

**T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ**

**GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE
FİNANSAL LİBERALİZASYON UYGULAMALARI
VE EKONOMİK İSTİKRAR**

**HAZIRLAYAN
AHMET UTKUSEVEN**

**DANIŞMAN
DOÇ. DR. SÜREYYA SAKINÇ**

**MANİSA
2004**

Doktora tezi olarak sunduğum **“Geliřmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Uygulamaları ve Ekonomik İstikrar”** adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

22/12/2004

Ahmet UTKUSEVEN

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

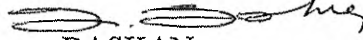
Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 15/10/2004 tarih ve 16/38 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz Maliye Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Ahmet UTKUSEVEN'in "Gelimekte olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Uygulamaları ve Ekonomik İstikrar" Konulu tezi incelenmiş ve aday 22/12/2004 tarihinde saat 10.00 de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra, 90 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna	<input checked="" type="checkbox"/>	<u>OY BİRLİĞİ</u>	<input checked="" type="checkbox"/>
DÜZELTME yapılmasına	<input type="checkbox"/> *	<u>OY COKLUĞU</u>	<input type="checkbox"/>
RED edilmesine	<input type="checkbox"/> **	ile karar verilmiştir.	

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.

** Bu halde adayın kaydı silinir.



BAŞKAN

Doç.Dr. Süreyya SAKINÇ



Prof.Dr. Naci Birol MUTER

ÜYE

Prof.Dr. Feyzi DEVRİM



Prof.Dr. Kemal ÇELEBİ

ÜYE

Yrd.Doç.Dr. Ramazan GOKBUNAR

Evet Hayır

*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir

Tez, mutlaka basılmalıdır

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DÖKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU

Tez No:..... **Konu Kodu:**..... **Üniv. Kodu:**.....

Tezin yazarının

Soyadı: UTKUSEVEN

Adı: Ahmet

Tezin Adı:

Türkçe : Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon Uygulamaları
ve Ekonomik İstikrar

Yabancı Dil: Financial Liberalization Experiences and Economic Stability in
Developing Countries

Tezin yapıldığı

Üniversite : Celal Bayar Üniversitesi

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Yılı : 2004

Tezin Türü : Doktora

Dili: Türkçe

Sayfa sayısı: 213

Referans sayısı: 172

Tez Danışmanının

Ünvanı: Doç. Dr.

Adı: Süreyya

Soyadı: SAKINÇ

Türkçe anahtar kelimeler:

- 1- Finansal Liberalizasyon
- 2- Ekonomik İstikrar
- 3- Uluslararası Sermaye Akımları
- 4- Finansal Krizler
- 5- Türkiye
- 6- Küreselleşme
- 7- Gelişmekte Olan Ülkeler

Yabancı dilde anahtar kelimeler:

- 1- Financial Liberalization
- 2- Economic Stability
- 3- International Capital Flows
- 4- Financial Crises
- 5- Turkey
- 6- Globalization
- 7- Developing Countries

Tarih:

İmza:

ÖZET

Son yirmi beş yıllık dönemdeki önemli gelişmelerden birisi küreselleşme olgusunun ivme kazanmasıdır. Temelde ülkelerin ve dünya halklarının bütünleşmesi olarak tanımlanabilecek küreselleşme, bilgi teknolojisinin ulaşım ve iletişim maliyetlerini önemli ölçüde düşürmesi sayesinde malların, hizmetlerin, sermayenin, bilginin ve daha az ölçüde insanların sınırları aşmasının önündeki yapay engellerin kaldırılması anlamına gelmektedir.

Küreselleşme olgusu finansal piyasalarda da etkisini göstermektedir. Sermaye ülkeler arasında rahatça dolaşabilmekte, özellikle yüksek getiri potansiyeli olan piyasalara yoğun sermaye girişleri olmaktadır. Öte yandan, ekonomilerinde tasarrufların yetersizliği ve döviz açığı gibi iki yapısal sorunu bulunan gelişmekte olan ülkelerin temel amacı, istikrarlı bir ekonomik büyüme sürecini yakalamaktır. Küreselleşmenin bu durumu, gelişmekte olan ülkelerin sözkonusu amacını gerçekleştirmeye yardımcı olma fırsatı sunmaktadır. Bunun temin edilebilmesi için öne sürülen politikalardan birisi de finansal liberalizasyon uygulamalarıdır. Yapılması gereken, finansal baskı politikalarından vazgeçmek ve sermayenin önündeki yapay ulusal engelleri kaldırmaktır. Böylece, sermaye en verimli olacağı yerde değerlendirilebilecektir.

Dünya ekonomilerinin finansal açıdan bütünleşmesini öngören bu yaklaşım, geçtiğimiz çeyrek yüzyılda bir çok gelişmekte olan ülkede uygulama şansı bulmuştur. Türkiye'nin de aralarında bulunduğu bu ülkeler, Latin Amerika'dan Güney Doğu Asya'ya uzanan coğrafyada yer almaktadır. Ancak, finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finansal piyasasında meydana gelen istikrarsızlık uluslararası finansal piyasalarda zincirleme şekilde istikrarsızlıklara peşinden de ekonomik krizlere neden olabilmektedir.

Uluslararası piyasalarda gerçekleşen krizlerin bir çoğunun kendine has özellikleri olması ve daha önceki krizlerin belirtilerinin farklılık göstermesi krizlerin öngörülememesine yol açmaktadır. Ancak krizlerin nedenleri ne olursa olsun sonuçları aynı olmaktadır. Zira, milli gelirin düşmesi sonucu halk fakirleşmekte, işsizlik yükselmekte ve finansal piyasalardaki dalgalanmaların artması sonucu yatırımcılar zarar etmektedir.

Özellikle etkileri tüm dünyada hissedilen 1997 Asya Krizi sonrasında tartışmalar küreselleşme ve finansal liberalizasyon politikalarının üzerinde yoğunlaşmıştır. Gelişmekte olan ülkeler açısından bu politikaların ekonomik açıdan istikrarlı büyüme amacına hizmet eder olup olmadığının sorgulanması gündeme gelmiştir.

Bu çerçevede, çalışmada finansal liberalizasyon teorisi incelenmiştir. Teorinin uygulamaya aktarıldığı gelişmekte olan ülkelerin deneyimleri ekonomik istikrarın seyri ile birlikte değerlendirilmiştir. Ulaşılan sonuçlar, finansal liberalizasyon politikalarını uygulayan gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik istikrarsızlıkların kaynağının ekonominin yapısal zayıflıkları olduğuna işaret etmektedir. Finansal liberalizasyon politikalarının bu sorunlar ortadan kaldırılmadan uygulamaya konması durumunda finansal, peşinden ekonomik krizlerin kaçınılmaz olduğu vurgulanmalıdır. Türkiye'de 1980 sonrası dönemde yaşanan 1982, 1987, 1994 ve 2001 finansal krizleri bu durumun örneklerini oluşturmaktadır.

ABSTRACT

One of the important progresses in the last twenty five years period is the acceleration that globalization phenomenon gained. The globalization that can be defined basically as integration of world countries and peoples means, thanks to the information technology reduced the costs of transportation and communication in considerable amount, the elimination of artificial barriers that are before of overcome the boundaries of goods, services, capital, information and lessen human beings.

The globalization phenomenon has also influence on financial markets. The capital flows freely among boundaries, and intensive capital inflows has been occurred particularly in the markets that have potential for high yield. On the other hand, the basic aim of developing countries which have two structural problems as saving and exchange deficits in their economies is the obtain of a maintainable growth process. This situation of globalization presents opportunity that can help the developing countries for realizing their abovementioned aims. One of the proposed policies that can assure this is the financial liberalization. The thing that must be done is to give up the financial repression policies and to get ride of the artificial national barriers before capital. Thus, the capital can be utilized in a place where it will be most productive.

This approach that envisages the financial integration of world economies had found opportunity for application on a lot of developing countries in the last twenty five years. These countries including Turkey are located in the geography from Latin America to Southeast Asia. In today's world where financial markets are integrated gradually, however, an instability that occurred in financial market of any country can cause successive instabilities at international financial markets and subsequently economic crises.

The unique peculiarities and the signal differences from previous ones of the crises that occurred at international markets lead the absence of envision of crises. Whatever the reasons of the crises are, the results of them are the same. As a result of the decrease in national product, people become impoverished, unemployment has risen and the investors have lost money due to the fluctuations in financial markets.

The debates have concentrated on globalization and financial liberalization policies, especially after The Asian Crisis 1997 that its effects have been echoed in the whole world. Interrogation of whether these policies serve to the aim of maintainable economic growth for developing countries has become a current issue.

In this context, the financial liberalization theory has been studied in the thesis. The experiences of developing countries where the theory has been transferred into application have been evaluated together with progress of economic stability. The findings obtained indicate that the sources of economic instability in the developing countries which are applied financial liberalization policies are structural weaknesses. It should be noted that financial and subsequently economic crises are inevitable if financial liberalization policies have applied without elimination of these problems. The financial crises of 1982, 1987, 1994 and 2001 that have been occurred in post-1980 era in Turkey are the samples of this situation.

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ	II
TUTANAK.....	III
YÖK DÖKÜMANTASYON MERKEZİ TEZ VERİ FORMU	IV
ÖZET	V
ABSTRACT	VI
İÇİNDEKİLER	VII
TABLolar VE GRAFİKLER	XI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LIBERALİZASYONUN ANALİZ ÇERÇEVESİ: FİNANSAL SİSTEM, KÜRESELLEŞME OLGUSU VE SERMAYE HAREKETLERİ

1. Finansal Sistem.	3
1.1. Finansal Sistemin Bileşenleri.	4
1.1.1. Amaçları.	4
1.1.2. Araçları.	5
1.1.3. Finansal Sistemin Diğer Bileşenleri.	7
1.2. Finansal Sistemin Kurumsal Yapısı.	8
1.2.1. Finansal Kurumların Fonksiyonları.	9
1.2.2. Finansal Kurumların Türleri.	10
2. Küreselleşme Olgusu.....	12
2.1. Küreselleşme Kavramı ve Özellikleri.....	14
2.1.1. Kavram ve Tanım.....	14
2.1.2. Küreselleşmenin Özellikleri	16
2.2. Küreselleşmenin Yakın Tarihi	18
3. Uluslararası Sermaye Hareketleri	20
3.1. Tanımı ve Kapsamı.....	22
3.2. Gelişimi ve Boyutları	23
3.3. Nedenleri	24
3.4. Kanalları	28
3.5. Türleri	30
3.6. Sermaye Hareketlerinin Etkileri.....	31

3.6.1. Reel Ekonomiye Etkileri	33
3.6.2. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri	35
3.6.3. Döviz Kuru Üzerine Etkileri	36
3.6.4. Ekonomik İstikrar Üzerine Etkileri.....	38
3.6.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerine Etkileri	39
3.6.6. Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkileri	39
3.6.7. Politik ve Kurumsal Etkileri.....	40
3.7. Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmeye Yönelik Politikalar.....	40
3.7.1. Dolaysız Kontrol Yöntemleri.....	43
3.7.2. Dolaylı Kontrol Yöntemleri.....	44

İKİNCİ BÖLÜM

AÇIK EKONOMİLERDE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

1. Klasik ve Keynesyen Makroekonomik Denge Yaklaşımları	48
1.1. Klasik Makroekonomik Denge Yaklaşımı	48
1.1.1. Döviz Piyasası Yoluyla Dış Denkleşme.....	51
1.1.2. Fiyat - Altın Para Akımı Mekanizması Yoluyla Dış Denkleşme	54
1.1.3. Faiz Değişmeleri Yoluyla Dış Denkleşme.....	56
1.2. Keynesyen Makroekonomik Denge Yaklaşımı	57
1.2.1. İç Ekonomik Denge.....	58
1.2.1.1. Mal Piyasasında Denge.	59
1.2.1.2. Para Piyasasında Denge..	59
1.2.1.3. Mal ve Para Piyasalarında Birlikte Denge..	60
1.2.2. Dış Ekonomik Denge	60
1.2.3. Genel Ekonomik Denge	64
2. Kur Sistemlerine Göre Genel Ekonomik Denge ve Politika Etkinlikleri	66
2.1. Sabit Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği	67
2.2. Sabit Kur Sisteminde Maliye Politikasının Etkinliği	69
2.3. Esnek Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği	70
2.4. Esnek Kur Sisteminde Maliye Politikasının Etkinliği	72

3. Finansal Baskı Teorisi ve Finansal Liberalizasyon	73
3.1. Finansal Baskı Teorisinin Gerekçesi	74
3.2. McKinnon-Shaw'ın Ekolünün Finansal Baskı Teorisine Eleştirisi.....	76
3.3. McKinnon-Shaw Ekolü ve Finansal Liberalizasyon	78
3.4. Finansal Baskı Teorisine Karşıt Görüşler	80
3.4.1. Yeni Yapısalcı Okul ve Taylor	80
3.4.2. Piyasa Aksamı ve Stiglitz	83
3.5. Finansal Liberalizasyon Teorisine İlişkin Literatür Taraması	89
3.5.1. McKinnon-Shaw Teorisini Destekleyici Sonuca Ulaşan Çalışmalar.....	89
3.5.2. Finansal Serbestleşmeye İhtiyatlı Yaklaşımını Öneren Çalışmalar	90

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL LİBERALİZASYON UYGULAMALARI VE EKONOMİK İSTİKRAR

1. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Finansal Liberalizasyon.....	93
2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Sistemin Özellikleri	95
3. Latin Amerika Ülkelerinin Finansal Liberalizasyon Deneyimi.....	96
3.1. Latin Amerika Ekonomilerinin Özellikleri	96
3.2. Latin Amerika Ekonomilerinde Makroekonomik Gelişmeler.....	97
3.3. Meksika Deneyimi.....	100
3.4. Arjantin Deneyimi.....	104
3.4.1. 1991 Konvertibilite Planı	105
3.4.2. 1991-1995 Dönemi ve 1995 Krizi	106
3.4.3. 1998 - 2002 Dönemi ve 2002 Krizi	109
3.5. Brezilya Deneyimi	111
3.6. Şili Deneyimi	116
4. Asya Ülkelerinin Deneyimi	120
4.1. Asya Ekonomilerinin Özellikleri	121
4.2. Mucizenin Sonu: 1997 Krizi.....	123
4.3. Asya Ekonomilerinde Makroekonomik Göstergelerin Gelişimi.....	126

4.4. Tayland Deneyimi	129
4.5. Güney Kore Deneyimi	131
4.6. Endonezya Deneyimi	133
4.7. Malezya Deneyimi	135
4.8. Filipinler Deneyimi	137

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN FİNANSAL LİBERALİZASYON DENEYİMİ VE EKONOMİK İSTİKRARIN GELİŞİMİ

1. Liberalizasyon Sürecinde Ekonominin Finansal Yapısı ve Gelişmeler	142
1.1. 1980 Öncesi Dönem ve Gelişmeler	142
1.2. 1980 Sonrası Dönem ve Gelişmeler	146
1.2.1. 1980-1989 Dönemi Gelişmeleri	146
1.2.1.1. 1982 Bankerler Krizi	150
1.2.1.2. 1988 Krizi ve 4 Şubat Kararları	152
1.2.2. 1989 Sonrası Dönemi Gelişmeleri	152
1.2.2.1. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları	156
1.2.2.2. 2000-2001 Krizi ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı	160
1.2.2.3. 2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri	165
2. Türkiye’de Ekonomik İstikrarın Gelişimi	168
2.1. Finansal Derinleşmedeki Gelişmeler	168
2.2. Kamu Borçlanmasındaki Gelişmeler	172
2.3. Enflasyon Oranındaki Gelişmeler	175
2.4. Dış Ticaret Açığı ve Cari İşlemler Dengesindeki Gelişmeler	178
2.5. Ekonomik Büyüme Oranındaki Gelişmeler	180
2.6. Kamu Kesimi Dengesindeki Gelişmeler	185
3. Türkiye’nin Finansal Liberalizasyon Deneyimine İlişkin Değerlendirme	189
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	196
KAYNAKÇA	201

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Küresel Sermaye Hareketleri 1992-2003 (Milyar Dolar).....	21
Tablo 2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları (Milyar Dolar).....	29
Tablo 3: Seçilmiş GOÜ'lerin Finansal Liberalizasyona Geçiş Tarihleri ve Düzenlemeleri.....	94
Tablo 4: Latin Amerika Ülkelerinde Reel GSYİH'nın Gelişimi (%).....	98
Tablo 5: Latin Amerika Ülkelerinde Enflasyonun Gelişimi (%).....	98
Tablo 6: Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nın Oranı).....	99
Tablo 7: Latin Amerika Ülkelerinde Kamu Kesimi Dengesi (GSYİH'nın Oranı).....	99
Tablo 8: Latin Amerika Ülkelerinde Dış Borçların Gelişimi (GSYİH'nın Oranı).....	100
Tablo 9: Arjantin Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (1996-2001, Milyon \$).....	111
Tablo 10: Brezilya Ekonomisinin Genel Görünümü, Seçilmiş Yıllar.....	114
Tablo 11: Asya Ekonomilerinde Reel GSYİH'nın Gelişimi (%).....	126
Tablo 12: Asya Ekonomilerinde Enflasyonun Gelişimi (%).....	127
Tablo 13: Asya Ekonomilerinde Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nın Oranı).....	127
Tablo 14: Asya Ekonomilerinde Kamu Açıklarının Gelişimi (GSYİH'nın Oranı).....	128
Tablo 15: Asya Ekonomilerinde Dış Borçların Gelişimi (GSYİH'nın Oranı).....	128
Tablo 16: Finansal Derinlik Ölçülerinin Gelişimi (1987-2002, %).....	171
Tablo 17: Dış Borç Stokunun Gelişimi (1987-2002, %).....	173
Tablo 18: İç Borç Stoku, Faiz Oranları ve Vade Yapısının Gelişimi (1987-2002).....	175
Tablo 19: Enflasyonun Gelişimi (1982-2003, %).....	176
Tablo 20: Dış Ticaret Açığı ve Cari Dengenin Gelişimi (1980-2001, %).....	179
Tablo 21: Ekonominin Genel Dengesi (1998 Fiyatlarıyla, % Değişme).....	182
Tablo 22: Ekonominin Genel Dengesi (GSMH İçindeki Pay, 1998 Fiyatlarıyla).....	183
Tablo 23: Konsolide Bütçeye İlişkin Bazı Göstergeler (1980-2001, %)	187

GRAFİKLER LİSTESİ

Şekil 1: Denge Döviz Kurunun Oluşumu.....	51
Şekil 2: Dış Denge Eğrisi	64
Şekil 3: Genel Dengenin Sağlanması	65
Şekil 4 Sabit Kur Uygulamasında Genişletici Para Politikası	68
Şekil 5: Sabit Kur Uygulamasında Genişletici Maliye Politikası	69
Şekil 6: Esnek Kur Uygulamasında Genişletici Para Politikası	71
Şekil 7: Esnek Kur Uygulamasında Genişletici Maliye Politikası	73
Şekil 8: GSMH'nın Payı Olarak Harcanabilir Gelirden Tüketimin Gelişimi	184

GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı'nın sonrasında dünya ekonomisinde egemen olan Bretton Woods sistemi 1970'li yıllardan sonra etkinliğini yitirdi. Temel olarak sabit kur uygulamasına dayalı bu sistem, ulusal paralarını Amerikan Doları'na endeksleyen ülkeler için ulusal ekonomilerinde belli ölçüde de olsa istikrarı sağlıyor ve gelişmekte olan ülkelere sadece yurtiçinden kaynaklanan istikrarsızlıklarla mücadele ederek büyüme ve kalkınma yolunda çaba sarf etmek kalıyordu. Kalkınmanın finansmanı içinse elverişli faiz oranlarından resmi kaynaklı orta ve uzun vadeli dış borçlar işlevseldi.

Ancak, bir yandan 1970'li yıllarda aşırı fiyat artışı şeklinde yaşanan petrol şoklarının sonucu olarak gelişmekte olan ülkelere artan döviz açıkları ile gelişmiş ülkelere akan muazzam fonların uluslararası sermaye hareketlerinde meydana getirdiği hacim ve nitelik değişikliği, diğer yandan uluslararası para sisteminin değişen yapısı bir dizi gelişmeye uygun bir ortam oluşturmuştur. Bu gelişmelerden birisi de, Neoklasik/Neoliberal İktisat Okulu'nca finansal baskı teorisinin ortaya atılması ve bu durumun gelişmekte olan ülkeler için istikrarlı bir büyüme yolunda ayak bağı oluşturduğu görüşüydü. Çözümü ise sözkonusu ülkelerin ekonomilerini piyasa kurallarına göre düzenlemeleri ve bu doğrultuda finansal liberalizasyona gitmeleri önerisiydi. Bir diğer gelişme, iletişim alanında yaşanan baş döndürücü teknolojik ilerlemelerin sonucu olarak finansal piyasalarda ortaya çıkan akışkanlığın hızlanması ve türev finansal araçların çeşitlenmesidir. Bu koşullarda ivme kazanan küreselleşme eğilimleri dünya ekonomisinde yeni bir evreyi simgelemektedir. Küreselleşme en belirgin etkilerini uluslararası sermaye hareketlerinde ve finansal entegrasyonda göstermiştir. Bu süreçte sermaye akımlarının hacmi büyürken nitelikleri ve kanalları da değişmiştir.

1980'li yıllar gelişmekte olan ülkeler açısından Neoklasik İktisat Yaklaşımı'nın önerisi olan ve finansal liberalizasyonu da içeren serbest piyasa ekonomisi reformlarının hayata geçirildiği dönem olmuştur. Türkiye'de bu kervana katılmıştır. Ancak, bu dönemde ve 1990'lı yıllarda ortaya çıkan finansal karakterli krizler izlenen politikaların sorgulanmasına yol açmıştır. Sözkonusu krizlerin olumsuz etkileri bazen ulusal planda kalırken, ekseriyetle bölgesel ve küresel niteliklidir. Latin Amerika ekonomilerinin kaynaklık ettiği 1982 Dünya Borç Krizi ile başlayan ve 1980'li, 1990'lı hatta 2000'li yıllarda bu ülkelere yaşanan krizler, 1987'de New York Borsasını vuran kriz, 1992 yılındaki ERM Krizi, 1994 ve 2000-2001 Türkiye krizleri, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya, 1999 Brezilya ve 2002 Arjantin Krizleri son çeyrek yüzyılda yaşanan

örnekleri oluşturmaktadır. Barings, Arthur Andersen ve Enron skandalları da bu çerçevede değerlendirilebilir.

Yapılan çalışmalara göre, bu süreçte yaklaşık her 19 aya bir kriz düştüğü ve yaşanan krizlere maruz kalan ülkelerin GSYİH'larında %20–30 azalma yaşandığı ortaya çıkmıştır. Özellikle 1997'de, öteden beri serbest piyasa ekonomisini uygulayan Asya ülkelerinden Tayland'da başlayan ve kısa zamanda aynı özelliklere sahip bölge ülkeleri ile birlikte diğer dünya ülkelerini de etkisi altına alan finansal kriz, tüm dünyanın teoriye olan bakışını değiştirmiş ve finansal krizlere karşı duyarlılığını arttırmıştır. Cevabı aranan soru, önerilen ve belli ölçüde de olsa uygulanan reçetenin şikâyetçi olunan rahatsızlığın nüksetmesine sebep olup olmadığıdır. Başka bir ifade ile, finansal liberalizasyon uygulaması ile ekonomik istikrarsızlık arasında bir ilişkinin olup olmadığı, varsa ne yönde geliştiği araştırılmaktadır. Çalışmanın amacı, yaşanan gelişmeler ve ülke deneyimleri bağlamında bu sorunun cevabını aramaktır. Yöntem olarak, ülke deneyimleri ışığında makroekonomik istikrarın göstergelerinde yaşanan gelişmelerin analitik değerlendirilmesi yolu seçilmiştir.

Bu çerçevede çalışma başlıca dört bölümden oluşmaktadır. Girişi takip eden birinci bölümde, finansal liberalizasyon uygulamalarının analiz edilebileceği bir çerçeve sunulmaktadır. Finansal sistem, küreselleşme olgusu ve uluslararası sermaye hareketleri alt başlıklarını taşıyan bu bölümde, bu alanların tanımları, kavramları ve özellikleri ayrıntılı bir biçimde ortaya konulmuştur. İkinci bölüm teorik analize ayrılmıştır. Açık ekonomilerde finansal liberalizasyon ve ekonomik istikrar başlığını taşıyan bu bölümde, önce Klasik ve Keynesyen yaklaşımların makroekonomik dengenin nasıl sağlanabileceğine ilişkin görüşleri ile kur sistemlerine göre politika etkinliklerinin değerlendirilmesine yer verilmiş, daha sonra finansal baskı hipotezi ile finansal liberalizasyon teorik açıdan incelenmiştir. Üçüncü bölüm finansal liberalizasyon uygulamasına ilişkin ülke örneklerini içermektedir. Burada analiz için seçilen ülkeler, finansal liberalizasyon uygulamalarına yer veren, fakat aynı zamanda etkileri dünya çapında hissedilen finansal krizlere maruz kalan ülkelerdir. Çalışmanın dördüncü bölümünde Türkiye deneyimine de yer verilmiştir. Türkiye'ye ilişkin kısımda, önce liberalizasyon öncesi ülke ekonomisinin durumu ana hatları ile verilmiş, daha sonra liberalizasyon sürecinde yaşanan ekonomik gelişmeler yaşanan krizler bağlamında 1980–1989 ve 1989 sonrası biçiminde iki dönemde ayrıntılı olarak anlatılmıştır. Yine bu kısımda, ekonomik istikrarın gelişimi çeşitli makro göstergeler yardımıyla yansıtılmakta ve Türkiye deneyiminin genel bir değerlendirmesi verilmektedir. Ulaşılan bulgular sonuç başlığı altında yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL LİBERALİZASYONUN ANALİZ ÇERÇEVESİ: FİNANSAL SİSTEM, KÜRESELLEŞME OLGUSU VE SERMAYE HAREKETLERİ

1. Finansal Sistem

Günlük hayatımızda kullandığımız kelimelerden biri olan “piyasa” terimi, ilk anda kişilerin ve/veya kurumların mallarını veya yasal haklarını değiştirdikleri yeri akla getirmektedir. İktisat biliminde terimler günlük hayattaki kullanımlarından daha dar bir çerçevede ele alınmakla birlikte, “piyasa” terimi iktisat biliminde daha geniş bir alanı kapsayacak şekilde kullanılmaktadır.

Bu çerçevede “piyasa” terimi, iktisatçılar tarafından, hem mal ve yasal hakların değiştirildiği bir yer, hem de değişimi sağlayan bir mekanizma anlamında düşünülmektedir. Örneğin, herhangi bir alım satımın yapıldığı bir telefon veya internet iletişimi de belirtilen kapsamıyla “piyasa” terimi içinde ele alınabilir.

Finansal piyasaları diğer piyasalardan ayıran en önemli özellik, diğer piyasalarda mal veya hizmetler değiştirilirken, finansal piyasalarda, bir finansal varlığın değiştirilmesidir. Ayrıca finansal piyasalarda değişime konu olan varlıklar, mal veya gibi hizmetler gibi tüketilmezler. Yukarıda “piyasa” terimi için yapılan tanım, belirtilen farklılıkların dışında “finansal piyasa” terimi için de, finansal varlıkların değiştirildiği yer veya değişim mekanizması olarak tekrarlanabilir.

Finansal piyasaların temel fonksiyonu fon sağlamalarıdır. Bu fonksiyonu, fon fazlası olan kişi ve kurumlardan fon açığı olan kişi ve kurumlara fonları transfer ederek gerçekleştirirler. Bütün finansal piyasalarda gözlenen “fon sağlama” özelliği, finansal piyasaları birbirine bağlamaktadır. Gelirlerinin bir kısmını gelecekteki kullanımları için tasarruf ederek ellerinde fon fazlası oluşturanlar (borç verenler), tasarrufları ile getiri elde etmeyi düşündüklerinde, mal, hizmet, donanım, işgücü gibi reel kaynaklar fon açığı olanlara (borç alanlar) yönelecek ve borcun vadesi sonunda borç veren daha yüksek bir gelire sahip olabilecektir. Finansal piyasaların bu fonksiyonu ekonomik nitelikli olup, bu fonksiyonları yoluyla finansal piyasalar, reel kaynak transferlerini kolaylaştırarak ekonomiye ve bireylerin refahına hizmet ederler¹.

¹ Ufuk BAŞOĞLU, Nalan ÖLMEZOĞULLARI, İlker PARASIZ, **Dünya Ekonomisi, Küreselleşme, Uluslararası Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 2.Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 2001, s.18.

Sistem yaklaşımı çerçevesinde finansal sistem, bir ekonomide belirlenmiş amaçlara yönelmiş birbirleriyle ilişkili finansal kurumların, kuralların, araçların ve etkinliklerin oluşturduğu bir bütün şeklinde tanımlanabilir. Finansal sistemin mevcut olmadığı varsayılırsa, ellerinde fon fazlası bulunanların bu fonları para (nakit), dayanıklı mallar, fiziksel sermaye ya da doğrudan fon talep edenlere borç verme şeklinde kullanmak zorunda kalacakları açıktır. Ancak bu sayılan kullanım alanlarının her birinin avantajlı ve dezavantajlı yönleri vardır. Örneğin elde para tutmak en az çabayı gerektirir. Fakat parayı bu şekliyle elde tutmak enflasyon ortamında oldukça maliyetlidir. Satın alma gücündeki aşınmadan kaçınmak için dayanıklı mallara yatırım yapılabileceği akla gelebilir. Ancak bu malların gelecekteki fiyatları ile ilgili belirsizlikler, bunların depolanması ve yeniden satışlarıyla ilgili işlemlerin güçlüğü, dayanıklı mallar şeklinde elde fon tutmanın çekici olmayan yönleri şeklinde ortaya çıkar. Fiziksel sermaye, bir üretim faktörü olması nedeniyle firmalar için cazip olmasına rağmen, hane halkları için iyi bir fon tutma yöntemi oluşturmaz. Fon fazlası olan kesimin fon açığı olanlara doğrudan borç verme (kredi) şeklinde yatırım yapıp getiri elde edebileceği düşünülebilir. Bu durumda iki taraf doğrudan birbirleriyle ilişkiye girmek zorundadırlar. Bu tür ilişkinin maliyetli olduğu veya elverişli olmadığı genel kabul gören bir yaklaşımdır. Çünkü çok sayıda doğrudan ilişki kurulabilecek fon arz edeni bulmak oldukça maliyetli olduğu gibi, yatırımcıların vade tercihleri ile fon talep edenlerin vade tercihleri çoğu kez uyuşmayabilecektir. Üstelik fon talep edenlerin mali durumu, geri ödeme kapasitesi hakkında yatırımcının kafasında oluşan soru işaretlerini gidermek de fon talep edene düşen ekstra bir çabadır.

Bu ve benzeri sorunlar, fon arz edenlerle fon talep edenlerin oluşturduğu piyasaların ve kurumların oluşumuna veya doğuşuna neden olmuştur. Dolayısıyla piyasalar, araçlar, kurumlar, kişiler ve kurallardan meydana gelen finansal sistemi bileşenlerine ayırarak incelemek gereklidir.

1.1. Finansal Sistemin Bileşenleri

Sistem tanımının belirli bir amaca yönelik ilişkili parçaların oluşturduğu bir bütün şeklinde yapıldığı göz önüne alındığında, finansal sistemin; amaca veya amaçlara, taraflara, çevreye, kaynaklara, kısıtlara, iletişim ağına, yönetim ve kontrole sahip olması gerekir.

1.1.1. Amaçları

Finansal sistemin temel amacı, fiyatlar düzeyinin yükselmesi veya işsizliğin artması gibi olumsuz sonuçları meydana getirmeyecek şekilde, ekonominin çeşitli

sektörlerine mümkün olan en üst düzeyde kaynak kullanımını sağlayacak fonların temin edilmesidir. Bu temel amaç, bir anlamda, para politikasının amaçlarını da içermektedir. Para politikasının amaçlarını ise; tam istihdama yaklaşma, istikrarlı fiyat düzeyi, dış ticaret dengesi, dengeli gelir dağılımı ve ekonomik büyüme şeklinde sıralamak mümkündür².

1.1.2. Araçları

Fon arz edenler, devrettikleri fonların karşılığında, fon talebinde bulunanlardan bu alış veriş sonucu doğan alacak veya ortaklık haklarını gösteren bir belge alırlar. İşte bu belgeye finansal araç, finansal yatırım aracı, finansal varlık, finansal aktif gibi adlar verilmektedir. Finansal araçlar belirli bir satın alma gücünü temsil ederler ve fon talep edenler tarafından oluşturulup, fon sahiplerine fonlarının karşılığında verilirler.

Finansal araçlar, elinde tutanlar için finansal aktifleri, piyasaya sürenler için ise finansal borçları oluştururlar. Diğer bir ifadeyle, finansal aktifler finansal piyasalara yapılan fon arzının, finansal borçlar da piyasadan karşılanan fon talebinin bilânçoya yansıtılmış bir görüntüsüdür. Finansal araçlar fon alış verişi sırasında yapılan sözleşmenin niteliğine, fon arz eden veya fon kullananın özelliğine, sağladıkları güvence ve haklara, gelir düzeylerine, sürelerine ve likiditelerine göre pek çok değişik türde düzenlenebilirler. Finansal sistemde kullanılan araçlar teorik açıdan başlıca üç grup şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bunlar; menkul kıymetler, türev ürünler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

İlk gruba girenler; hisse (pay) senedi, tahvil, katılma intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi, finansman bonusu, banka bonusu ve banka garantili bono, gelir ortaklığı senedi, konut sertifikası ve gayrimenkul sertifikası, menkul kıymet yatırım fonu katılma belgesi, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), depo edilen menkul kıymet sertifikası, menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı (REPO, TERS REPO) şeklindedir.

Future (standart vadeli işlem) sözleşmesi, Forward (vadeli işlem) sözleşmesi, Option (seçenekli işlem) sözleşmesi, Swap işlemi, ikinci grup finansal araçları oluşturmaktadır.

² İbrahim EROL, **Para – Banka, Teori ve Politika**, 4. Basım, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Manisa, 2002, s.38; BAŞOĞLU vd., 2001, s.20.

Üçüncü grupta ise; banknot, mevduat defteri, mevduat sertifikası, ticari senet, poliçe, bono, çek, sigorta poliçesi ve emeklilik sözleşmesi yer almaktadır³.

Yukarıda sayılan ve finansal sistem içinde yer alan araçların çeşit bakımından çokluğu dikkati çekmektedir. Bu durumun, finansal piyasaların belirli bir etkinlik kazanabilmeleri için, diğer faktörlerin yanısıra, zorunlu olduğunu vurgulamak gerekir. Ancak bu çeşitlilik onların birtakım ortak özelliklere sahip olmadıkları anlamına da gelmez. Şimdi kısaca araçların özelliklerine değinelim.

Bölünebilirlik: Bu özellik fon arz edenlerin finansal araçlara istedikleri büyüklükte sahip olmaları açısından önem taşır. Eğer finansal değerler çok büyük ise, birçok fon arz edici bu araçlara yönelmeyebilir ve esnek bir uygulama olmaktan çıkar. Örneğin paranın bölünebilirliği oldukça yüksektir. Yine tahvil ve hisse senetlerinin yeterince esnek olduğu söylenebilir. Ancak firmalar, maliyet açısından avantajlı oldukları için, genelde bölünebilirliği az olan tahvil ve hisse senedi ihracına yönelirler. Buna karşın fon arz edenler bölünebilirliği yüksek olan menkul değerleri tercih ederler. Finansal kurumlar bu ikisi arasındaki köprüyü oluşturmakla aktif rol üstlenirler.

İşlem Maliyetleri: Fon arz edenler açısından işlem maliyetleri; aktiflerin satın alınması veya satılması sırasındaki giderlerden oluşur. Fon talep edenler açısından ise, işlem maliyetleri, satış sırasındaki harcamalardır. Eğer fon arz edenler fonlarını para olarak tutuyorlarsa, bu tür maliyetlerden kaçınabilirler. Yine gelirin elde edilmesi para şeklinde değerlendirildiği için işlem maliyetleri dışındadır. Eğer finansal sistem mevcut değilse işlem maliyetlerinin genelde daha yüksek olacağı söylenebilir. Çünkü alıcı ve satıcıların birbirlerini arayıp bulmaları ve vadede anlaşmaları daha güç olur. Finansal sistemin varlığı işlem maliyetlerini büyük ölçüde azaltır.

Nakde Çevrilebilme (Likidite) : Nakde çevrilebilme aktif bir değer en çabuk şekilde paraya dönüştürülme işlemini açıklar. Bu işlemten dolayı aktif değer kıymetinde önemli bir düşüş olmamalıdır. Genelde aktiflerin nakde çevrilebilme dereceleri farklılıklar göstermektedir. Örneğin gayrimenkul gibi fiziksel aktifler bu açıdan en son sırada yer alırlar. Buna karşın hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerler daha çabuk nakde çevrilebilirler. Eğer gelişmiş bir finansal sistem varsa finansal değerlerde nakde çevrilebilme önemli ölçüde artar.

³ Serpil CANBAŞ - Hatice DOĞUKANLI, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, genişletilmiş ikinci baskı, Beta Basın Yayım Dağıtım, İstanbul, 1997, s.13.

Fiyatların Öngörülebilirliği: Finansal araçların gelecekteki fiyatlarının tahmin edilebilirliği bir diğer önemli özelliktir. Eğer fon arz edenler için araçların fiyatlarının tahmininde güçlükler varsa bu değerler daha riskli ve daha az çekici olurlar⁴.

1.1.3. Finansal Sistemin Diğer Bileşenleri

Bir finansal sistemin; para piyasası, banka sistemi, menkul değerler piyasası gibi çeşitli alt sistemleri söz konusudur. Kurumlar ve bireylerden oluşan bu alt sistemleri, merkez bankaları, ticari bankalar, banka dışı finansal kurumlar, para ve sermaye piyasaları, döviz piyasaları, hazine, tüketiciler, işadamları gibi fon arz ve talep eden bireyler şeklinde sıralamak mümkündür.

Finansal sistem, aynı zamanda finansal sistemi de içine alan ekonomik sistemin bir alt sistemidir. Bu nedenle, finansal sistemin çevresi kavramı içinde o ülkenin bütün ekonomik sistemi ile birlikte, ahlak kodları, sosyal tavırlar, geleneksel ve kültürel davranış biçimleri, siyasal olaylar gibi finansal sistemin işleyişine etkide bulunan çok sayıda faktör göz önüne alınabilir.

Finans alanı bir hizmet endüstrisi olduğuna göre, finansal sistemin kaynakları büyük ölçüde elle tutulamayan, gözle görülemeyen kaynaklardır. Başka bir anlatımla, bu sistemin kaynakları, iç disiplin, etkin örgütlenme gibi temellere dayanır. Bir finansal sistemin etkinliği o finansal sistemin kaynaklarına uygun olmalıdır. Dürüst olmayan kişilere, etkin olmayan kurumlara dayanan bir finansal sistemin asli fonksiyonlarını yerine getirebilmesi mümkün değildir.

Finansal sistemin kısıtlayıcıları, sistemin bir alt sistemini oluşturduğu reel ekonomik sistemin koşulları tarafından belirlenir. Bununla birlikte herhangi bir finansal operasyonda pasiflerin aktifleri geçmemesi veya borçlanma gücünün, borçların geri ödenmesini sağlayacak kazanç gücünü aşmaması gibi finansal kısıtlayıcılar da söz konusudur. Finansal sistemin içinde bulunduğu yasal çerçeve ise kısıtlayıcıları ortaya koyan diğer bir sistemdir.

Finansal sistemin haberleşmesini temelde kar güdüsü sağlamaktadır. Bunu bir insan vücudunun haberleşmesini o insanın sinir sistemi sağlamasına benzetmek mümkündür. Bu standart çerçevede: faiz oranları, finansal ve ekonomik raporlar,

⁴ İlker PARASIZ, Kemal YILDIRIM, **Uluslararası Finansman, Teori ve Uygulama, Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**, 1.Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994, s.7.

göstergeler, bilançolar, spekülasyon ve söylentiler finansal sistem için bir iletişim ağı oluştururlar.

Finansal sistemin yönetimi ve kontrolü oldukça karmaşıktır. Sistem içindeki çok sayıda yetkili farklı birimin, farklı düzeydeki kararları, karşılıklı etkileşimlerle sistemin durumunu etkiler. Örneğin, para arzının kısılması, faiz oranlarının yükselmesine ve bu durumda fon arz ve talebinde yeni bir dengenin oluşmasına neden olabilir. Ancak gerek böyle bir kararın alınmasını gerektiren nedenleri oluşturan çeşitli düzeylerdeki kararlar, gerekse böyle bir kararın verilecek diğer ilişkili kararlara etkileri, son derece karmaşık bir etkileşim yapısını ortaya koyduğundan finansal sistemin yönetimi ve kontrolü çeşitli güçlükler arz eder⁵.

1.2. Finansal Sistemin Kurumsal Yapısı

Fon talep eden ve fon arz eden ekonomik birimlerin doğrudan karşılaşması çoğu kez ya imkânsızdır ya da çok güçtür. Bunlar arasında aracılık görevi yaparak köprü kuracak, fon akışını hızlandıracak çeşitli finansal kurumlara gereksinim vardır.

Finansal kurumlar, temel aktifleri, büyük ölçüde dolaylı ve dolaysız finansal araçlardan oluşan, faaliyetleri bunlar üzerinde yoğunlaşan ve böylece gelirlerini, esas olarak, finansal araçlarla ilgili işlemlerden sağlayan kurumlardır. Finansal kurumlardan bir kısmı (finansal pazarlama kurumları) dolaysız finansman süreci üzerinde faaliyet gösterirler ve ekonomik birimlerin çıkardıkları dolaysız finansal araçların fon arz edenlere etkin dağıtımını sağlamak üzere pazarlama hizmeti verirler. Diğer bir kısım finansal kurumlar (finansal aracilar) ise finansal piyasada dolaylı finansman süreci içinde faaliyet gösterirler ve fon arz edenler ile fon kullananlar arasında, dolaylı finansal araçlar çıkarıp sağladıkları fonlarla dolaysız finansal araçlar alarak satın alma gücü aktarırlar. Bu arada dolaylı finansal araçların dolaysız finansal araçlara dönüştürülmesi işlevini de gerçekleştirmiş olurlar⁶.

Aslında finansal kurumların fonksiyonel açıdan böyle ikiye ayrılması analitik açıdan anlamlıdır. Zira her iki fonksiyon yekdiğerine oldukça yakın durmaktadır. Hatta bazı iktisatçılar finansal aracı anlamında "banker" in ekonomik sistemde anahtar bir iktisadi ajan olduğunu ileri sürmektedir⁷.

⁵ BAŞOĞLU vd., 2001, s.21.

⁶ CANBAŞ & DOĞUKANLI, 1997, s.109.

⁷ J.Maxwell FRY, **Money Interest and Banking in Economic Development**, John Hopkins,1995,s.22

Finansal sistemin gelişmesi ile ekonomik büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. İktisadi büyüme ve kalkınmada öncü bir rolü olan yenilikçi girişimcinin; sahip olduğu potansiyel projeleri yatırıma dönüştürmek için finansmana ihtiyacı vardır. Girişimcinin finansal destek alması için bankaların ya da sermayedarın onayını alması gerekmektedir. Bu yaklaşım bankaları (ya da finansal sistemi) analizin odak noktasına yerleştirmektedir. Böylece, potansiyel yatırım projeleri üzerindeki veto gücüyle banker, iktisadi büyüme ve kalkınma sürecinde öncü bir güç ya da kısıt konumuna gelmektedir⁸:

Schumpeter, 1912 yılında yayınlanan "İktisadi Kalkınmanın Teorisi" isimli kitabında, bankerin satın alma gücünün değişimine "aracılık eden" sıradan bir kurum olmadığını; aksine satın alma gücünü bizzat oluşturduğunu ve dağıtımını yaptığını ileri sürmektedir. Oluşturulmuş ya da oluşturulacak satın alma gücü talebinin üzerinde yoğunlaşması ve günlük tasarrufların da kendisine akması nedeniyle banker hemen hemen girişimci bir sermayedarın yerini almaktadır. Banker verimli kaynakların sahipleri ile yeni üretim tekniklerini uygulamak isteyen yatırımcılar arasında durmaktadır. Merkezi bir otorite bu sürece müdahale etmediği sürece banker kalkınmanın dinamiği olacaktır. Böylece, banker yeni üretim tekniklerinin meydana getirilmesi için toplum adına girişimcileri görevlendirmektedir. Sonuç olarak, banker değişim ekonomisinin en önemli aktörlerinden birisi durumundadır⁹.

1.2.1. Finansal Kurumların Fonksiyonları

Finansal sistemin yapıtaşları olan finansal kurumları iktisadi kalkınmanın belirleyicileri olarak gören bu yaklaşımların yanısıra, karşı görüşte olanlar da vardır. Örneğin Post Keynesyen İktisat Okulu'nun önde gelen isimlerinden olan Robinson (1952) "*girişimcinin öncülük yaptığını, finansmanın da bunu takip ettiğini*" ileri sürmektedir. Bu görüşe göre, iktisadi kalkınma finansal sözleşmelere talep oluşturmakta; finansal sistem de bu talebi otomatikman karşılamaktadır. Bunun da ötesinde bazı iktisatçılar finansal sistem ile ekonomik büyüme arasında ilişki bulunduğuna dahi inanmamaktadır. Robert Lucas (1988) iktisatçıların, iktisadi

⁸ Güven SAK, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of Turkish Experience in the 1980's**, Capital Market Boads Publication, No:22,1995,s.10.

⁹ FRY, 1995, s.22-23.

kalkınmada finansal unsurların rolünü gereğinden fazla ve kötü bir biçimde abarttıklarını belirtmektedir¹⁰.

Biz burada iktisat felsefesini ilgilendiren bu tartışmaya girmeyip, finansal araçların aktarılması ve dönüştürülmesi işlevlerini gerçekleştirerek hem fon kullanan, hem de fon arz edenlere hizmet verenlerin başlıca fonksiyonlarını saymakla yetineceğiz. Bu fonksiyonları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Fon maliyetini azaltmak,
- Riski azaltmak ve dağıtmak,
- Vade ayarlaması yapmak,
- Miktar ayarlaması yapmak,
- Finansal danışmanlık hizmeti sunmak.

Bu sayılan fonksiyonlardan başka finansal kurumlar, fonların birikim sahiplerinden fon gereksinimi olanlara aktarılmasını sağlarken genel olarak ekonomiye de bazı olumlu katkılarda bulunurlar. Bunları da şöylece sıralamak mümkündür¹¹

- İddihar (Gömüleme) eğilimini azaltıcı etki,
- Potansiyel faiz oranlarını düşürücü etki,
- Yatırımları artırıcı etki,
- Para emisyonunun artış oranını azaltıcı etki.

1.2.2. Finansal Kurumların Türleri

Fonları kaynağından toplayarak yatırım alanlarına aktaran finansal kurumları değişik ölçütlere göre gruptandırmak mümkündür. Örneğin, daha önce belirtildiği gibi, dolaylı veya dolaysız finansman sürecinde faaliyet göstermeleri bakımından *finansal aracı kurumlar* ve *finansal pazarlama* kurumları ayrımı yapılabilir. Öte yandan faaliyetlerinin yoğunlaştığı piyasalar esas alınarak *para piyasası finansal kurumları* ve *sermaye piyasası finansal kurumları* gruptanmasına gidilebilir. Ancak, finansal kurumları,

¹⁰ Ross LEVINE, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV, 1997, s. 688-726.

¹¹ İlker PARASIZ, **Para Banka ve Finansal Kuruluşlar**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1992, s.54.

para yaratan finansal kurumlar ve para yaratmayan finansal kurumlar olarak gruplamak daha yaygındır. Türkiye'de Merkez Bankası'nın finansal kesimi sınıflandırması da bu esasa uymakta ve finansal kesim *bankacılık ve diğer finansal kuruluşlar* başlığı altında incelenmektedir. Burada finansal kurumlar, bu son ayrıma uyularak kısaca açıklanacaktır.

Para yaratan finansal kurumlar, fon talep ve arzının büyük bir kısmını karşılaştıran ve satın alma gücü oluşturan finansal kurumlardır. Merkez bankaları ve mevduat bankalarından oluşan bu parasal sistem araçları, küçük birikimlerin cepte, küpte saklanmasını ve ekonomi dışında kalmasını önleyerek birikimlerin artmasına ve kullanılabilir duruma gelmesine imkân sağlarlar. Ayrıca kaydi para yaratarak ekonomideki yatırılabılır fonları artırır. Bu kurumlar gerçek kişilere, firmalara, diğer finansal kurumlara, devlete ve dış dünyaya açtıkları kredinin büyük bir bölümünü kendi ürettikleri para (banka parası) ile karşılarlar. Gerçekten mevcut satın alma gücünün bir kısmı devlet darphanesinin baskı makineleriyle diğer bir kısmı ise mevduat bankalarının defterlerine düşülen kayıtlarla yaratılır.

Merkez bankası dolaşıma banknot çıkardığında, yeni satın alma gücünün bir kısmı, efektif para dolaşım devresinde kalır. Bir kısmı da bankalara mevduat olarak yatırılır. Mevduat bankaları, efektif para dolaşım devresinden ve merkez bankasındaki işlemlerden sağladıkları likidite girişlerini kullanarak yeni satın alma gücü üretirler. Ekonominin para ve kredi gereksinimini karşılayan ve bu işlevleriyle ekonomiye dinamizm katan bankalar diğer finansal kurumlara göre ayrı bir önem taşırlar.

Para yaratmayan finansal kurumlar, kendileri satın alma gücü yaratmaksızın, topladıkları fonları ödünç veren kurumlardır. Yatırım ve kalkınma bankaları, sigorta kurumları, kolektif yatırım kurumları (yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları), tasarruf kurumları ve ikincil piyasa aracı kurumları bu tür finansal kurumlardır. Bunlar gelişmiş ülkelerde 1950'lerden sonra hızla yaygınlaşmış ve önem kazanmışlardır.

2. Küreselleşme Olgusu¹²

Küreselleşme, yeni bin yılın moda söylemi. Günümüzde dünya üzerinde ekonomik, sosyal, siyasi ve kültürel alanlarda yaşanan birçok sorunun tek çözüm yolu olarak görüldüğü gibi, bu alanlarda yaşanan tüm sorunların kaynağı olarak da algılanmaktadır. Böyle bir kamplaşmanın ideolojik yaklaşımın bir sonucu olduğu açıktır.

Hemen her ideolojik yaklaşımda olduğu gibi bu konuda da bölünme ve kamplaşmayı kabaca, koşulsuz/tam küreselleşme taraftarları/karşıtları ve koşullu/kısmen kabul edenler/karşı çıkanlar olarak sınıflandırmak mümkündür. İlk gruba girenler küreselleşme olgusuna ideolojik açıdan yaklaşmakta ve toptan kabul veya reddetmektedirler. İkinci gruptakiler ise bu konuya nimet-külfet dengesi açısından bakmakta ve maksimum fayda/minimum maliyet noktasına odaklanmaktadır.

Çalışmanın kapsamı küreselleşme olgusunun iktisadi boyutuyla ilgili. Bu çerçevede uluslararası piyasaların giderek artan oranda bütünleşmesi anlamında küreselleşme, tarih boyunca inişli-çıkışlı bir seyir izlemiştir. Diğer bir ifade ile yaşadığımız çağ, bu açıdan zannettiğimiz gibi eşsiz olmayıp, mevcut eğilimler tersine çevrilemez değildir.

Tarihsel süreç içerisinde; 19.Yüzyılın ortalarından 1914 yılına kadar olan dönemde küreselleşme eğilimlerinin hız kazandığı, Birinci Dünya Savaşı'ndan 1970'lere kadar olan dönemde bu eğilimlerin tersine döndüğü ve 1970'lerden günümüze kadar olan dönemdeyse tekrar küreselleşme eğilimlerinin giderek artan oranda hız kazandığı gözlenmektedir.

Küreselleşmenin hız kazandığı dönemlerde; teknolojiye yaşanan gelişmeler ve piyasalardaki engellerin azaltılması ile birlikte uluslararası ticaretin artması, mal, hizmet ve sermaye piyasalarında fiyatların giderek birbirine yakınlaşması, bağımsız merkez bankacılığı ve etkin maliye politikaları izlenmesi konusunda gelişen kolektif bilinç

¹² Küreselleşmeye bir olgu (fenomen) olarak bakmaktayız. Ancak, günümüzde küreselleşmeyi teorileştiren ve bunu eksen alarak diğer alanlardaki gelişmeleri açıklamaya girişen yerli ve yabancı literatür dikkat çekmektedir. Söz konusu literatüre geniş ölçüde rengini veren husus, bir felsefenin söyleme yansıtılış biçimi olarak küreselleşmenin liberalizmi yedeğine aldığıdır. Adeta, "küreselleşme karşıtı bir liberal düşünümeyeceği gibi, liberalizme karşı olan bir küreselleşme taraftarı bulmak da imkânsızdır" önermesi oluş(turul)maktadır.

sayesinde küresel enflasyon oranının düşmesi gibi sonuçların ortaya çıktığı ileri sürülmektedir¹³.

Küreselleşme olgusunu toplumsal hayatın yeniden düzenlenmesini içeren bir siyasi/iktisadi önlemler reçetesi olarak gören felsefenin yaklaşımı açıktır: küreselleşme kendi nesnel yasalarına sahip, karşı konulamaz (karşı konulmaması gereken) ve kaçınılmaz bir süreçtir. Dolayısıyla tüm ülkelerin bu sihirli akımdan yararlanabilmesi için gerekli toplumsal/siyasi/iktisadi düzenlemeleri (yapısal reformları) başarması gerekmektedir. Küreselleşmenin nimetleri olan uluslararası sermaye ve dolayısıyla çağdaş teknoloji, ancak bu kararlılığı sergileyerek gerekli yapısal düzenlemeleri başarmış ülkelere nasip olacaktır¹⁴.

Ancak, yine bu dönemlerde ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla finansal krizlerin yaşanması, bu krizlerin süre, kapsam ve etki bakımından giderek ağırlaşması, krizden çıkmak için uluslararası mali kuruluşların önerdiği istikrar programlarının uygulanmasıyla önemli gelir kayıplarının görülmesi ve gelir dağılımının bozulması, fakirlik ve işsizliğin artması gibi sonuçların ortaya çıktığı da ileri sürülmektedir¹⁵.

Finansal kriz yaşayan ve IMF'nin istikrar programlarını uygulayan gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde geçici bir istikrar ile birlikte ekonomik küçülme ve/veya durgunluk görülmektedir. Bu ekonomilerin daha sonraki seyirleri göz önüne alındığında bir "dur-kalk" (stop and go) sürecine girdikleri dikkat çekmektedir. Başka bir ifade ile söz konusu ülkelerin hiçbirinde daha sonraki dönemlerde istenen büyüme ve istikrarın yakalanamadığı söylenebilir.

Küreselleşme konusunda yaşanan deneyimler teoride birtakım düzeltmeleri beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede; öncelikle makroekonomik istikrarın sağlanmasının, daha sonra da finansal liberalizasyon dahil olmak üzere diğer yapısal reformların belli bir sıra takip edilerek yapılmasının özellikle gelişmekte olan ülkeler için "olmazsa olmaz" (sine qua non) olduğu görülmüştür. Dolayısıyla genellikle finansal

¹³ Kenneth ROGOFF, "Globalization and Global Disinflation", **Economic Review**, Federal Reserve Bank of Kansas City, Volume 88, Number 4, 2003, s.45.

¹⁴ Erinç YELDAN, "Küreselleşmenin Ekonomik Boyutları ve Güvenlik Stratejilerine Etkileri", **Birinci Uluslararası Sempozyum Bildirileri "Küreselleşme ve Uluslararası Güvenlik"**, İstanbul 29-30 Mayıs 2003, Genelkurmay Askeri Tarih ve Stratejik Etüt Başkanlığı Yayınları, Ankara, 2003, s.6-7.

¹⁵ Joseph E. STIGLITZ, **Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, Plan B Yayınları, İstanbul, 2002, s.27-28; Alan RUGMAN, **Globalleşmenin Sonu**, MediaCat Kitapları, İstanbul, 2000, s.22.

liberalizasyon ile eş anlamlı olarak kullanılan küreselleşme ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik istikrar üzerindeki etkilerinin gelişmekte olan ülkeler açısından ele alınması yararlı olacaktır¹⁶.

2.1. Küreselleşme Kavramı ve Özellikleri

Küreselleşme olgusu, değişim anlamında üzerinde çoğunlukla fikir birliğine varılan bir konumdur. Yandaşlarının olduğu kadar karşıtlarının da bu olgunun varlığını kabul ettikleri görülmektedir. Gerçekten de günümüzde küreselleşme karşıtı olanlar, bir anlamda, dünyaya seslerini küreselleşme sayesinde duyurabilmektedirler¹⁷.

Tartışmalarda temel ayrılık noktası, küreselleşmenin faydaları ve maliyetlerinde toplanmaktadır. Bunun nedeni küreselleşmenin keyfiyeti ile ilgilidir. Başka bir ifade ile küreselleşmenin nasıl olduğu ve nasıl olması gerektiği noktalarında ayrışma yaşanmaktadır. Bu yüzden kavramın açıklığa kavuşturulması açısından kavrama ilişkin tanımları vermek ve çeşitli özelliklerini belirtmek gerekmektedir.

2.1.1. Kavram ve Tanım

Küreselleşme kavramının nasıl tanımlanacağı konusunda farklı yaklaşımlar olduğu bilinmektedir. Jenerik bir niteliğe sahip küreselleşme kavramının tanımına geçmeden önce etimolojik yapısını ele almak yararlı olacaktır.

Küreselleşme “küre” kelimesinden üretilmiştir. Arapça kökenli olan küre kelimesinin biri matematiksel olmak üzere iki sözlük anlamı bulunmaktadır. Bu anlamların matematikle ilgili olanı, bütün noktaları merkezden aynı uzaklıkta bulunan bir yüzeyle sınırlı cisim olarak verilmekteyken, diğeri yeryüzü ve dünya şeklinde

¹⁶ Michel CAMDESSUS, “Orderly Globalization, Not Deglobalization”, **New Perspectives Quarterly**, Winter 99, Vol.16, Issue1, s.37.

¹⁷ Günümüzde çok popüler olan Anti MAI ve ATTAC isimli organizasyonlar bu gruplara örnek verilebilir. İlki, Yatırımlar için Çok Tarafli Anlaşması (MAI)'na karşı çıkanlar, diğeri ise Fransa kökenli bir grup olan Sınır Aşan Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi Derneği (ATTAC) dir. Sivil toplum kuruluşu niteliğini taşıyan her iki grubun, Dünya Bankası, IMF, DTÖ, G-7 gibi uluslararası yapılanmaların yıllık toplantılarını ve zirvelerini protesto etmek amacıyla toplantıların yapıldığı şehirlerde ve tarihlerde geniş çaplı ve etkin gösteriler düzenlediği, faal durumda internet sitelerin bulunduğu ve yayınlarıyla amaçlarına hizmet ettikleri bilinmektedir. Türkiye’de bu gruplar kısaca “Küreselleşme Karşıtları” olarak anılmaktadır.

verilmektedir. Küreselleşme ise; dünya ölçüsünde yaygınlaşma, kabul görme, globalleşme anlamlarına gelmektedir¹⁸.

Küreselleşme kelimesinin İngilizce karşılığı "globalization/globalisation" olup, "globe" kökeninden türetilmiştir. Bu kelimenin anlamı da sözlükte; üzerinde dünya haritasının çizili olduğu bir küre, gezegenler veya diğer astronomik cisimler, küre şeklindeki nesne, hükümdarların egemenlik sembolü olarak kullandıkları altıntop olarak verilmektedir¹⁹.

Kelime anlamlarını böylece verdikten sonra küreselleşmenin çeşitli açılardan tanımına geçebiliriz. Çeşitli disiplin dallarına mensup kişiler küreselleşmeyi kendi bakış açılarından tanımlamışlardır. Bunlardan birkaçı aşağıda verilmektedir.

"Fikirlerin, insanların, malların, hizmetlerin ve sermayenin artan bir biçimde serbestçe hareketinin ekonomilerin ve toplumların bütünleşmesine yol açtığı süreç..."²⁰.

"Uluslararası terimi uluslar arasında cereyan eden faaliyetleri tanımlamaktadır. Çokuluslu kelimesi birden fazla ulusun aralarında yer alan işlemleri anlatmak için kullanılır. Küresel ifadesi ise, diğer iki terimden ayrı bir anlama sahip olacaksa, bütünleşmiş bir oluşumun içinde yer alan operasyonları işaret etmelidir. Küresel, farklı ulusların parçaları arasında sağlam bir bütünleşme ile uluslararasının ve çokuluslunun unsurlarını birleştirendir. Gerçek bir küresel hizmet, iç sınırları tanımaz, dünyanın her tarafında bulunur ve ulusal bakış açılarına pek itibar etmez. Ulus, varlığını devam ettirmesine rağmen, gündem dışına çıkar. Küreselleşmeye ve bütünleşmiş bir oluşuma ne kadar yaklaşırsak, coğrafyanın sonuna o denli yaklaşıyoruz."²¹

"Küreselleşme temelde ülkelerin ve dünya halklarının bütünleşmesidir, ulaşım ve iletişim maliyetlerini inanılmaz ölçüde azaltacağı için ortaya konmuştur; ayrıca

¹⁸ İsmail PARLATIR, Hamza ZÜLFİKAR, Nevzat GÖZAYDIN, (Haz.), **Okul Sözlüğü**, Türk Dil Kurumu Yayınları No:603, Sözlük Bilim ve Uygulama Kolu Yayınları No:2, Milliyet Yayınları, İstanbul, 1997, s.493.

¹⁹ William T. MCLEOD, Patrick HANKS, (Editors), **The New Collins Concise English Dictionary**, William Collins Sons & Co.Ltd., Glasgow, England, 1982, s.473; Robert AVERY, Serap BEZMEZ, Anna G. EDMONDS, Mehlika YAYLALI, (Haz.) **İngilizce-Türkçe Redhouse Sözlüğü**, Sev Yayınları, İstanbul, 2003, s.413.

²⁰ Eduardo ANINAT, "Surmounting The Challenges of Globalization", **Finance & Development**, March 2002, s.4.

²¹ Roy E. ALLEN, **Financial Crises and Recession in the Global Economy**, Edward Elgar Publishing Limited, England, 1999, s.12.

mallar, hizmetler, sermaye, bilgi ve (daha az ölçüde insanların sınırları aşmasının önündeki yapay engellerin kaldırılması demektir"²².

"Geniş bir ifade ile küreselleşme olgusunu dünya ekonomisini oluşturan sosyal ve iktisadi parçaların birbirleriyle ve giderek dünya piyasalarıyla eklemlenmesi olarak algılıyoruz. Ticaretin ve sermaye akımlarının serbestleştirilmesi küreselleşmenin en dar tanımıyla iktisadi olgularını sunmaktadır. Daha geniş bir bakış açısı ele alınırsa bu sürecin piyasa mantığını engelleyen her türlü kolektif yapının yok edilmesini gerektirdiği görülecektir"²³.

"Küreselleşme, doğrudan yabancı yatırım yapan çokuluslu girişimlerin faaliyetleri ve ulusal sınırların ötesinde değer yaratmak amacıyla iş ağlarının ortaya çıkmasıdır"²⁴.

2.1.2. Küreselleşmenin Özellikleri

Küreselleşmeyi kavramak için soğuk savaş sonundaki esaslı değişimleri içeren uluslararası politik ekonomiyi anlamak gerekmektedir. Küreselleşmenin en önemli gelişmeleri olarak üretimin yeniden tasarlanması, diğer ülkelerdeki teknolojik hamlelerin yeniden yorumlanması, aynı tür tüketim mallarının bütün dünyada kullanıma başlanması, finansal piyasaların yaygınlaşması, nüfusun güney ve doğudan batıya olduğu kadar, güneyin kendi içinde de yoğun bir hareketlilik göstermesi, sıkı komşuluk bağlarının yerini göçmenlerle mukimler arasındaki ihtilaflara terk etmesi ve demokrasi taleplerinin yaygınlık kazanması sayılabilmektedir²⁵.

Küreselleşme kavramıyla ifade edilen sürecin iki bileşeni bulunmaktadır. Bunlardan ilki, sermaye birikimi süreci ile ilgilidir. Burada esas olan sermaye dolaşımının serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesidir. Küreselleşmenin esas itici gücü budur ve son on yıl boyunca finansal piyasalar ufuklarını daha evvel hiç görülmemiş derecede genişletmişlerdir²⁶.

²² STIGLITZ, 2002, s.31.

²³ YELDAN, 2003, s.6.

²⁴ RUGMAN, 2000, s.22.

²⁵ James H. MITTELMAN, "The Dynamics of Globalization", **Globalization:Critical Reflections**, Ed:James H. Mittelman, Lynne Rienner Publishers, London, 1997, s.2.

²⁶ Alan FREEMAN, "Dünyanın Sonunun Sonu mu?", Çev:Sungur Savran, **İktisat Dergisi**, Sayı:385, Aralık 1998, s.56.

Bu dönem büyük ölçüde;

- 1970'li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte gelişen serbest değişken kur sisteminden,
- 1980'li yıllarda zirvesini yakalamış olan liberalleşme döneminde hükümetlerin finansal liberalizasyona da imkân tanımalarından,
- Bazı daha büyük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizliklerden ve
- Üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça istekli olmalarından etkilenmiştir²⁷.

Küreselleşme sürecinin ikinci bileşeni ise teknolojik ilerlemelerle ilgilidir. Burada da bilgisayarların yaygınlaşmasından, haberleşme ve bilgi işlem teknolojisinin hızlanmasından ve büyük oranda ucuzlamasından söz edilmektedir²⁸. Hayatın hiçbir alanı bu gelişmelerin dışında kalamamıştır. Para, mal ve diğer faktörlerin akışkanlığı kullanımdaki farklı haberleşme teknolojileri ile büyük bir hız kazanmıştır. Fiber optik ve uydu teknolojilerinin nerede ise devrimci gelişmeleri, süper bir bilgi otobanı oluşturarak bütün dünyayı eskisinden daha yakın ve daha etkilenebilir hale getirmiştir²⁹. Teknolojik gelişme ile ilgili bu ikinci bileşen, sermaye birikimi ile ilgili birinci bileşeni de destekler mahiyettedir.

1990'lı yılların hemen başında ABD'de tahvil piyasasının yabancılara açılmasını sağlayan "SEC 144 A Yasası", aynı yıllarda Japonya finansal piyasalarına yabancılara girme serbestliğini sınırlandıran 65 sayılı yasanın yürürlükten kaldırılması ve AB ülkelerinin tüm sınırları kaldırma girişimlerinin finansal piyasaları da kapsıyor olması, küreselleşme olgusuna hız katmıştır³⁰. Teknolojik devrimle el ele gelişen, sermayenin yeni coğrafyaları hızla etki alanına almasıyla ilerleyen bu sürecin, kapitalizmin 1870–1911 yılları arasındaki hızlı yayılma ve gelişme dönemine benzediği de görülmektedir³¹.

²⁷ Barrie AXFORD, **The Global System**, New York, St. Martin's Pres, 1995, s.108.

²⁸ Yüksel AKKAYA, "Globalleşme: Neo-Korporatizmin Sonu mu?", **Prof.Dr. Metin Kutsal'a Armağan**, Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası Yayınları, 1998, s.429.

²⁹ AXFORD, 1995, s.110.

³⁰ İlker PARASIZ, **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1995, s.147.

³¹ AKKAYA, 1998, s.430.

Küreselleşme süreci finansal piyasalarla ilgili bir takım zorlukları da beraberinde getirmektedir. Öncelikle küresel finansal sistemdeki gelişmeler ikili bir yapı ortaya çıkarmıştır; bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise para ticareti ile uğraşan vurguncuların bulunduğu “kumarhane dünyası” yer almaktadır³².

Çünkü küreselleşme ile birlikte bütün dünyada finansal sektör, sanayinin, getirimciler de yatırımcıların önüne geçmiştir. Gelir paylaşımında da sermayenin emeğe baskınlığı artmış ve kar payları yükselmiştir³³. Bu durum uluslararası adalet ve eşitlik duygularını zedeler hale gelmiştir. Ayrıca reel ekonomiye katkısı olmayan ve sadece getirim gözleyen sermayenin kriz oluşturan türden bir gelişmeye yol açması da mümkündür. Küreselleşmenin finansal piyasalarda meydana getirdiği bu değişikliklerin göz ardı edilmesi de mümkün değildir.

2.2. Küreselleşmenin Yakın Tarihi

Daha önce de belirtildiği gibi dünya tarihinin son 150 yıllık döneminde küreselleşme eğilimlerinin iki ayrı dönem boyunca ivme kazandığı görülmektedir. Bunlardan ilki 1870–1914 dönemini (Victorian Golden Age)³⁴ kapsamaktadır. İkincisi ise 1970’den başlayıp günümüze kadar gelmektedir.

1870-1914 Dönemi: 1870-1914 arasını kapsayan dönemde finansal piyasaların bütünleşmesinin günümüze göre daha kuvvetli ve yaygın olduğu görülmektedir. Uluslararası para sistemi olarak Altın Standardı finansal piyasaların güçlü bir şekilde bütünleşmesini sağlamış, önünde geçerlilik sorunu veya kambiyo kontrolü olmayan sermaye sınırlar arasında dolaşır hale gelmiş, çeşitli ülkelerin farklı para birimleri üzerinden düzenlenmiş kamu kâğıtlarının faiz oranları hemen hemen bir düzeyde birleşmiştir. Bu ortamda, orijin ülkelerin artan gelirleriyle orantılı olarak tırmanışa geçen uluslararası sermaye hareketleri sonra gelen dönemlerde asla görülmeyen düzeylere ulaşmıştır. Emek ve mal piyasaları ile sermaye piyasaları etkileşimli bir şekilde yekdiğerinin bütünleşmesini takviye etmiş, uluslararası göç hareketleri yüksek düzeylere ulaşmış ve ticaretin büyümesi gelirlerin büyümesini geride bırakmıştır.

³² AXFORD, 1995, s.108.

³³ Harun BAL, "Güneydoğu Asya Ülkeleri, Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler", **Ekonomi Başak Dergisi**, Yıl:22, Sayı:101, Eylül/Ekim 1998, s.99.

³⁴ Michael D. BORDO, "An Historical Perspective on the East Asian Crises", **Tigers in Distress: The Political Economy of The East Asian Crisis**, Columbia University, 1999, s.1.

Sermaye piyasalarının bütünleşmesinde altın çağ olarak isimlendirilen bu döneme baktığımızda, Batı Avrupa'nın çekirdeğini oluşturan İngiltere, Fransa, Almanya, Hollanda ve Belçika'nın net sermaye ihraç eden ülkeler, yeni yerleşime açılan ve denizaşırı topraklar olan Kuzey-Güney Amerika, Avustralya ve Güneydoğu Asya ülkelerinin net sermaye ithal eden konumda olduklarını görmekteyiz. Örneğin bu dönemin zirve noktasında İngiltere'den ihraç edilen sermaye ülke GSMH'sinin %9'u gibi bir rakama ulaşmıştır ve bu düzey Fransa, Almanya ve Hollanda için de hemen hemen aynıdır. Böyle bir ortamda özel sermaye herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın serbestçe yer değiştirebilmekte, genellikle demiryolu ve diğer altyapı yatırımlarının finansman bonoları ile uzun vadeli kamu borç senetlerine akmaktaydı.

Bu döneme ilişkin dikkat çekici bir başka nokta, İngiltere'nin en büyük sermaye ihraç eden, Kanada'nın en büyük sermaye ithal eden, Amerika Birleşik Devletleri'nin ise en büyük "yükselen piyasa" (emerging market) pozisyonunda olmalarıdır. 1880–1992 dönemindeki verilere göre, 1914 öncesi dönemde Avustralya, Kanada, Arjantin ve Baltık ülkelerindeki cari açıkların, İngiltere ve Fransa'daki cari fazlaların hacmi ve devamlılığı söz konusudur³⁵.

Birinci küreselleşme döneminde ortaya çıkan yoğun ve yaygın sermaye hareketleri hiç kuşkusuz reel ekonomideki gelişmelerin ekonomik büyüme oranlarında meydana getirdiği artışlarla ilişkilidir. Dokuma tezgâhlarındaki baş döndürücü teknolojik gelişmeler 1730'lardan başlamış, bunu 1820'lerde demiryolları ve 1840'larda buhar gücüne dayalı okyanus ötesi gemi taşımacılığı izlemiştir.

Söz konusu yıllarda işgücünün kompozisyonu süratle nitelik değiştirmiş ve örneğin İngiltere'de sanayi sektöründe çalışan işgücünün oranı 1800'lerin başında %30'a, 1840'ta %47'ye, 1870'de de %49'a ulaşmıştır. Benzer bir gelişme büyüme rakamlarında da gözlenmektedir. 1800'lerin başına kadar neredeyse sabit olan ve ancak geçimlik (subsistence) düzeyde bir gelir sağlayan büyüme oranları 19. yüzyıl boyunca ivmeler göstermiş ve %2'lik seviyelerinden 20. yüzyılın ikinci yarısında %3'ün üzerine taşmıştır. Bu dönem Altın Standardının yerine ikame olunan Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların başında yıkılmasıyla sona ermiştir.

³⁵ Paul BAIROCH & Richard KOZUL-WRIGHT, Globalization Myths: Some Reflections on Integration, Industrialization, and Growth in the World Economy, UNCTAD Discussion Paper No:113, March 1996, s.2.

1970 Sonrası Dönem: Küreselleşme 70'li yılların başından itibaren tekrar ivme kazanarak yükselişe geçmiştir. Bir yandan makineleşmenin sağladığı endüstriyel üretim artışının, diğer yandan enformasyon ve iletişim teknolojisinde kaydedilen inanılmaz gelişmelerin ticaret ve finans alanlarına aktarılmasıyla finansal küreselleşme çarpıcı bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede 1970'li yıllardan itibaren uluslararası banka etkinliklerinde büyük değişiklikler gerçekleşmiştir. OPEC ülkelerinin 1973 yılında petrol fiyatlarını arttırmaları ile ulus ötesi bankalar daha önceki yıllarda görülmeyen oranda büyük bir sermaye akışına sahne olmuşlardır. Petrol fiyatlarının artması ile petrol ihraç eden ülkelerde fazlalar oluşmuş, petrol ithal eden ülkeler ise banka fonlarına daha bağlı hale gelmişlerdir. Bunun sonucunda 1976–1980 yılları arasında uluslararası bankaların varlıkları %95 oranında büyümüştür. Bu süreçte kıyı bankacılığı banka sistemi ile Euro-Dolar piyasaları uluslararası mali sistemin önemli unsurları haline gelmişlerdir. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler, para hareketlerine, ilgili ülkelerin kısıtlama ve düzenlemelerine uğramadan kullanabilecekleri büyük bir alan sunmuştur. Bu ise ulus ötesi bankaların büyüyen gücü ile Bretton Woods'un içerdiği sistemin çözülüşünü göstermektedir³⁶.

3. Uluslararası Sermaye Hareketleri

İkinci Dünya Savaşı ertesinde toplanan Bretton Woods konferansında adeta özenle çizilen dünya ekonomisi şablonu ve bu bağlamda tasarlanan uluslararası sermaye hareketleri 1970'li yıllarda yaşanan ekonomik krizi taşıyamayarak çökünce, dünya ekonomisinin yanısıra uluslararası sermaye hareketlerinin de boyutları, kaynakları ve türleri köklü değişimlere uğradı. Dünya ekonomisi küreselleşme sürecinde üretim alanlarının ve pazarlarının eklemlenmesi ile farklı bir yönde gelişim gösterdi. Küreselleşmenin en önemli yansıması finansal piyasalarda ortaya çıktı. Teknolojik gelişmenin de katkısıyla hızla bütünleşen finans piyasaları, uluslararası sermaye hareketlerinin kaynak ve kanallarının yanısıra hacmini de değiştirdi.

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödemeler bilânçosu finansmanı dışında arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da, kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına (emerging markets)

³⁶ Saskaia SASSEN, *The Global City*, New Jersey, Princeton University Press, 1991, s.66.

yönelmesine neden oldu. Tablo 1 uluslararası sermaye hareketlerinin boyutlarını, kaynaklarını ve türlerini vermektedir.

Tablo 1: Küresel Sermaye Hareketleri 1992-2003 (Milyar Dolar)

Yıllar	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar	Toplam Sermaye Akımı
1992	92,7	170,0	145,9	408,6
1993	144,4	279,4	311,4	735,2
1994	163,4	361,3	135,3	660,0
1995	210,9	425,4	508,3	1.144,6
1996	271,2	585,9	507,0	1.364,1
1997	341,0	550,4	737,8	1.629,2
1998	458,1	336,6	114,2	908,9
1999	833,4	1.007,0	120,8	1.961,2
2000	1.128,6	1.113,4	1.038,9	3.280,9
2001	649,7	904,7	708,0	2.262,4
2002	469,8	782,1	495,1	1.747,0
2003	414,2	1.232,0	1.008,8	2.655,0

Kaynak: Global Financial Stability Report, IMF, 2003, 2004.

Açıklama: Tabloda yer alan rakamlar ABD, Kanada, Japonya, İngiltere, Euro Bölgesi ile Yükselen Piyasalar ve Gelişmekte Olan Ülkeleri kapsamaktadır. Euro Bölgesi rakamları 1999 yılından itibaren dahil edilmiştir. Diğer Yatırımlar kalemi, banka kredilerini ve mevduatları kapsamaktadır.

Tablodaki rakamların da ortaya koyduğu gibi, dünya ölçeğindeki sermaye hareketleri 1997 yılındaki Asya Krizine kadar hızlı bir biçimde artmış, 1998 yılında keskin bir düşüş göstermiştir. Ele alınan dönem itibariyle 1999 ve 2000 yıllarında devasa boyutlarda artan sermaye hareketleri düşme eğilimine girerek 2001 ve 2002 yıllarında önemli oranda düşmüştür. 2003 yılından itibaren sermaye hareketlerinin toparlanma eğilimine girdiği görülmektedir. Öte yandan uluslararası sermaye piyasalarında bir günde el değiştiren döviz tutarı ise günümüz itibariyle 2 trilyon doların üzerindedir. Bu miktar, dünya mal ve hizmet ticareti ile karşılaştırıldığında, ulaşılan mal ve hizmet ticaretinin yaklaşık 50 katı tutarındadır³⁷.

³⁷ Zekeriya YILDIRIM, "Türkiye Dünyanın Neresinde?", **Açık Oturum, İktisat Dergisi**, Sayı:380, s.136.

3.1. Tanımı ve Kapsamı

Uluslararası sermaye akımı bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır³⁸.

Ödemeler Dengesinin genel eşitlik prensibi içinde Cari İşlemler Fazlası = Sermaye Çıkışı + Rezervlerde Artış olarak tanımlanmaktadır. Net sermaye ihraç eden ülke rezervleri azalmaya başlayana kadar sermaye ithal eden ülkeye mal ve hizmet ihracında bulunmak zorundadır. Bu finansal sermaye akımını doğuran reel sermaye (mal ve hizmet) akımıdır.

Bu reel-sermaye akımı milli gelir hesabına ticaret fazlası (X-M) olarak girmektedir.

$$Y = C + I + G + (X-M)$$

Ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlik bir ülkeden diğer ülkeye reel kaynakların aktarımı ile finanse edilmektedir. Net uluslararası sermaye akımı da ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir.

Finansal piyasalar uluslararası sermaye akımının en önemli araçlarıdır. Tasarruf sahipleri fonlarını tasarruf açıkları olanlara finansal piyasalar aracılığı ile yönlendirmektedir. Böylece tasarruf sahiplerinin elindeki fonlar yatırımlara etkin şekilde yönlendirilerek yatırımların verimliliği artmaktadır. Tasarruf sahibi de daha yüksek bir getiri sağlamaktadır. Finansal piyasaların bu fonksiyonu ekonomik üniteler arasındaki net fon akımının yükselmesini sağlamaktadır³⁹.

Uluslararası sermaye akımı ekonomik etkinliğin iyileştirilmesinde potansiyel olarak önemli bir rol oynarken, bu ancak tasarruf sahiplerinin tercihlerinin finansal piyasalar tarafından doğru değerlendirilmesi ile mümkün olabilmektedir. Bir başka deyişle, fonların verimli ve etkin yatırımlara yönelmesi finansal piyasaların etkin çalışması ile mümkün olabilmektedir.

Finansal piyasalar bu fonksiyonlarını gerçekleştirirken, çok sayıda finansal kurum borçlanarak fon dağıtmaktadır. Ayrıca bireysel ve kurumsal yatırımcılar portföy

³⁸ IMF Occasional Papers No.77, Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows, Washington DC, March 1991, ss.19-21.

³⁹ IMF Occasional Papers No.77, ss.24-26.

yatırımları yapmaktadır. Ülkelerarası sermaye akımı bu portföylerin risk dağıtımı ve likiditesi için önem taşımaktadır.

Uluslararası sermaye akımı son 20 yıldır yatırımcıların (özellikle uluslararası kurumsal yatırımcılar) portföylerini uluslararası alanda dağıtmalarından dolayı artmıştır. Buna iletişim teknolojisindeki gelişmeler destek olurken, yatırımcılar birçok ülkedeki geniş çaplı yatırım araçlarına yönelerek küresel portföylerindeki riski daha etkin yönetebilmektedirler.

3.2. Gelişimi ve Boyutları

19. yüzyılın sonunda portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar ABD'den kaynaklanmaya başlamış ve ABD'den Avrupa'ya yönelik sermaye akımı hızlanmıştır. Yirminci yüzyıl itibariyle ilk büyük uluslararası borçlanma 1914 yılında, borçlanıcı ülkelerin hükümetleri ve demiryolu kuruluşları tarafından büyük ölçüde İngiltere ve küçük miktarda Fransa ve Almanya mali piyasalarında yapılmıştır. Bununla beraber 1929 Büyük Ekonomik Buhranı ile uluslararası sermaye akımı kesilmiş ve 1930'lu yıllardaki kur ayarlamaları ve siyasi belirsizlikler ile sermaye akımı "sıcak para" olarak adlandırılan kısa vadeli fon akımına dönüşmüştür⁴⁰.

İkinci Dünya Savaşı sonrası Dünya Bankası savaşta yenilen ülkelere ve gelişmekte olan ülkelere fon akımı sağlayarak ortadan kalkan özel uluslararası sermaye piyasalarını yeniden oluşturmayı planlamıştır. Bu girişimlerin sonucu 1950'li yıllarda doğrudan yatırımlar tekrar canlanmaya başlamış, uluslararası piyasalar oluşmaya başlamıştır. Ancak yakın zamana kadar fon akımı değişken faizli banka kredileri şeklinde gerçekleşmiştir. Bu fon akımları büyük ölçüde "offshore " ve "euro piyasalar" da oluşmaktadır.

Uluslararası sermaye hareketleri 1970'li yılların başında itibaren son derece önem kazanmaya başlamıştır. 1970'li yıllardan sonra sermaye akımının gelişimi önemli dört evreden oluşmaktadır⁴¹.

İlk evrede, gelişmiş ülkeler arasında net sermaye hareketleri önemli ölçüde genişlemiştir. Bu artışa kurumsal yatırımcıların ve yabancı finansal kuruluşların önemli yerel finansal piyasalardaki yatırımları yol açmıştır. Bu akım aynı dönemdeki uluslararası ticaret akımından çok daha geniş ölçülerde gerçekleşmiştir.

⁴⁰ IMF Occasional Papers No.77, ss.12-14.

⁴¹ IMF Occasional Papers No.77, ss.16-24.

İkinci evre, gelişmiş ülkelerde sermaye kontrollerinin yumuşatıldığı ve finansal piyasalarda liberalizasyon uygulamalarının arttığı evredir. Bu dönemde uluslararası sermaye piyasaları arasında bütünleşme hızlanmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye piyasaları arasındaki bütünleşmenin derecesi piyasalara yönelik sermaye akımı büyüklüklerinden çok, çeşitli piyasalardaki farklı finansal enstrümanların getirilerindeki farklılaşma ile ölçülmektedir.

Üçüncü evre ise, gelişmiş ülkelerin cari işlemler ve kamu açıklarını kapamaya yönelik sermaye akımının geliştiği dönemdir ki, bunun finansman kaynağını resmi sermaye akımlarından çok özel akımlar karşılamakta, ayrıca özel sermaye akımı içinde ticaret bankalarının yerini menkul kıymet ihraçları almaktadır. Bu evrede özel sermaye akımlarının %75'i, ABD cari işlemlerinin 1983–1987 yılları arasındaki açıklarının finansmanına yönelmiştir.

Dördüncü evrede ise, 1980'li yılların sonundan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik özel ve resmi sermaye akımının başladığı görülmektedir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde finansal liberalizasyon uygulamalarının hayata geçirildiği, bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasaları ile bütünleştiği ve bu ülkelere yoğun sermaye akımının olduğu görülmektedir.

3.3. Nedenleri

Sermaye akımlarının nedenleri tanımlanırken sermaye akımının değişik tipleri bakımından, özellikle doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımları arasında bir ayırım yapmak zorunludur⁴².

Doğrudan sermaye yatırımları, girişimcilerin kendi ülkeleri dışında başka ülkelere üretim ve hizmet sunma amacı ile demirbaş, makine parkı, know-how, patent, ticari marka, teknoloji ve organizasyon göndermesidir⁴³.

İkinci Dünya Savaşı öncesinde uluslararası sermaye akımlarının nedenleri sermayenin yurtiçi ve yurtdışı getirileri arasındaki fark ile açıklanırken, savaş sonrasında sermaye hareketleri ödemeler dengesi teorilerinin bir parçası olarak açıklanmaktadır. Buna göre iki ülkede farklı faiz oranları sermaye akımı hareketi

⁴² IMF Occasional Papers No.77, ss.31-36.

⁴³ Sadi UZUNOĞLU, Kerem ALKİN, Can Fuat GÜRLESEL, Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, İMKB Yayın No.6, 1995, s.35.

sonucunu vermektedir. Bu teori Fleming-Mundell Modeli ya da Sermaye Akımı Teorisi olarak bilinmektedir⁴⁴.

1950'lerde geliştirilen Markowitz-Tobin Modeli ya da Portföy Teorisi ise Sermaye Akımı Teorisi ile pek çakışmamaktadır. Portföy Teorisi'ne göre yatırımcılar beklenen getiri ve alınacak riske bağlı olarak değişik aktiflerden azami faydayı sağlamayı isterler. Portföy Teorisi'ne göre yatırımcılar değişik ülkelerdeki yatırım araçlarının getirilerini ülke paralarında beklenen değer değişimini de göz önünde tutarak karşılaştırmakta ve yatırım yapmaktadırlar. Böyle bir tutum sermaye akımına yol açmakta, sermaye akımlarının bu davranış kalıbına göre açıklanmasına ise Portföy Teorisi olarak isim verilmektedir⁴⁵.

Sermaye akımlarının özelliği sürekli olmasıdır. Yatırımcılar, toplam portföy değerlerini yeni tasarrufları nedeniyle arttırmakta, bu da ilave sermaye akımına yol açmaktadır. Ülkelerin ilave borçlanmaları ve döviz kontrollerindeki serbesti de yeni akımlara yol açmaktadır.

Uluslararası sermaye akımının özellikle son 10 yıl içinde gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akımı ise mevcut uluslararası sermaye akımı tanımlarını, nedenlerini ve tartışmalarını zenginleştirmektedir. Sermaye akımı yeni ekonomik düzen içinde, merkez sermayesinin çevre ülkelere yönelmesi şeklinde gelişmektedir.

Buna göre gelişmiş sanayi ülkeleri veya kapitalist sistemin en canlı olduğu ülkelerin yer aldığı merkez'de düşen kâr hadleri, sermayeyi ister portföy akımı, ister makine donanım biçiminde olsun dünyada kâr hadlerinin daha yüksek olduğu alanları aramaya itmektedir. Merkez'de durgunluk, ekonomi teorisinde "azalan kâr haddi kanunu" olarak bilinen iktisadi gelişmeden kaynaklanmakta, yatırımların miktarı arttıkça kâr haddi azalmakta, bu da büyümeyi ve sermaye birikimini sınırlamaktadır⁴⁶.

Nitekim 1970'li yılların başında petrol krizi ve 1980'li yılların başında gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan "borç krizi" ile sarsılan gelişmiş ülkelerin sermayesi, 1980'li yılların başından itibaren kendi finansal piyasalarını ve sermaye hareketlerini serbestleştirirken, gelişmekte olan ülkelerin aynı süreç içine girmesinde etkili olmuştur. 1980'li yılların ortasından itibaren birçok gelişmekte olan ülke, finansal piyasalarını

⁴⁴ IMF Occasional Papers No.77, ss.41-44.

⁴⁵ IMF Occasional Papers No.77, ss.45-46.

⁴⁶ Gülten KAZGAN, **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**, Birinci Baskı, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, Ağustos 1994, s.81.

serbestleştirmek için önemli adımlar atmış, sermaye akımlarına serbesti getirmiştir⁴⁷. Böylece uluslararası sermaye, gelişmiş ülkelerdeki kâr hadlerini aşabilme, daha yüksek getiriler bulma ve riskleri dağıtabilmek için gerekli alt yapıyı küreselleşme ve uluslararası bütünleşme çerçevesi içinde gerçekleştirmiştir. Uluslararası sermaye akımının bu boyutta gelişmekte olan ülkelere akımı ise, gelişmekte olan ülkelerin önemli sorunlar barındıran makroekonomik yapısını olumsuz yönde ve önemli ölçüde etkilemektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin nedenleri konusunda yukarıda verilen açıklamaların dışında bir başka yaklaşım, sermaye girişini belirleyen faktörlerin görece önemi üzerinedir. Başka bir ifade ile sermaye girişinin belirlenmesinde dış dünya koşullarının mı (dışsal faktörler), yoksa giriş yapılan ekonominin yapısının mı (içsel faktörler) önemli olduğu tartışma konusudur⁴⁸.

Bu yaklaşım çerçevesinde dışsal faktörler şöyle sıralanmaktadır:

- Uluslararası portföy dağıtılması yoluyla, gelişmiş ülkelerdeki yatırımcıların kazançlarının artması bu ülkelerdeki sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olabilmektedir.
- Sermayenin gelişmekte olan ülkelere girişini belirleyen bir diğer neden, gelişmiş ülkelerdeki ekonomik faaliyetlerde yaşanan düşüş sonucu kârlılığın iç piyasalarda azalması ve düşük faiz oranlarıdır. Özellikle 1980'lerin sonlarında ABD'de durgunluğun etkisiyle düşen faiz oranları nedeniyle, sermaye Latin Amerika ülkelerine yönelmiştir. ABD'deki durgunluk nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret hadlerinin bozulmasına neden olmuş ve cari işlemler açıklarını arttırmıştır. Artan cari işlemler açığı, aksi bir politika uygulanmadığı sürece (kur ayarlaması gibi), sermaye girişlerinin artmasına neden olacaktır. Ancak, dış ticaret hadlerindeki bozulma 1990'ların başında Latin Amerika ülkelerindeki büyük çaplı sermaye girişini açıklamakta yetersiz kalmaktadır.

⁴⁷ KAZGAN, 1994, s.82.

⁴⁸ Yasemin Türker KAYA, Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi:Türkiye Örneği, DPT, Yayın No:2487, 1998, s.27.

- Bölgesel ticaret antlaşmaları sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere girişini belirleyen bir diğer nedendir. Örneğin, 1992'de imzalanan Kuzey Amerika Serbest Dış Ticaret Antlaşması (NAFTA), Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerini olumlu etkilemiştir.
- Gelişmiş ülkelerdeki finansal liberalizasyon, bu ülkelerdeki sermaye piyasalarını gelişmekte olan ülkelere açmıştır. Gelişmiş ülkelerdeki kurum ve kurallara ilişkin değişiklikler ise sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olabilmektedir.
- Ulaşım ve haberleşme teknolojilerindeki yeniliklerin getirdiği maliyet düşüşleri, sermayenin uluslararası hareket kabiliyetini arttırmıştır.
- Sermaye hareketlerin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin bir diğer nedeni de popülerite dışsallıklarıdır (reputational externalities)⁴⁹. 1990'ların başında özellikle Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye hareketlerinin, makro göstergelerinde iyileşme sağlamış ülkeler (Meksika, Şili gibi) yanında, Brezilya gibi makro göstergelerinde düzelme sağlamamış ülkelere de yönelmesi bu dışsallıkla açıklanmaktadır. Bölgesel olarak sermaye girişlerinin Latin Amerika'ya yönelmesi, tüm ülkelerin bu girişten faydalanmasını sağlamıştır. Ayrıca, Latin Amerika'da finansal liberalizasyonda başarılı olan ülkeler, diğer bölge ülkelerinin bu alandaki motivasyonunu arttırmıştır.

Sermaye girişinin yaşandığı ekonominin yapısından kaynaklanan içsel faktörler ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmaları ve finansal liberalizasyona gitmeleri, uluslararası sermayenin bu ülkelere girişini belirlemektedir.

⁴⁹ Sermaye hareketlerinin dünya ölçüsünde akışkanlık kazanması ve finansal piyasaların belli merkezlerin dışına yayılıp çok merkezli hale gelmesi sonucunda ortaya çıkan bir diğer etki de pozitif dışsallık olarak adlandırılmaktadır. Sermayenin bir ülkeye girdikten sonra mekân olarak yakın ülkelere yayılmasını ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Latin Amerika ve Güney Doğu Asya en belirgin örnekleridir.

- Gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik göstergelerindeki iyileşmeler (kamu açıklarının azalması, büyüme oranlarının artması, enflasyon oranlarında düşüş sağlanması gibi) sermayenin bu ülkelere yönelmesine neden olmaktadır.
- Gelişmekte olan ülkelerin ihracat performansları uluslararası piyasalardaki güvenilirliklerini artırmış, bunun sonucu bu ülkelere sermaye girişi yaşanmıştır.

Eğer sermaye hareketlerinde içsel faktörler daha önemliyse sermaye girişi uluslararası ekonomik koşullardaki olumsuz değişmelere rağmen devam edebilir. Yok, eğer dışsal faktörler daha önemliyse uluslararası değişiklikler sermaye girişinde temel belirleyici olmaktadır⁵⁰.

Sermaye hareketlerinin nedenlerine yapılan uygulamalar açısından bakıldığında; gelişmekte olan ülkelerin 1980'li yıllardaki yapısal dönüşüm sürecinin sonucu olarak dışa açık ekonomi modelini benimsemeleri ve finansal liberalizasyon uygulamalarına geçmeleri gibi nedenlerle kısa vadeci, kârını en üst düzeye çıkarmayı hedefleyen uluslararası sermaye için cazibe alanları oluşturması, gelişmiş ülkelerde uygulanan faiz indirimi politikaları gibi nedenleri saymak mümkündür.

3.4. Kanalları

Dünya ekonomisindeki küreselleşme sürecinin ve özellikle finansal piyasaların bütünleşmesinin önemli sonuçlarından birisi de uluslararası sermaye akımlarının kaynaklarının ve kanallarının değişmiş olmasıdır. Bretton Woods sisteminde uluslararası sermaye akımları büyük ölçüde resmi borçlanmadan kaynaklanan ve bu kanaldan, genellikle plan, proje ya da dengesizliklerinin finansmanına yönlendirilen hareketlerdir. Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerin uluslararası mali piyasalara girişi ya imkansız ya da çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Küreselleşme sürecinde önce finansal sistemlerin liberasyonu ardından da ulusal finans piyasalarının bütünleşmesi sermaye hareketlerinin resmi kanallardan piyasalara taşınmasına yol açmıştır. Bu koşullarda bir yandan uluslararası sermaye akımlarının ulusal ekonomilerin makro dengesizlikleriyle bağlantısı zayıflamış, bir yandan da özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara girebilme imkanları genişlerken, oluşan yeni piyasalar nedeniyle bu kanaldan akan sermaye hacmi büyümüştür.

⁵⁰ KAYA, 1998, s.29.

Tablo 2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları (Milyar Dolar)

Yıllar	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Diğer Yatırımlar	Toplam Sermaye Akımı
1992	48,7	51,7	78,0	178,4
1993	70,0	94,7	40,2	204,9
1994	96,0	93,8	10,1	199,9
1995	122,1	78,0	138,3	338,4
1996	144,0	165,7	96,6	406,3
1997	187,2	155,1	173,3	515,6
1998	184,9	50,4	-99,2	136,1
1999	207,9	125,1	-66,8	266,2
2000	206,2	92,6	7,5	306,3
2001	219,3	5,6	-34,5	190,4
2002	170,2	-1,6	25,3	193,9
2003	183,1	71,8	120,5	375,4

Kaynak: Global Financial Stability Report, IMF, 2003, 2004.

Açıklama: Diğer Yatırımlar kalemi, banka kredilerini ve mevduatları kapsamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermayenin 1990'lı yıllarda hacim olarak genişlemesinin yanısıra resmi kanallardan özel piyasa kanallarına taşınmış olması da bu dönemde sermaye hareketlerinin gösterdiği en önemli değişimdir⁵¹.

Tablo 2 gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının 1990 sonrasındaki büyüklüklerini sunmaktadır. Bu dönemde toplam sermaye akımının hacmi hızla büyüyerek 1992'da 178,4 milyar dolar düzeyinden 1997 yılında 515,6 milyar dolara yükselmiştir. 1997 Asya Krizinden sonra hızla düşen sermaye akımlarındaki yükselme 1999 ve 2000 yıllarında devam ederek 306,3 milyar dolara ulaşmıştır. 2001 yılındaki keskin düşüşten sonra tekrar toparlanma eğilimine giren sermaye akımları 2003 yılı itibarıyla 375,4 milyar dolarlık bir düzeyde gerçekleşmiştir. IMF yayınlarındaki tahminlere göre 2004 yılı rakamı 550 milyar dolar civarında olacaktır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin 90'lı yıllar ve sonrasında ağırlığını, 80'li yıllardaki devletler arası borç verme şeklindeki resmi kanallar yerine özel bankaların oluşturduğu kanallara kaydırmış olması kuşkusuz küreselleşme sürecinin ürettiği bir sonuçtur. Bu süreçte uluslararası mali piyasaların gelişmekte olan ülkeleri ve özellikle yeni piyasaları da kavrayacak biçimde bütünleşmiş olması sermaye akımlarının rolünü ve ağırlığını arttırmıştır.

⁵¹ Taner BERKSOY & Burak SALTOĞLU, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İTO Yayın No:1998-58, İstanbul, 1998, s.18.

3.5. Türleri

Uluslararası sermaye akımları IMF tarafından resmi akımlar ve özel akımlar olarak iki ana grup altında incelenmektedir. Resmi akımlar genellikle devletler ve uluslararası kuruluşlardan kaynaklanmakta olup, borç veya yardım niteliğini haizdir. Bu tür borçların vadesi genellikle uzun, faiz oranı düşüktür. Veriliş nedenleri alan ülkenin ödemeler dengesi sorunlarına yardımcı olmak veya kalkınmanın finansmanına katkıda bulunmaktır. İki taraflı veya çok taraflı olabilmektedirler. 1980'li yılların sonuna kadar gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları içinde bu türün ağırlığını koruduğu görülmektedir. 1990'lı yıllarda ise özel sermaye akımları toplam sermaye hareketleri içindeki nispi payını arttırmıştır.

Özel sermaye akımları, kendi içinde farklı borçlanma kaynakları ve kanallarına karşılık gelen bir sınıflamaya sahiptir. Sermaye akımları bu başlık altında tür olarak üç grupta sınıflanmaktadır. Bunlar doğrudan sermaye yatırımları, hisse senedi ve benzer kısa vadeli varlıkların alınıp satılmasıyla oluşan portföy hareketleri ve borçlanma dahil kısa/uzun dönemli net diğer yatırımlardır.

Özel sermaye akımlarının içinde doğrudan yatırımlar önemli bir paya sahiptir. 1990 sonrasında gelişmekte olan ülkelere bu türde sermaye girişi kesintisiz olarak artmış olmasına rağmen toplam içindeki payı küçük ölçüde azalmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımının içindeki payı küçük marjlarda azalmış olmasına rağmen, doğrudan yatırımın bu tür sermaye girişinin yaklaşık yarısını oluşturduğu görülmektedir.

Doğrudan sermaye yatırımları kuşkusuz son döneme özgü bir sermaye türü olmadığı gibi küreselleşmeyle finansal piyasaların bütünleşmesinden çok üretim süreçlerinin uluslararasılaşması yoluyla bağlantılıdır. Borçlanma ve özellikle de ticari banka borçları finansal küreselleşmeyle daha yakından ilgilidir. Öte yandan, borçlanma kanalıyla gerçekleştirilen sermaye girişleri içinde ticari banka borçları ile tahvil borçlanmasının daha hızlı arttığı, buna karşılık diğer kanallardan yapılan borçlanmanın hem mutlak boyut hem de ağırlık olarak hızla daraldığı dikkati çekmektedir.

Dikkat edilmesi gereken bir başka nokta tahvil borçlanmasının özel kaynaklı borçlanma içindeki ağırlığının artmış olmasıdır. Gelişmiş piyasalara tahvil ihracı yoluyla borçlanmanın son dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin artışında özel bir öneme sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Özel sermaye akımları içinde hızla yükselen bir başka sermaye türü hisse senedi portföy yatırımlarıdır. Hisse senedi portföy yatırımları ile tahvil ihracı yoluyla borçlanmanın son dönemde hızlandığı ve hacim kazandığı gözlenen sermaye hareketlerinin sürükleyicisi konumunda olmaları finansal küreselleşmenin iki boyutu ile ilgilidir. Gelişmekte olan ülkeler bir yandan tahvil ihracı yoluyla gelişmiş piyasalara girebilirken, bir yandan da kendi geliştirdikleri sermaye piyasalarına dışarıdan gelecek portföy yatırımlarını cezbedebilmektedirler. Başka bir deyişle, finansal küreselleşme söz konusu ülkelere gelişmiş piyasalara girebilme imkanı sunarken, gelişmiş ülke yatırımcısına da yeni oluşan piyasalardaki kârlı imkanlardan yararlanma olanağı vermektedir. Bu iki etkinin gelişmekte olan ülkelerde söz konusu iki sermaye türünün adeta tırmanarak yükselmesinde etkili olduğu anlaşılmaktadır.

Tahvil borçlanmasındaki hızlı genişleme gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergelerindeki düzelmeye yanısıra uluslararası piyasalarda borçlanma maliyet ve vade koşullarındaki iyileşmeyle bağlantılıdır. Bu gelişmeler söz konusu kanaldan ulusal ve kurumsal bazda borçlanmayı özendirerek sermaye hareketlerinin toplam hacminde önemli bir ağırlığa ulaşmasına neden olmuştur. Hisse senedi ve portföy yatırımları aracılığı ile sermaye girişinin hızlanması ise gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki olumlu gelişmelerle bağlantılıdır⁵².

3.6. Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Küreselleşme sürecinde ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımının tür ve boyut değiştirmesi sermaye girişinin söz konusu ülkelerin ekonomilerinde meydana getirmesi muhtemel etkilerin incelenmesi gerekmektedir. Uluslararası sermaye ile ulusal ekonomiler arasındaki etkileşime dönük araştırma çabaları ve tartışmalar kuşkusuz bu son dönemle sınırlı değildir. Sermaye akımlarının reel etkilerinin yanısıra ulusal ekonomilerin dış ödemelerinde ve ekonomi yönetimlerinde meydana getirmesi muhtemel etkiler öteden beri gerek akademisyenlerin gerekse uygulayıcıların tartışma ve araştırma konusu olagelmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler bağlamında sorunun tartışılması İkinci Dünya Savaşı sonrasında yoğunluk kazanmıştır. Ancak bu dönemdeki tartışma ve araştırmalar Bretton Woods anlaşmasının oluşturduğu düzen çerçevesinde gelişmiştir. Bu dönemde ilgi daha çok doğrudan yatırımların yarar ve maliyetleri ile istikrarsızlık dönemlerinde

⁵² BERKSOY & SALTOĞLU, 1998, s.21.

gözlenen "sermaye kaçıışı" üzerine yoğunlaşmıştır. Bretton Woods sisteminde genellikle kambiyo denetimleri altında gerçekleştirilen sermaye girişinin bu ülkelerin finansal sistemlerinde ve giderek finansal fiyatlarında meydana getirebileceği etkiler kuşkusuz sınırlı kalmış ve bu nedenle de tartışma ve araştırma gündeminde yer almamıştır. Dönemin sistemik özelliklerinden kaynaklanan gündemin daha çok uluslararası sermaye akışının ulusal ekonomilerin prodüktif sistemi ve dış ödemelerinde meydana çıkan etkiler üzerinde yoğunlaştığı dikkati çekmektedir.

Bretton Woods sisteminin 1970'li yılların başından itibaren çözülmeye başlaması ve sermaye akımlarının nitelik değiştirip, özellikle resmi doğrudan kanallardan özel ve dolaylı finansman kanallarına kayması söz konusu akımların ulusal ekonomiler üzerinde oluşturması muhtemel etkilere yönelik tartışma ve araştırma gündemini de değiştirmiştir. Örneğin, 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik özel banka kredilerindeki hızlı artış ve bunun sonucunda ortaya çıkan "borç krizi" gündeme ödenmeyen borçlar (default), acil krediler (emergency lending), kurtarma operasyonları vb. gibi yeni konular taşımıştır.

Borç krizinin aşılmasının ardından, yeniden hızla artan sermaye akımlarının 1990'lı yıllarda yeni bir tepe noktasına ulaşması kuşkusuz beraberinde yeni sorunlar da getirmiş ve böylece uluslararası sermaye hareketlerinin ulusal ekonomiler üzerinde oluşturması muhtemel etkilere ilişkin tartışma ve araştırma gündemi bir kez daha değişmiştir. Bu değişim küreselleşme ile yakından bağlantılıdır.

Küreselleşme sürecinde özel kanallara kayan ve daha çok kısa vadeli arbitraj kazançları kovalayan bir türe dönüşen sermaye akımları, aynı süreçte daha piyasa ağırlıklı, liberal ve dışa açık bir konuma geçen gelişmekte olan ekonomilerde alışılmış etkilerin dışında daha yaygın ve bulaşıcı etkiler oluşturmaya başlamıştır.

Kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hareketlerinin bütünüyle serbestleştirilmesi sonucunda sermaye dolaşımının ulusal piyasalarda oluşan faiz oranları arasındaki farklılaşmalara karşı duyarlılığı artarken hareket alanı genişlemiş, hareket hızı yükselmiştir. Yeni oluşan bu dolaşım sürecinde sermaye girişlerinin oynaklığının (volatilité) da artmış olması ulusal ekonomilerin yönetimi açısından yeni sorunlar doğurmaya başlamıştır. 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerine ilişkin tartışma ve araştırmalar bu sorunlar üzerine yoğunlaşmış ve konu üzerinde geniş bir literatür ortaya çıkmıştır.

3.6.1. Reel Ekonomiye Etkileri

Ülke ekonomisine yönelen sermaye akımının makroekonomik etkilerinin başında yurtiçi üretim-tüketim, yatırım-tasarruf eşitliklerinden oluşan iç denge ve ihracat-ithalat eşitliğinin oluşturduğu dış denge ile tamamlanan ekonominin genel dengesine etkileri gelmektedir. Ekonominin genel dengesi yurtiçi gelirlerin ne ölçüde tüketilip ne ölçüde tasarruf edildiğini, tasarrufların yatırımları ne ölçüde finanse ettiğini ve yatırım tasarruf açığı bulunuyorsa bunun ne ölçüde yurtdışı kaynaklar ile finanse edildiğini, ülkenin milli gelirinin ne kadar büyüdüğünü gösteren dentedir.

Bu açıdan bakıldığında sermaye akımını talep eden ülkelerin amacı, büyüme ve kalkınmaya yönelik fon oluşturulmasıdır. Bir başka deyişle istikrarlı ekonomik büyümenin sağlanmasıdır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde istikrarlı büyümeyi sağlayacak yurtiçi tasarruflar yetersizdir. Burada sermaye akımından yararlanarak istenilen büyüme hedefine ulaşılmasında en önemli unsur, sermaye akımı döneminde uygun yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve uygun politikaların yaşama geçirilmesidir. Uluslararası sermaye akımının büyümeye etkisi akımın yatırımları ve/veya tüketimi finanse etmesi ile doğrudan ilişkilidir⁵³.

Sermaye akımının yöneldiği ve sıkı maliye politikaları ile yapısal reformların uygulandığı ülkelerde, sermaye akımının hızlanması üretimde artışa yol açmaktadır. Sermaye akımı dışındaki diğer etkenlerin üretimdeki büyümeye etkisi belirsizken, sermaye girişi ekonomide hem arz hem de talep yönüne arttırıcı etkide bulunmaktadır. Bu duruma en güzel örneğini "Asya Kaplanları" adıyla anılan ülkeler oluşturmuşlardır. Adı geçen Asya ülkelerinde ekonomik büyüme 1980'li yıllar boyunca ve 1990'ların ilk yarısında yüzde 8-10 oranlarında gerçekleşmiştir. Bunun en önemli nedeni sermaye akımının yatırımları ve ihracatı finanse etmesidir.

Ancak, sermaye akımı üretim ve tüketim artışını kamçılarken bunlara etkisi aynı oranda olmamaktadır. Nitekim sermaye akışı ile birlikte Latin Amerika ülkelerinde büyüme oranlarında ani artış olmuş, fakat ekonominin talep yönünde tüketim artışı üretim artış hızını geçmiştir. Tüketim artışını yurtiçi üretim karşılayamayınca ithalat artmış ve cari işlemler dengesi hızla açık vermeye başlamıştır. Sermaye akımı ile artan tüketimin ithalat ile karşılanması yurtiçi fiyatlar üzerindeki baskıyı hafifletmiş ve fiyat

⁵³ Yılmaz AKYÜZ, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deneyimi", **Mülkiyeliler Dergisi**, Mart 1994, s.165.

artışlarını engellemiştir. Sermaye girişinin bu ekonomilerde daha çok tüketimi finanse ettiği görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon döneminde dış ticaretin liberasyonu ile birlikte ekonominin kapalı döneminde biriken ve tatmin olmayan talep ortaya çıkmakta, tüketimde ve tüketim malları ithalatında bir patlama yaşanmaktadır. Ayrıca finansal liberalizasyon sonucunda tüketici kredileri hızla yaygınlaşmaktadır. Bu, tüketim harcamaları üzerindeki gelir kısıtını en azından belli gelir grupları için büyük ölçüde ortadan kaldırarak tüketimi gelirin önüne geçirmektedir. Böylece uluslararası sermaye akımı bankacılık sisteminde tüketici kredilerine dönerek tüketimi körüklemektedir⁵⁴. Ekonominin genel dengesi içinde sermaye akımının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi ise şöyledir. Uluslararası sermaye akımı çoğaldıkça ülkelerin yurtiçi tasarruf oranları düşmektedir⁵⁵. Ancak az da olsa yurtiçi tasarruf oranlarının arttığı bazı Asya ülkeleri de bulunmaktadır.

Tasarruf oranlarının düştüğü ülkelerde düşüş genellikle özel sektör tasarruflarındaki düşüşten kaynaklanmakta, düşüş kamu sektöründeki tasarruf artışlarını da aşmaktadır. Bu nedenle toplam tasarruflar gerilemektedir. Özel sektör tasarruflarındaki gerileme, ilk dönemlerde ekonomideki büyüme ve onun refah etkisi ile, hisse senedi fiyatlarındaki artışın yeni bir sermaye birikimi ve üst gelir grubu oluşturması, ancak bu kesimin marjinal tüketim eğiliminin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Bazı ülkelerde ise kamu kesimi tasarruf açıkları artmaktadır. Sıkı maliye politikalarının uygulanmaması, popülist politikalar ve kamu açıklarının sermaye akımı ile finansmanı imkanı kamu tasarruflarını azaltmaktadır.

Ayrıca finansal liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının artması gelir dağılımını borçlular ile alacaklılar arasında borçlular yani şirketler ve devlet aleyhine değiştirmektedir. Şirketler ve devlet genellikle rantiyelerden daha fazla tasarruf yapma eğiliminde olduklarından, gelir dağılımındaki bu bozulma ortalama tasarruf oranını düşürmektedir. Azalan tasarruf ile birlikte sermaye girişine neden olan yüksek reel faiz oranları sermayenin uzun dönemli yatırımlara yönelmesini engellemektedir. Bu nedenle sermaye akımının yatırımlar üzerindeki orta vadedeki etkisi yavaşlatma şeklinde olmaktadır.

⁵⁴ S. SIGLIANTI, **Financial Markets Liberalization and The Role of Banks**, Cambridge University Press, Cambridge, 1993 s.44.

⁵⁵ IMF Occasional Paper, Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries, Washington DC, July 1991, ss.27-30.

Yüksek faiz oranları, spekülasyon kârları ve kâr beklentileri ödünç verilebilir fonların ve girişim gücünün yatırılabilir fonlarını reel yatırımların dışına, finansal aktif yatırımlarına itmektedir. Bu da yatırımları azaltıcı diğer bir etkidir. Bu, sanayileşmeyi yavaşlatmakta ve ekonomide makroekonomik dengeleri bozmaktadır⁵⁶.

Çoğu Asya ülkesinde sermaye akımları daha çok doğrudan yabancı sermaye yatırımı şeklinde geldiğinden reel ekonomiye yönelmiş ve yatırımlarda sermaye akımı öncesi ortalama döneme göre yaklaşık yüzde 15 artış sağlanmıştır. Bir başka deyişle sermaye akımı ekonomide yatırımları ve reel kesimi finanse etmiştir. Ayrıca bu ülkelerde yatırımlardaki artışa karşı ödemeler dengesi açıkları daha düşük kalmıştır. Bunun önemli bir nedeni yurtiçi tasarruf oranlarının da yükselmesi ve bunların yatırımlara yönlendirilmesidir. Ancak yatırımlardaki artışa karşın yurtiçi tasarrufların düşmesi ve giderek ödemeler dengesi açıklarının artması ve bunun kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi durumu daha tehlikeli makroekonomik dengesizliklere yol açmaktadır.

3.6.2. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri

Sermaye girişindeki artışın bir diğer makroekonomik etkisi de, yüksek miktarda sermaye girişi sonucu yurtiçi finansal piyasalardaki yoğunlaşmadır. Finansal piyasaların gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşmemiş olması, yüklü bir fon girişinin ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar meydana getirmesine neden olmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme sürecinde sorunlar oluşturmakta, kullanılan kredilerin zamanında ödenmemesinden iflaslara kadar uzanan ve genel olarak "ahlaki tehlike" ve "ters seçim" (moral hazard and adverse selection) denilen çeşitli sorunların ortaya çıkmasına yol açmaktadır⁵⁷.

⁵⁶ KAZGAN, 1994, s.108.

⁵⁷ Ahlaki tehlike iki taraf arasında yapılan bir sözleşmenin taraflardan birisinin davranış yapısını ex post olarak değiştirmesiyle ortaya çıkar. Ahlaki riziko, sözleşme taraflarından birisinin yada onun çalışanlarının dürüst olmayan yada dikkatsiz bir davranışı sonucunda diğer taraf aleyhine bir zarara neden olması yada zarar ihtimalini arttırmasıdır. Ahlaki tehlike, kayba konu malın doğal yapısından farklı olarak bir tarafın davranışı veya onun içinde bulunduğu şartlardan kaynaklanmaktadır. Bankacılıkta yaşanan ahlaki tehlike problemi ise banka yöneticilerin topladıkları mevduatı, mevduat sahibinin bilebileceğinden daha riskli bir alana plase etmesidir. Bu durumda mevduat sahibinden bankaya bir rant aktarımı söz konusu olacaktır. Eğer mevduat sahibi bankanın riskli bir alana yatırım yapacağını bilebilirse daha yüksek bir mevduat faizi talep edecektir. Diğer taraftan, kredi kullanıcısı ise, riskli yatırımı sonucu elde edeceği kârın hepsine sahip olup zarar durumunda sadece verdiği teminat kadar sorumlu olacağından risk alma dürtüsüne sahip olacaktır. Bu dürtü de kredi kullanıcıları ile banka yönetimi arasında ahlaki tehlike olgusuna neden olacaktır. Aynı şekilde, banka yöneticilerinin kârlılıktan prim almaları (para ya da şöhret şeklinde), ancak zarara katılmamaları durumunda banka sahipleri ve

Bu fonlar özellikle spekülâtif nitelikteyse, ekonomide meydana getirdiği ısınma bazı ülkelerde bir finansal krizin ilk adımını teşkil etmektedir. Spekülâtif sermaye hareketleri, özellikle faiz farkının oluşturduğu kısa dönem kârlılığı değerlendirmeye yönelik olduğu için menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışıları (financial bubbles) meydana getirmektedir.

Hisse senedi fiyatlarının teorik olarak firmaların üretkenlik, kârlılık gibi çeşitli performans kriterleriyle uyumlu olarak hareket etmesi beklenir. Bu bağlamda iyi işleyen bir sermaye piyasası ekonomik gelişme sürecinde tasarrufları ve kaynak dağılımında etkinliği artırarak, fiyatlama sürecinde kaynakların daha iyi kullanımının sağlanmasına yardım eder. Yabancı yatırımcıların getirileri büyük ölçüde kurdaki harekete bağlı olduğu için, piyasadaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır. Örneğin dış ticaret hadlerinin bozulması gibi önemli bir şok, paranın değer kaybına yol açtığından hem hisse senedi fiyatları düşer, hem de sermaye çıkışı yaşanır. Sermaye piyasalarında fiyatların yükseleceği beklentileri (boğa beklentileri) hakimse, kurun değer kazanmasıyla birlikte sermaye girişı yaşanır. Eğer fiyatların düşeceği beklentileri (ayı beklentileri) piyasaya hakimse, yaşanacak sermaye çıkışı parasal hacmin daralmasıyla başlayan bir finansal krize kadar gidebilir.

Sermaye piyasalarında yabancıların payı arttıka önemli sorunlar ortaya çıkmaktadır. Bu durum piyasalardaki istikrarsızlığı artırarak para ikamesi (dolarizasyon) sürecini hızlandırmaktadır. Örneğin Meksika'da hisse senedi portföyünün % 25'i yabancıların elindedir. New York, Tokyo gibi önemli piyasalarda bu oran % 5'tir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelere yönelen özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin, finansal duyarlılığı artırdığı söylenebilir⁵⁸.

3.6.3. Döviz Kuru Üzerine Etkileri

Sermaye girişleri likiditeyi artırdığı için (aksi bir parasal politika yürütülmediği sürece) yurtiçi nominal faiz oranlarını düşürmekte ve bunun sonucunda

yöneticileri arasında ahlaki tehlike sorunu ortaya çıkabilecektir. Ters seçim problemi kredi müzakeresinden önce ex ante olarak ortaya çıkmaktadır. Kredi kuruluşları geri ödeme kabiliyeti yüksek projelerin sahiplerine borç vermek istemektedir. Oysa riskli projelerin sahipleri borçlanmaya daha çok heveslidir. Bu tür yatırımcıların iflas ihtimali yüksek olduğundan finans kuruluşları bunlara kredi vermek istememektedir. Ancak, kredi talebinin artması sonucunda faiz oranlarının yükselmesi göreceli olarak güvenli projelere sahip risk karşıtı yatırımcıları kredi piyasasından çıkaracaktır. Böylece, kredi faizlerinin yükselmesi, kredi piyasasında yüksek riskli az sayıda yatırımcının kalmasına neden olarak ters seçim problemi oluşturacaktır. Her iki problemin kaynağı da asimetrik bilgi (asymmetric information) dir.

⁵⁸ KAYA, 1998, s.40.

yurtiçi harcamalar artmaktadır. Dış ticarete konu olan mallara yönelen harcamalar, ticaret açığını artırmakta, bu da sermaye girişinin sürmesine yardım etmektedir. Bu durumda sorun sermaye girişinin sürdürülebilirliği üzerinde yoğunlaşmaktadır. Ancak harcamalardaki artış dış ticarete konu olmayan mallara gidiyorsa, dış ticarete konu olan mallar ve dış ticarete konu olmayan malların görelî fiyat yapısı veriyken, dış ticarete konu olmayan mallar için fazla talep oluşmasına neden olur. Bunun sonucunda, dış ticarete konu olmayan malların görelî fiyatı artar yani reel kur değeri kazanır. Ülkedeki kaynak dağılımında dış ticarete konu olan mallardan dış ticarete konu olmayan mallara yönelme başlar. Dış ticarete konu olmayan malların görelî fiyatları arttığı için harcamalar dış ticarete konu olmayan mallardan dış ticarete konu olan mallara yönelir. Reel kurun değeri kazanmasında nihai sonuç, dış ticarete konu olmayan sektörlerin ekonomideki payının büyümesi, dış ticarete konu olan sektörlerin payının küçülmesi ve dış ticaret açığının artmasıdır. Reel kurun değeri kazanması, esnek kur sisteminde nominal kurun değeri kazanması, sabit kur sisteminde ise dış ticarete konu olmayan malların fiyatlarındaki artış yoluyla olmaktadır.

Reel kurun değeri kazanması fiyat mekanizmasının çalışması anlamını taşır. Sermaye girişi sonucu reel kurun değeri kazanmasıyla artan yurtiçi harcamalar ve dış ticarete konu olan ve dış ticarete konu olmayan malların arz-talep yapısı nihai dış ticaret açığını belirlemektedir. Bu durum, makroekonomik yapının standart bir transfer sorunudur. Bu bağlamda ülkeye giren sermayenin, ülkede ne kadar kalacağı yani geri dönüş kabiliyeti reel kurdaki oynaklığı etkilemektedir. Örneğin sermaye doğrudan yabancı yatırım şeklinde girdiyse, reel kurdaki oynaklık daha düşük olmaktadır. Sermaye, kısa vadeli sermaye hareketi şeklinde ülkeye girdiyse, kısa dönemli kâr imkanları ortadan kalktığı anda ani bir çıkışın başlama olasılığı yüksektir. Bunun sonucu, reel kurdaki oynaklık daha uzun sürmektedir.

Öte yandan pek çok ülkede sermaye girişi sonucu yurtiçi hasıla artmasına rağmen imalat sanayindeki büyüme azalmaktadır. Örneğin Arjantin'de 1990-1994 döneminde imalat sanayinde ve ihracata yönelik imalat sanayine girdi sağlayan sektörlerde büyüme oranları düşmüş ve işsizlik artmıştır. Geçici sermaye girişleri tam rekabetçi sermaye piyasalarının olduğu bir ortamda sorun çıkarmayabilir: İhracat yapan firmalar borç alıp, yerli paranın aşırı değerlendirildiği bir ortamda yatırım yaparak reel kurun uzun dönem dengesine döneceği bir ortam için hazırlık yapar ve dış rekabet güçlerini artırabilirler. Ancak gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları bu mükemmeliyetten uzaktır. Bu nedenle geçici değerlendirmeler özellikle dış ticarete konu olmayan sektörlerde, optimallikten uzak yatırımları arttırmaktadır. Bu yatırımların

geri dönüş maliyetinin finansal yatırımlara göre yüksek olması, ekonomi üzerinde olumsuz etkiler meydana getirmektedir. Bunun sonucunda dış ticarete açık sektörlerin üretimdeki payı küçülmekte ve dış ticaret dengesindeki açık büyümektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ekonomi üzerindeki etkilerini daha sağlıklı değerlendirebilmek için ülkede uygulanan kur rejiminin de dikkate alınması zorunludur. Finansal açıklık sonucu oluşan istenmeyen kur değerlenmeleri ekonomide reel ve finansal sektörler arasındaki bekleyişlerde asimetri oluşturmaktadır. Kur yönetimindeki yanlışlıklar mal ve hizmet piyasalarındaki endeksleme sonucunda enflasyonla ilgili bekleyişlere yansımaktadır. Bu noktada, bu piyasalardaki esnek olmayan fiyat yapısını da dikkate almak gerekmektedir. Bu piyasalarda endeksleme sonucu geriye doğru karar alma davranışı, finansal piyasalardaki kararların ileriye dönük olarak alınması beklentilerde ve davranış kalıbında asimetri oluşturmaktadır. Finansal piyasalar ile mal ve hizmet piyasalarındaki bu asimetri reel kurun aşırı değerlenmesinden (overshooting) doğan istikrar maliyetini artıracaktır⁵⁹. Bir diğer etki de aşırı değerlenmiş kurun sermaye kaybını da beraberinde getirip, yerli yatırım ve büyüme için gerekli kaynakların azalmasına yol açmasıdır.

3.6.4.Ekonomik İstikrar Üzerine Etkileri

Sermaye girişinin en önemli sonuçlarından biri de, sabit kur sisteminde dış ticarete konu olmayan malların görelî fiyatlarındaki artışın meydana getirdiği enflasyonist etkilerdir. Uyguladıkları istikrar politikaları için döviz kurunu çıpa (anchor) olarak seçen ülkelerde sermaye girişinin para arzını artırması sonucu, politika yapıcıların para politikaları üzerindeki kontrolleri azalmaktadır. Ayrıca artan likidite sonucu yükselen yurtiçi enflasyon fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik programların kredibilitelerini azaltmaktadır. Latin Amerika ekonomilerinde uygulanan istikrar programlarında enflasyonist beklentileri kırmak için enflasyonun altında devalüasyon yapılacağı önceden açıklanmıştır. Ancak kurun çıpa olarak kullanılması beklenen başarıyı sağlamamıştır. Çünkü, ülkelere fazla sermaye girişi merkez

⁵⁹ Esnek kur sistemi uygulayan bir ekonomide tüm fiyatların uyum süreci aynı hızda olmamaktadır. Bu konuda en bilinen örnek döviz kuruyla genel fiyat düzeyinin uyum sürecindeki farklılıklardır. Örneğin parasal genişleme faizleri aşağıya çekecek ve bunun sonucu kur değer kaybedecektir. Bu bazen parasal genişleme oranının bile üstünde gerçekleşebilir. Oysa fiyatlardaki uyum süreci daha yavaş olacaktır. Ancak uzun dönemde kurdaki bu hızlı artış azalarak fiyatlardaki artışla birlikte uzun dönem dengesine dönecektir. Bu bağlamda "overshooting" parasal politikadaki değişikliklerin kurda önemli oranda değişikliklere neden olması anlamında kullanılmaktadır.

bankalarının sterilizasyon kapasitelerini aşmış, mali ve ücret disiplininin kaybolmasına neden olmuştur.

Sermaye girişi politika yapımcıların kararlarını da etkiler. Bazı merkez bankaları piyasalara müdahale ederek yerli paranın aşırı değerlenmesini önlemeye çalışırlar. Yani piyasadaki döviz çekip, yerli para sürerler. Para otoriteleri sermaye girişlerinin en azından bir kısmını bu yolla masnetmeye etmeye çalışırlar. Yoğun sermaye girişi yaşanan ülkelerde artan likiditeyi sıkı para politikası uygulayarak emmeye çalışmak, bazı ülkelerde faiz farklarının daha da açılmasına ve dolayısıyla mali yükün artmasına neden olmuştur.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda kısa vadeli sermaye girişinin sağlanması için, kurun değer kaybının, giriş yapılan ülke ile uluslararası piyasadaki (ya da kreditor ülkedeki) faiz farkından küçük olması gerekmektedir. Bu gerekliliğin sağlanması durumunda, ters yönde bir sterilizasyon uygulanmadığı sürece oluşan yoğun sermaye girişi yerli paranın değer kazanmasına neden olacak, spekülasyon amaçlı sermaye akımı artacaktır. Spekülasyon nitelikli sermaye hareketleri reel kurdaki dalgalanmaları artırabilmekte ve geri dönüş kabiliyetinin yüksekliğinden ötürü ani şoklar karşısında yaşanan hızlı çıkışlar ödemeler dengesi sorunları oluşturabilmektedir⁶⁰.

3.6.5. Ekonomik Bekleyişler Üzerine Etkileri

Eğer sermaye girişleri geçici ve/veya spekülasyon amaçlıysa, bu fonların ani geri dönüşü kaynak dağılımının bozulmasına, fiyat dirençlerine, iflaslara ve ekonomik belirsizliklere yol açmaktadır. Bu bağlamda özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, oynaklığı yüksek olduğu için meydana getirdiği dalgalanmalarla ekonomideki belirsizliği artırmakta ve ülkenin uluslararası kredibilitesi üzerinde etkili olmaktadır.

3.6.6. Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkileri

Sürdürülebilir bir cari işlemler açığı tüm ekonomiler için önem taşıyan bir konudur. Ülkelerarası karşılaştırmalar için kullanılan temel göstergelerden biri olan cari işlemler açığı/GSMH oranının birdenbire artışı, özellikle yurtiçi tüketimden kaynaklanıyorsa, ülkelerin risk primini artırmakta ve gelecekteki sermaye girişleri için

⁶⁰ KAYA, 1998, s.42.

ülkenin şansını azaltmaktadır. Bu bağlamda tüketimi pompalayan, spekülâtif nitelikli cari açıklar istikrarsızlık nedeni olmaktadır. Cari işlemler açığının finansman kompozisyonu incelendiğinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin payının artması, bu girişler ani çıkışa dönüşebileceğinden dolayı risk faktörü olarak değerlendirilmekte ve açığın sürdürülebilirliği üzerinde kuşkuların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

3.6.7. Politik ve Kurumsal Etkileri

Hükümetler değişik çıkar gruplarından gelebilecek baskılar nedeniyle, sermaye girişlerindeki artışın döviz kurunda yol açtığı değerlenmeyi önlemek zorunda kalabilirler. Politik ekonomi görüşlerine dayanan bu yaklaşıma göre, sermaye girişi sonucunda ihracatçı ve ithal ikameci sektörlerde çalışanlar hükümetler üzerinde baskı kurarak kurun değerlenmesini önleyecek politikaların uygulanmasını sağlamaya çalışırlar.

Öte yandan sermaye girişlerinin nedeni ülkedeki görece getirinin dış dünyadan yüksek olması (faiz farkı) ise, bunun oluşturacağı aşırı sermaye girişi beraberinde risk faktörünü de getirir. Sermaye girişi sonucu kurda yaşanan aşırı değerlenmeler, aynı zamanda ülkenin kur riski taşımasına da neden olur. Uluslararası faiz oranlarından farklılaşma nedenlerinden biri olarak kurumsal faktörler de gösterilmektedir. Yurtiçi kredi piyasalarında kaynak dağılımındaki aksaklıklar, bankacılık sektöründe eksik rekabet sonucu oluşan oligopolistik fiyat davranışları, finansal sistemde güçlü bir denetçi otorite eksikliği, bankalarla firma sahiplerinin aynı kişiler olmasından dolayı dış finansman ihtiyacının azalması bu faktörlerin en önemlileridir.

3.7. Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmeye Yönelik Politikalar

Pek çok gelişmekte olan ülke sermaye hareketlerini kontrol ederek yukarıda anlatılan olumsuz etkileri önlemeye çalışır. Bu yolla büyümeye ve ekonomik istikrara ulaşmak için uygulayacakları politikalarda otonomi sağlamayı amaçlarlar.

Sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin dayandığı belli başlı 4 neden vardır⁶¹:

- Ülkeler, orta vadeli makroekonomik hedeflerinde sapmaya neden olarak gördükleri için, aşağıda anlatılacak çeşitli yöntemlerle, yoğun sermaye girişinin meydana getirdiği olumsuzlukları gidermeye çalışırlar. Kısa vadeli

⁶¹ KAYA, 1998, s.45.

sermaye girişi genelde reel sektördeki üretken yatırımları finanse etmek yerine, parasal otoritenin rezervleri artırmasıyla sonuçlanmıştır. Örneğın, Latin Amerika ülkelerinin ortalama 1990-1994 arası ortalama büyüme oranı yüzde 3 olarak gerçekleşmiştir. Aynı ülkeler, 1965-1980 arasında ortalama yüzde 6 büyümüşlerdir. Genel olarak bu ülkelerin yurtiçi tasarruf ve yatırım oranları 1980 öncesi dönemin altında seyretmektedir. Bu ülkelerde büyümenin temel kaynağı olarak tüketim harcamaları görülmektedir. Doğu Asya ülkelerinde ise büyüme oranları Latin Amerika ülkelerinin bir kaç katını bulmaktadır. Bu ülkelerde 1990 sonrası dönemde, yatırımların milli gelire oranı yüzde 30 iken, bu oran Latin Amerika ülkelerinde yüzde 18 civarındadır. Latin Amerika ülkelerinde ortalama yurtiçi tasarruf oranı yüzde 15 iken, bu oran Asya ülkelerinde yüzde 33'e ulaşmaktadır. Latin Amerika ülkelerindeki bu durum, ortodoks beklentilere ters bir durumdur. Çünkü finansal liberalizasyon ile yerli ekonomide yatırım fonlarının genişleyeceği beklentisi vardır. Bu durumda parasal otorite, yoğun girişin yaşandığı dönemlerde parasal sterilizasyonla bu fonları azaltarak, para arzını kontrol etmeye çalışmaktadır. Ancak, dolarizasyonun arttığı ülkelerde merkez bankaları para arzının sadece yerli para kısmını kontrol edebilmekte ve bu da sermaye girişi sonucu artan parasal genişlemeyi sterilize etmeye yetmemektedir. Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri, kurdaki hareketliliği artırdığı ve uluslararası rezervlerde ani değişikliklere neden olduğu için kontrol edilmesine yönelik en fazla çaba gösterilen sermaye hareketi türüdür. Spekülatif amaçlı sermaye girişlerinin her an ani bir çıkışa dönüşeceği korkusuyla merkez bankaları önemli ölçüde döviz rezervi bulundurmaya zorlanmaktadır. Sermaye girişlerinin uluslararası rezervleri artırmasının oluşturduğu parasal genişleme sterilize edilemezse enflasyonist etkilerin ortaya çıkması kuvvetle muhtemeldir.

- Ülkedeki makroekonomik ve politik yapıdaki belirsizlikler ve istikrarsızlıklar pek çok yerli yatırımcının (özellikle riskten kaçan yatırımcılar) servetlerinin önemli bir kısmını yabancı varlıklarda tutmalarına neden olabilir. Sermaye kontrolleri çeşitli araçlar yardımıyla (ek maliyetler, ek vergiler gibi) yabancı varlıkların getirisini azaltabilir ve böylece yurtiçi tasarrufların düzeyi korunabilir. Ancak yurtiçi finansal araçların taşıdıkları belirsizlik ve düşük getiri nedeniyle yatırımcılar bu duruma tasarruflarını azaltarak ya da enflasyona karşı korunmak için reel varlıklara yönelerek tepki verebilirler.

Yatırım portföyü yalnızca yerli araçlardan oluşan yatırımcıların yurtiçi servet ve gelir pozisyonları makroekonomik şoklara karşı daha duyarlı hale gelmektedir. Sermaye hareketlerini kontrol ederek yerli üretim faktörlerinde yabancı ortak payının sınırlandırılması da bir başka tedbir olarak uygulanmaktadır. Bu kontroller tekel oluşumunu ya da ülkenin doğal kaynaklarının tüketilmesini önlemek gibi amaçlar da taşıyabilir. Sermaye girişleri sonucu yaşanan "servet etkisinin" gelir dağılımında yol açabileceği bozulmaları düzeltmek de bir başka temel amaçtır.

- Sermaye hareketlerini kontrol ederek finansal politikalarda devletin gücünü artırmak mümkün olabilir. Sermaye kontrolleri sayesinde ekonomik otoritelerin vergi, gelir ve servet politikalarındaki güçleri artar. Para otoriteleri ayrıca sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu oluşan kısa vadeli parasal bağımsızlıktan hoşlanabilirler, açık piyasa işlemleri ve/veya yabancı para piyasalarına müdahale ederek yerli parayı sermaye girişinin etkilerinden korumaya çalışırlar.

- Sermaye kontrolleri yoluyla bu akımların oluşturabileceği enflasyonist etkileri önlemek ve dış ticaret reformlarını sürdürebilmek, kontrole yönelik politikaların temel nedenlerindedir.

Sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün etkili olması konusunda yapılan araştırmalardan çıkan temel sonuçlar aşağıda sıralanmıştır⁶²:

- Sermaye kontrolleri kur ve dış ticaret kontrolleriyle bir arada uygulandığında daha etkili olmaktadır. Yani cari işlemler dengesinde de eşanlı düzenlemelere ihtiyaç vardır.

- 1950'li ve 1960'lı yıllarda etkili bir şekilde uygulanan sermaye kontrolleri Bretton Woods Sisteminin yıkılmasının ardından aynı başarıyı sürdürememiştir. Kurda beklenen yüksek oranlı değişimler zaman zaman illegal olarak sermaye hareketlerinin kontrol edilememesine neden olmuştur.

⁶² KAYA, 1998, s.48.

- Bazı iktisatçılara göre devlet müdahalesini anlamlı kılacak tek olgu, devletin özel ajanlardan daha doğru bilgiye sahip olması ve bu nedenle müdahale yoluyla aşırı spekülasyonların önlenmesidir.
- Politika yapıcılar açısından önemli bir konu da, sermaye hareketlerinin ani geri dönüşüdür. Asimetrik bilgilenme söz konusuysa, bu ani çıkış borç verenlerde borçlu ülkede böyle bir şok olmadığı halde bir arz şoku yaşandığı izlenimi uyandırabilir. Bu ani çıkış yatırım projelerini kesintiye uğratar. Eğer yatırımlar için başlangıç maliyeti yüksekse bu kesilme ölü yatırımların doğmasına neden olur. Bu durum sonuçları itibariyle alacaklı açısından negatif arz şokuna benzemektedir.

3.7.1. Dolaysız Kontrol Yöntemleri

Eğer sermaye girişinin büyüklüğü ya da türü nedeniyle makroekonomik sorunlar çıkaracağı düşünülüyorsa, politika yapıcılar bunu önlemek için sermaye girişini doğrudan etkileyecek müdahalelerde bulunabilir. Sermaye girişi ekonomideki belirsizliklerden ve politik tutarsızlıklardan faydalanma amacıyla ortaya çıkıyorsa, bu sapmaları önlemek gerekir. Kısa vadeli sermaye girişleri için bu sapmalara bir örnek vermek gerekirse; yurtdışı faizler yüksek tutulurken aynı anda serbest para riskini korumak için merkez bankası tarafından swap yapılırsa sermaye girişi artar. Bir diğer örnek, ticari bankaların mudilerine ücretsiz mevduat sigortasıyla birlikte yüksek faiz ve sabit kur garantisi vermesi sermaye girişini artırır. Kısa vadeli spekülasyon amaçlı sermaye girişleri daraltıcı bir para politikası ile genişletici bir maliye politikasının bir arada uygulanmasıyla da artabilir. Bu politika demetinin tam tersinin uygulanmasında ise yurtdışı faizler uluslararası faiz düzeyine yaklaşacaktır.

Özellikle spekülasyon sermaye girişlerini azaltmaya yönelik doğrudan yöntemlerden biri yurtdışı ve yurtdışı piyasalar arasındaki faiz farkının oluşturduğu arbitraj marjını düşürmek amacıyla konulan vergilerdir. Bu vergilere "faiz oranlarını eşitleyici vergi" adı verilir. Bu yöntemde devlet, yabancı yatırımcıların sermaye girişi yoluyla ülkede kazandıkları faiz gelirinden vergi alır.

Doğrudan alınan diğer önlemler arasında dış borçlanmayı kısıtlama, dış kaynaklı borçlar için minimum rezerv gereği oranlarının konulması, doğrudan yabancı yatırımlarda tavan belirlenmesi, v.b. gösterilebilir.

3.7.2. Dolaylı Kontrol Yöntemleri

Sermaye akımlarının kontrol altına alınmasında kullanılabilir (ve kullanılan) yöntemlerden en yaygın olanı dolaylı kontrol yöntemleridir. Hiç kuşkusuz bu yöntemin dışında kalan ve az önce kısaca açıklanan dolaysız yöntemler (özellikle son paragrafta sayılanlar) liberalizmin temel felsefesine aykırıdır. Üstelik dolaysız yöntemler günümüz dünyasında sevimli olmamaları nedeniyle tercih edilmektedir. Örneğin 1997 Asya Krizi sırasında Malezya Devlet Başkanı Mahathir Muhammed'in ülkenin resmi parası ringgit'i konvertibilitesini kaldırarak korumaya çalışması ve döviz girişlerine sınırlama getirmesi dünyadan epey tepki toplamıştır⁶³. Bu çerçevede sterilizasyon ve uluslararası rezervler gibi politika seçenekleri dolaylı kontrol yöntemlerini oluştururlar.

Sterilizasyon: Sermaye akımının artışı karşısında parasal genişlemenin kontrolü için uygulanan en etkin politika "sterilizasyon" dur. Sterilizasyon politikası çabuk uygulanabilmesi, etkin sonuç vermesi ve uzun vadeli çözümler getirmesi açısından çekicidir. Sterilizasyon, sermaye akımının parasal etkilerini dizginleyen ve sermaye akımının geri çekilmesine karşı uluslararası rezervleri kilitleyen bir politikadır. Tanımlanacak olursa sterilizasyon, kamu kesiminin, döviz girişi karşılığında piyasaya çıkan ulusal paranın piyasadan çekilmesi için tahvil ihraç etmesidir⁶⁴.

Sermaye akımı sürüp gittikçe çoğu hükümetlerin sterilizasyon derecesini yumuşattıkları görülmektedir. Kamu kağıtları ülkenin hazinesi tarafından ihraç edilmekte, ancak sermaye akımı rezerv olarak merkez bankasına girmektedir. Bu nedenle kamu kesimi merkez bankasına menkul kıymet vermektedir. Merkez bankası da açık piyasa işlemleri ile bu menkul kıymetleri satıp parayı çekerek sermaye akımının yol açacağı parasal genişlemeyi sınırlandırmaktadır. Merkez bankası finansal piyasaların bir bölümünü oluşturmakta ve birincil para yaratmaktadır. Finansal piyasalarda ikincil para yaratan bankacılık sektörünün de denetim altına alınması sterilizasyon politikasının diğer bir ayağıdır. Bankacılık sektörüne yönelik uygulamada, para çarpanını azaltacak kısıtlamalar (zorunlu karşılık oranlarını artırmak, ticari banka kredilerine sınırlama getirmek, vb.) yoluyla para arzındaki genişlemenin önlenmesi amaçlanmaktadır.

⁶³ Adı geçen devlet başkanının 1997 yılındaki Doğu Asya Krizi esnasında uluslararası para spekülâtörü Soros ile girdiği söz düellosu ve BM Genel Kurulunda yaptığı sert konuşma basın organlarında geniş yer bulmuştu. Malezya bugün de aynı önlemleri devam ettirmekte, yeni bir uluslararası finansal mimari hayata geçirilinceye kadar aksi yönde davranmaya niyetli olmadığını belirtmektedir.

⁶⁴ UZUNOĞLU vd., 1995, s.69.

Merkez bankası mevduatların tümü veya bazıları karşısında rezervleri ve karşılıkları arttırarak bankacılık sistemine yabancı fonların akmasını engellemektedir. Diğer bir sterilizasyon uygulaması ise merkez bankasının ticari bankalardan çeşitli şekillerde borç almasını ve ticari bankalardaki kamu mevduatının merkez bankasına kaydırılmasını içerir. Bu, merkez bankasının aktif ve pasifleri üzerindeki faiz oranlarını yükseltir, merkez bankasının iskonto kredilerini azaltır ve doğrudan kredi kontrollerine yol açabilir. Sermaye akımının parasal büyüklüklere etkisinin önlenmesi için daha etkin sterilizasyon uygulaması merkez bankasının net iç varlıklarının sınırlandırılmasıdır.

Sterilizasyon uygulamasında net iç varlıklardaki daralma sermaye akımının ilk yıllarında hemen hemen her ülkede ortaya çıkmaktadır. Bunun için merkez bankaları para programları uygulamaktadır. Net iç varlıklardaki daralma kamu kesimi ve özel sektöre yönelik net kredilerdeki daralmayı yansıtmaktadır. Ülkelerin zamanla çeşitli nedenlerden dolayı sterilizasyon politikalarına güveni azalmakta, öncelikle tahvil ihraçlarından dolayı kamu kesimi iç borçları artmaktadır. Artan oranda tahvil ihracı faiz oranlarını da yukarıya çekmekte, bu da ilave sermaye girişine neden olmaktadır. Böylece ödemeler dengesi açıkları ve kamu kesimi açıkları giderek yurtdışı fonlar ile beslenir hale gelmektedir. Yüksek faiz oranları bir dönem sonra yüksek yatırım ve yüksek büyüme hızını engeller hale gelince sermaye akımından beklenen fayda azalmaktadır.

Deneyimler göstermektedir ki; para otoritelerinin korkusunun tersine uygun politikalar uygulanması halinde sermaye girişindeki artış genelde para arzında önemli büyümeler yaratmamaktadır. Para arzındaki büyüme ve paranın devir hızındaki değişim genellikle sabit kalmakta hatta düşmektedir. Bu, sermaye akımı sırasında kısıtlayıcı ve sıkı para politikasının uygulanabileceğini göstermektedir⁶⁵.

Uluslararası sermaye akımlarının arttığı dönemlerde sıkı bir para ve kredi politikası izlenmemesi durumunda ise sermaye akımları parasal genişlemeye neden olmaktadır. Parasal genişleme ise para piyasalarında likiditenin artmasına neden olmakta ve bu likiditenin finansal aktiflere talep şeklinde yönelmesi finansal aktiflerin fiyatlarının (hisse senedi ve diğer) yükselmesine yol açmaktadır. Ayrıca parasal genişleme enflasyonist baskı yaratmaktadır. Finansal aktiflerin getirilerindeki artış sermaye akımını hızlandırmakta, ancak sermaye akımı ile hızlanan döviz girişi kurlar

⁶⁵ IMF Working Paper, "Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervisions in Developing Countries: Strategies for Financial Reforms", Washington DC, February 1990, s.27.

üzerinde baskı yaratmaktadır. Ülke parası reel olarak değer kazanmakta, aynı oranda artan enflasyon ile karşılaştırıldığında bu değer büyümektedir. Bu durum mali piyasaları bıçak sırtı dengesine getirirken, cari işlemler dengesini de olumsuz etkilemekte ve giderek ödemeler dengesi daha çok kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edilmektedir. Ancak finansal piyasalardaki en ufak bir güven bunalımı dengeleri alt üst ederek krizlere yol açabilmektedir.

Uluslararası Rezervler: Uluslararası rezervlerdeki gelişmeler incelendiğinde sermaye akımının yöneldiği ülkelerde hem resmi rezervler hem de rezervlerin ithalatı karşılama oranı artmaktadır. Artışın ölçütü, ithalata bağlı olarak kalmakla birlikte, cari işlemler açığı ve uygulanan sterilizasyon politikasının derecesi ile ilişkilidir.

Uygulanan sterilizasyon politikası kuvvetli olmakla birlikte cari işlemler dengesi açıklarının geniş olduğu ülkelerde (Meksika, İspanya ve Tayland) rezervlerdeki artış iki aylık ithalatı karşılama seviyesinin üzerine çıkamamaktadır. Bununla beraber Şili, Kolombiya gibi ülkelerde ise artış dört ile yedi aylık ithalatı karşılayacak orana ulaşmaktadır. Rezervlerin kaç aylık ithalatı karşılayacağından daha önemlisi, rezervlerin yurtiçine yönelik sermaye girişinin ne kadarlık bölümünü karşılayacağıdır. Resmi rezervlerin kümülatif sermaye girişine (doğrudan yabancı sermaye yatırımları hariç) oranı önem kazanmaktadır.

Mali Düzenlemeler: Yüksek sermaye girişine karşı bir diğer önlem de, kamu maliyesinin disipline edilmesidir. Bunun için vergi oranları artırılır ve/veya kamu harcamaları azaltılır. Bu politikalar sermaye girişlerini durdurmamakla birlikte toplam talebi azaltır ve sermaye girişlerinin meydana getirdiği enflasyonist etki giderilmiş olur. Bu durumda kamu harcamalarının azaltılması vergi artışından daha etkili bir yol olarak görülmektedir. Çünkü yüksek sermaye girişinin yaşandığı pek çok ülke vatandaşlarının faiz gelirleri vergi yükümlülüklerinden bağımsızdır. Bu nedenle yüksek vergilerin geçici olduğu inancı kamuoyunda oluşursa beklenen sonuç alınamayabilir. Kamu harcamalarının azaltılması özellikle dış ticarete konu olmayan mallara yönelikse toplam talep üzerinde doğrudan etkide bulunur. Mali düzenlemeler yoluyla ayrıca kamu tüketiminin kompozisyonu da değiştirilebilir Ancak kamu harcamalarının azaltılması politik yansımaları nedeniyle fazla tercih edilmeyen bir yöntemdir.

Cari İşlemler Dengesinde ve Sermaye Hareketlerinde Yapılan Düzenlemeler: Sermaye girişlerinin ekonomi üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkileri telafi etmek için yerli yatırımcıların yurtdışında yatırım yapmaları özendirilebilir. Ayrıca dış ticarete ihracat sektörünün reel kurdaki değişmeden ters yönde

etkilenmesini önlemek için çeşitli önlemler alınır. Bu önlemlerden biri ihracattaki sübvansiyonları artırmaktır. Ancak bu uygulama sektörlerarası kaynak dağılımını bozar. Yol açtığı maliyet artışı da önemlidir. Kaynak dağılımındaki bozulmayı önlemek ve dış ticaret hadlerini korumak için ithalat vergileri ile ihracat teşvikleri aynı oranda arttırılabilir. Eğer özel sektör bu düzenlemelerin geçici olduğuna inanırsa ekonomik birimler tüketimlerini zamana yayarak olumsuz etkilerden korunmaya çalışırlar. Burada önemli olan bir diğer nokta dış ticaret açığının büyüklüğüdür. Açık arttıkça finansman maliyeti artmaktadır. Yukarıda değinildiği gibi alınan önlemlerin başarısı özel sektörün davranış kalıbına bağlıdır. Gelecekteki harcamalar için bugünkü harcamalardan vazgeçilecek midir? Uygulanan politikanın etkinliği, kredibiliteye ve fiyat artışlarındaki tahmin gücüne de bağlıdır. Bir diğer önemli nokta ise bu politikalarla küresel ticari liberalizasyondan ve serbest ticaret anlaşmalarından sapma anlamına gelmesidir. Bu nedenle bu tür politikaların kısa vadeli olarak uygulanması önerilmektedir.

Kur Rejimiyle İlgili Düzenlemeler: Kur üzerindeki müdahaleci yaklaşım terk edilerek tümüyle dalgalı kur sistemine geçilirse ekonomideki tüm katılımcılar kur riskini paylaşacak ve bunun sonucunda özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye girişi azalacaktır.

Sermaye hareketlerini kontrol etmeye yönelik bu yöntemlerin başarı şansı sınırlıdır. Bu önlemler genellikle ülke ödemeler dengesi sorunlarıyla karşılaştığı ve sermaye kaçışının yaşanmaya başlandığı dönemde uygulanmaktadır. Gereken düzenlemeleri sorunlar derinleşmeden yapmak başarı şansını artırmaktadır.

Karşılaşılan sorunlar nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemini dünya piyasalarından izole etmek uygun ve arzulanan bir yol değildir. Başarılı bir ihracat performansı, yerli bankaların uluslararası ödemeleri kolay yapmak ve dış kredi sağlayabilmek için dünya piyasalarıyla yakın ilişkide olmalarını gerektirir. Yabancı yatırımcılar sistemin etkinliğini artırır. Bankacılık sektörüne yabancı bankaların girmesiyle artan rekabet finansman maliyetlerini azaltıp sektörün gelişmesine yardımcı olur⁶⁶.

⁶⁶ KAYA, 1998, s.53.

İKİNCİ BÖLÜM

AÇIK EKONOMİLERDE MAKROEKONOMİK İSTİKRAR VE FİNANSAL LİBERALİZASYON

1. Klasik ve Keynesyen Makroekonomik Denge Yaklaşımları

Ekonomisi dışa açık bir ülkede makroekonomik politikanın temel amaçlarından birisi iç ve dış dengenin birlikte sağlanmasıdır. Kısaca istikrarlı büyüme diyebileceğimiz bu olgu, öteden beri iktisadi düşünce okullarının ilgi alanının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. İç denge, yeterince düşük enflasyon ve işsizlik oranları içinde ekonominin düzenli biçimde büyümesi olarak tanımlanabilir. Dış denge ise dış ödemeler bilançosunda bir açık veya fazlanın önlenmesini ya da dışarıdan sağlanan gelirlerin dışarıya yapılan ödemelere eşitlenmesini ifade eder⁶⁷. Bu çerçevede önce Klasik İktisat Teorisi'nde ekonominin genel dengesine ilişkin açıklamalarına genel hatlarıyla yer verilecek, daha sonra Keynesyen Genel Denge Teorisi ele alınacaktır.

1.1. Klasik Makroekonomik Denge Yaklaşımı

18. ve 19. yüzyıllarda geçerli olan Klasik İktisat Teorisi, özü itibarıyla liberalizmin iktisadi alandaki yansımasıdır. Söz konusu çağlarda liberal düşünceler hâkim olduğu için ekonomik ve sosyal hayatın piyasa güçlerince düzenlenmesi eğilimi öne çıkmıştır. "Bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" ifadesiyle tanımlanabilecek dünya görüşünün iktisadi alandaki izdüşümü "Görünmez El" kavramıdır. Klasik İktisadi Düşüncenin kurucusu olan Adam Smith'e atfedilen bu kavram ile anlatılmak istenen; ekonomide ortaya çıkan ve dengesizliği ifade eden aksaklıkların geçici olduğu, piyasa ekonomisinin bünyesinde bulunan mekanizmalar (built-in mechanisms) yoluyla bu dengesizliklerin uzun dönemde kendiliğinden giderileceği, ekonomik ve sosyal hayata herhangi bir otorite tarafından yapılacak müdahalenin ise dengesizliği kalıcı hale getireceği önermeleriydi.

Adam Smith'in yanısıra, Jean Baptiste Say, David Ricardo, Robert Malthus Alfred Marshall ve diğerlerinden oluşan iktisatçılara göre, piyasa ekonomisinde bazı iktisadi kanunlar kendiliğinden işler. Örneğin Say'ın Mahreçler Kanunu'na göre her arz kendi talebini yaratacağı için ekonomide uzun dönemde enflasyon ve deflasyon olguları ortaya çıkmayacaktır. Zira piyasa, malların, kendi aralarında mübadele

⁶⁷ Halil SEYİDOĞLU, *Uluslararası İktisat, Teori, Politika ve Uygulama*, Geliştirilmiş 14.Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001, s.502.

edilmelerini sağlar. Para, malların mübadelesini sağlayan bir araçtan ibarettir. Elde edilen gelirlerin aynı dönem içinde tüketime harcanacağı, harcanmayıp tasarruf edilen kısımlarının ise yatırıma gideceği varsayılmıştır. Bu çerçevede ekonomi tam istihdam durumunda çalışacaktır. Muhtemel bir eksik istihdam durumunda piyasaların kanunları işlemeye başlar ve belli bir süre sonra denge durumu yeniden oluşur. Klasiklere göre mal, sermaye ve emek piyasalarında "Görünmez El"i sırasıyla fiyat, faiz oranı ve ücret düzeyi temsil etmektedir.

Mal ve hizmet piyasalarında arzın fazlalığından (talep eksikliği) kaynaklanan bir dengesizlik durumu sözkonusu ise, stoklardaki birikme fiyatların düşmesini beraberinde getirecek, düşen fiyatlar talebin canlanmasına yol açarak dengeyi sağlayacaktır. Eğer ekonomide arz eksikliği (talep fazlalığı) var ise fiyatlar yukarı yönde hareket edecek, bunun yaratacağı cazibe ile piyasaya yeni üreticiler girerek arzdaki eksiklik tamamlanacaktır. Her iki durumda da arzın talebe belli bir zaman zarfında eşit hale gelmesi sonucunda dengenin sağlanacağı öngörülmektedir.

Sermaye piyasasında cari faiz oranı tasarruf-yatırım eşitliğini sağlayacaktır. Eğer sermaye piyasalarında yatırımlara gidemeyen âtil tasarruflar varsa, bir yandan faiz oranları düşer ve yatırımlara karşı girişimcilerin talepleri artar, diğer yandan ekonomideki gönüllü tasarruflar, tasarrufun faiz oranına karşı elastik olması sonucu azalır ve tasarruf-yatırım eşitliği kendiliğinden meydana gelir. Sermaye piyasalarında cari faiz oranı üzerinden sermaye arzının yetersiz, sermaye talebinin fazla olduğu zamanlarda, toplam tasarruflar, toplam yatırımları karşılamaya yeterli gelmeyecek, yükselen faiz oranı yatırımları pahalı hale getirerek ve tasarrufları artırarak tasarruf-yatırım dengesini kurmaya yetecektir.

Emek piyasasında dengeyi sağlayan ise, cari ücret düzeyidir. Emek arzının cari ücret düzeyi üzerinden emek piyasalarında emek talebini tam karşılayamadığı zamanlarda, ücretler yükselecek, yüksek ücretlerde emek talebi azalacak, emek arzı ve emek talebi arasında denge kurulmuş olacaktır. Bunun tersi durumda ise, yani işsizlik hallerinde, ücretlerin düşmesi emek talebini arttırarak istihdam hacmini yükseltecektir⁶⁸.

Klasik öğretilerde mal, sermaye ve emek piyasalarında bu mekanizmanın otomatik işlediği kabul edilmektedir. Arz ve talebe göre oluşacak bu üç tür piyasada

⁶⁸ İsmail TÜRK, **Maliye Politikası Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, 13. Bası, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999, s.1.

fiyat düzeyi, faiz oranı ve ücret düzeyi otomatik denkleştirici olarak fonksiyon icra ederler. Başka bir anlatımla, herhangi bir arz-talep dengesizliği durumunda bu parametreler yükselme/düşme eğilimine girerek piyasaları dengeye getirir.

Bunun sağlanması için kusursuz piyasalar varsayımından hareket edilmektedir. Söz konusu varsayım, piyasalarda tam enformasyon, tam sermaye mobilitesi, tam istihdam gibi ön kabullere dayanmaktadır. Böyle bir mekanizma ekonominin işleyişine dışarıdan herhangi bir müdahaleye gerek bırakmamaktadır. Herhangi bir otorite tarafından (örneğin devlet) ekonominin işleyişine yapılacak müdahale dengesizliğe yol açacaktır. Bu itibarla devletin, ekonomiye kamu harcaması ve vergi gibi müdahaleleri asgari düzeyde olmalıdır. Ayrıca paranın dolanım hızı büyük ölçüde sabittir⁶⁹.

Klasik İktisat Teorisi ile ilgili olarak buraya kadar anlatılanlar ekonominin iç dengesi ile ilgiliydi. Başka bir ifade ile kapalı bir ekonomide denge arayışı söz konusuydu. Halbuki günümüzde olduğu gibi, Klasik Teorinin revaçta olduğu zamanlarda da dış ticaret ve sermaye hareketlerinin var olduğu bilinmektedir. Hatta, daha önce de belirtildiği gibi, 1870-1914 dönemini kapsayan birinci küreselleşme evresinde sermaye hareketlerinin günümüzden daha yoğun ve kapsamlı olduğu bilinen gerçektir.

Klasik Teoride dışa açık ekonomilerde dengenin sağlanabilmesi için ödemeler bilançosunun açık veya fazla vermemesi yeterli koşuldur. Ülkenin dış alemle olan ticari ve parasal ilişkilerini yansıtan ödemeler bilançosu, kabaca, cari işlemler ve sermaye hareketleri hesaplarından oluşur. Asıl olan cari işlemler hesabıdır ve sermaye hareketleri hesabının işleyiş mantığı, muhasebe ilkeleri bakımından ters (cari açık sermaye girişi, cari fazla sermaye çıkışı) olduğu için ağırlık cari işlemler hesabında dengenin nasıl sağlanacağı noktasına verilmiştir. Cari işlemler hesabının dengesini sağlayıcı mekanizmalar ise otomatik niteliktedir. Söz konusu mekanizmaların ilki, döviz kurunun dengeye gelmesiyle ödemeler bilançosunun dengesinin sağlanabileceğini öngörmektedir. Temel hareket noktası döviz arz ve talebidir. Bu arz ve talebin yönlendirdiği döviz piyasasında denge döviz kurunun oluşmasıyla ortaya çıkan ve ekonominin makro dengelerini bozan istikrarsızlıklar önlenilecektir.

⁶⁹ Dilek ÖZBEK, **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, İmaj Yayıncılık, Ankara, 1999, s.40; Sabri F. ÜLGENER, **Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme**, Der Yayınları No:2, İstanbul, 1976, s.353.

1.1.1. Döviz Piyasası Yoluyla Dış Denkleşme

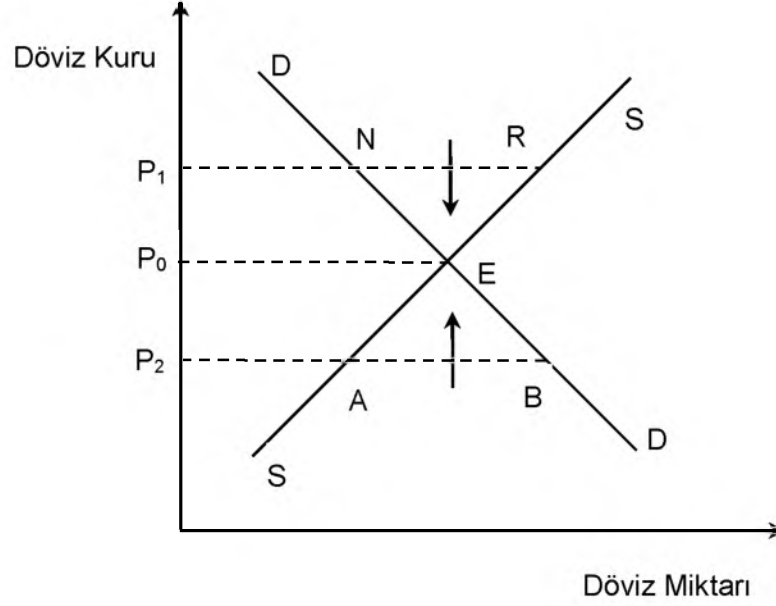
Döviz arz ve talebini oluşturan faktörler, uluslararası mal ve hizmet ticaretiyle sermaye akımlarıdır. Sermaye akımları, uluslararası faiz ve kârlılık oranlarıyla portföy çeşitlendirmesi gibi etkenlere bağlıdır. Buna karşın mal ve hizmet ticareti ile döviz kurları arasında dolaysız bir ilişki vardır.

İthalatçıların mal ve hizmet ithal etmek için talep ettikleri döviz miktarı ile döviz kurları arasındaki ilişki ters yönlüdür. Bunun nedeni kur değişmelerine bağlı olarak yabancı malların ulusal para cinsinden fiyatlarındaki değişmelerle ilgilidir. Döviz kurları yükseldikçe, ithal mallarının ülkedeki ulusal para cinsinden fiyatları da yükselir. Dolayısıyla yabancı malların talebi azalır, bu ise döviz talebinin düşmesi demektir. Kurlardaki bir değişimin döviz talebini ne ölçüde etkileyeceği, ilgili malın yurtiçi talep elastikiyetine bağlıdır. Söz konusu ithal malının yurtiçi talep elastikiyeti ne derece yüksekse kurdaki bir yükselmenin talebi kısıcıcı etkisi o derece büyük olur. Talep elastikiyetinin düşük olması durumunda durum bunun tersidir. Normal talep kanunu uyarınca fiyatı yükselen malın talebi azalacağına (veya fiyatı düşen malın talebi artacağına) göre, döviz talebi eğrisinin de negatif eğimli olacağı açıktır. Talep elastikiyetinin daha düşük olduğu durumlarda ($e_m < 1$) talep eğrisi dikleşir, elastikiyetin yüksek olduğu durumlarda da ($e_m > 1$) eğri yatıklaşır. Talep elastikiyetinin sıfır olduğu durumda, talep eğrisi yatay eksene dik, elastikiyetin sonsuz olduğu durumda ise, yatay eksene paralel bir doğru biçimini alır. Bu iki aşırı durum dışında döviz talep eğrisi, negatif eğimli bir eğri durumundadır.

Mal ve hizmet ihraç ederek döviz geliri elde eden ihracatçıların, bu dövizleri ulusal paraya dönüştürmek üzere döviz piyasasına sunmaları dış ticaretten kaynaklanan döviz arzını oluşturur. Normal koşullar altında döviz kuru ile döviz arzı arasında pozitif bir ilişki vardır. Kur değişmeleri ile döviz arzı değişmeleri arasındaki ilişki, döviz kurundaki bir yükselmenin ihraç malının yabancı para cinsinden fiyatının düşmesine dolayısıyla söz konusu malın yabancı talebinin artmasına ve sonuçta da ihracatçı ülkenin döviz arzının genişlemesine neden olmak biçimindedir. Döviz kurundaki bir düşme karşısında bu etkilerin tersi ortaya çıkar, düşen döviz kuru nedeniyle yerli malların yabancı para cinsinden fiyatları yükselir, böylece ihraç mallarının dış talebi ve ülkenin döviz arzı azalır.

Döviz arz ve talebinin döviz kurunu belirlediği ve hiçbir kamu müdahalesinin olmadığı varsayımı altında, dövizin fiyatı, diğer üç piyasada olduğu gibi arz ve talep tarafından belirlenir. Eğer cari açık söz konusu ise (döviz talebi döviz arzını aşıyorsa)

talep baskısı döviz kurunu yukarı yönde yükselterek dengeyi sağlar. Tersisi durumda, yani cari fazla söz konusu ise (döviz arzı döviz talebini aşıyorsa) bu fazlalığın baskısı döviz kurunu aşağı yönde düşürerek dengeyi sağlar.



Şekil 1: Denge Döviz Kurunun Oluşumu

Şekil 1'de, (E) noktası denge döviz kurunu (P_0), vermektedir. Bu noktada ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabında açık veya fazla yoktur. Buna karşın NR kadar cari fazla (döviz arzı fazlalığı) (P_1) kur düzeyine, AB kadar cari açık (döviz talebi fazlalığı) (P_2) kur düzeyine karşılık gelmektedir. Her iki kur düzeyi arzın ve talebin baskısıyla denge döviz kuruna doğru hareket edecektir⁷⁰.

Döviz arz eğrisinin şekli ihraç mallarının dış talep elastikiyetinin derecesine bağlıdır. Bu eğrinin pozitif eğimli olması, ihraç mallarının dış talep elastikiyetinin birimden büyük olmasının bir sonucudur. Başka bir ifade ile birim elastikiyet durumunda döviz arzında herhangi bir değişme olmayacaktır. İhraç mallarının talep elastikiyetinin birimden küçük olması durumunda ise, döviz kuru yükselirken döviz arzı artmayıp azalmaktadır. Bu olasılık döviz arzı eğrisinin pozitif değil, talep eğrisine benzer biçimde negatif eğimli olmasını ifade eder (tersine dönen arz eğrisi)⁷¹. Kısaca, döviz arzı eğrisinin pozitif eğimli olması ihraç mallarının dış talebinin elastik ($e_x > 1$)

⁷⁰ İlker PARASIZ, **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1996, s.8.

⁷¹ Nevzat GÜRAN, **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1987, s.20.

olması varsayımına dayanır. Eğer sözü edilen elastikiyet birime eşit veya düşükse ($e_x=1$ veya $e_x<1$ durumu) döviz kuru yükseldikçe döviz arzı sabit kalacak veya azalacaktır.

Döviz arzı eğrisinin şekli piyasa dengesinin niteliğini de etkiler. Negatif eğimli bir arz eğrisi durumunda piyasa dengesi istikrarsız olabilir. Bu durumda örneğin döviz talebinin döviz arzını aşması durumunda kurlarda ortaya çıkan yükselişler, dış dengeyi sağlayıcı değil onu daha da bozucu yönde etki doğurur.

Döviz piyasasının dengesi, döviz arz ve talebini eşitleyen kur düzeyinde gerçekleşir. Arz ve talep edilen döviz miktarları birbirine eşit olduğuna göre bu kur düzeyinde dış ticaret dengesi de sağlanmış olur. Piyasa dengesinin istikrarlı veya istikrarsız olması bu bakımdan büyük önem taşır. Eğer denge istikrarlı ise ortaya çıkan bir döviz talebi fazlası (dış ticaret bilançosu açığı) kurları yukarı yönde iterek, bir döviz arzı fazlası da kurlara aşağı yönde baskı yaparak denge kuruna yeniden ulaşılmasına (dolayısıyla dış ticaret bilançosu dengesinin sağlanmasına) neden olur. Başka bir deyişle, istikrarlı denge koşulları altında kur dengesi ancak arz ve talebin eşitlendiği (dış ticaret dengesinin sağlandığı) kur düzeyinde gerçekleşir. Böyle bir durumda, bir dış ticaret açığı ulusal paranın değer kaybı, dış ticaret fazlası da ulusal paranın değer kazanması ile otomatik biçimde giderilir.

Belli bir durumda döviz piyasasının istikrarlı ya da istikrarsız olduğunun anlaşılması için döviz talep ve arz eğrilerinin gerçek şekillerinin bilinmesi gerekmektedir. Böylelikle bir dış ticaret dengesi açığını gidermek için kurlarda gerekli artış (azalış) oranını belirlemek de kolaylaşacaktır. Bu noktada ülkenin ithalatının ve ihracatının talep elastikiyetlerine ait tahminler kullanılmaktadır. Bu tahminlerle ilgili olarak geliştirilen bir kıstas Marshall-Lerner koşulu diye bilinmektedir.

Marshall-Lerner koşuluna göre, ithal ve ihraç mallarının arz elastikiyetlerinin sonsuz olması varsayımı altında, döviz piyasasının istikrarlı olup olmadığı, ithal mallarının yurtiçi talep elastikiyeti (e_m) ile ihraç mallarının dış talep elastikiyetinin (e_x) toplam değerine bağlıdır. Bunların mutlak değerleri toplamı 1 veya daha büyük olursa ($e_m + e_x \geq 1$) döviz piyasası, dolayısıyla da ödemeler bilançosunun cari işlemler hesabı dengededir⁷².

⁷² SEYİDOĞLU, 2001, s.421.

Sermaye akımları analize katıldığında toplam döviz arz ve talebi eğrilerinin yalnız mal ve hizmet akımlarını yansıtacak biçimde değil, aynı zamanda sermaye akımlarını da kapsayacak biçimde çizilmesi gerekir. Çünkü, sermaye ihracı da aynen mal ve hizmet ithali gibi döviz talebi yaratır. Bunun gibi yabancı sermaye girişleri de döviz arzını artırır. Bununla birlikte, uluslararası sermaye akımları büyük çeşitlilik göstermekte olup farklı nedenlerden kaynaklanmaktadır.

Öte yandan son yıllarda ortaya çıkan gelişmelere göre uluslararası sermaye konusunda akım kavramı ile stok düzenlemeleri kavramları arasında bir ayırım yapmak gerekir. Bireyler, örneğin tercihlerine bağlı olarak artan gelirlerinin belli bir payı ile her yıl bazı yabancı menkuller satın alabilirler. Bu bir akım değişkenidir. Fakat diğer taraftan bireylerin yıllardır biriktirdikleri, yerli ve yabancı menkulleri kapsayan portföyleri vardır. Dolayısıyla iç ve dış kârlılık oranlarında beklenen gelişmelere göre yerli ve yabancı menkullerden birinin payını artırır, diğerininkini azaltırlar. Bu durumda birikmiş portföyde yapılan düzenlemelerin yol açacağı uluslararası sermaye hareketleri, yıllık akımlara göre çok daha büyük boyutlarda oluşmaktadır. Dolayısıyla bu görüşe göre, kurlardaki anlık gelişmelere yol açan asıl faktör mal ve hizmet akımlarından çok, uluslararası sermaye akımları ve özellikle de portföy ayarlamasından kaynaklanan sermaye hareketleridir. Bu, literatürde Portföy Teorisi olarak bilinmektedir.

1.1.2. Fiyat - Altın Para Akımı Mekanizması Yoluyla Dış Denkleşme

Otomatik nitelikli ikinci mekanizma "fiyat-altın para akımı" mekanizmasıdır. Klasik İktisatçılar, ödemeler bilançosunun dengeye gelmesinde para arzındaki gelişmelerle fiyatlar genel düzeyi arasındaki ilişkilere büyük önem vermişler ve bu amaçla fiyat - para akımı mekanizmasını geliştirmişlerdir. Klasik denkleşme mekanizması, temelde uluslararası Altın Standardı'na dayanır.

Bir uluslararası para sistemi olarak Altın Standardının ne zaman başladığı kesin olarak bilinmemekle birlikte, 17. ve 18. Yüzyıllarda altın sikkelerin ağırlıklı olarak tedavüle girdiği bilinmektedir. Altın Standardı bir sistem olarak resmen yürürlüğe girişi İngiltere'nin kabulüyle 1816 yılına rastlamaktadır. O dönemde İngiltere'nin dünyanın finans merkezi olma özelliğini taşıması nedeniyle kısa sürede altın, diğer devletler tarafından da temel likidite kaynağı olarak kabul edilmiştir. Altın

Standardı, belirli dönemlerde dış ödemelerle ilgili olarak ortaya çıkan aksamalara rağmen 1970'lı yılların başına kadar varlığını sürdürebilmiştir⁷³.

Altın Standardı sisteminde altın hem iç ekonomik işlemlerde kullanılan bir ulusal para, hem de bir uluslararası ödeme aracı fonksiyonu görmekteydi. Her ülkenin parasının değeri altın cinsinden tanımlandığı ve altının ithal ve ihracı serbest bırakıldığı için, ulusal paralar otomatik olarak sabit kurlardan birbirine bağlanmış oluyordu. Dolaşımdaki para da ya doğrudan doğruya altın sikkelerden ya da altına dönüştürülebilen banknotlardan oluşmaktaydı. Kağıt para kullanılması sistemin işleyişi bakımından herhangi bir farklılık yaratmıyordu. Çünkü bu paralar, altın karşılığı olan yani sabit fiyatlardan istenildiği zaman altına dönüştürülebilen paralardı⁷⁴.

Fiyat - Altın Para Akımı Mekanizması'nın Klasik Miktar Teorisi ile doğrudan ilişkisi bulunmaktadır. Bu işleyiş, bir parasal denkleme mekanizması olup para arzı ile fiyatlar arasındaki doğru yönlü ilişkinin ekonomide yarattığı etkilerle dış denkleğin sağlanması konusunda açıklayıcı rol oynamaktadır.

Klasik denkleme mekanizmasının dayandığı iki temel varsayım vardır. İlki, ödemeler bilançosunun durumu ile para arzı arasında ve ikinci olarak para arzı ile fiyatlar arasında paralellik bulunmaktadır. Dış ödeme dengesinin sağlanmasına yönelik birinci varsayıma göre, dış ödeme açığı bulunan ülkede döviz talebi, döviz arzından daha büyük olduğu için döviz kuru yükselir. Altın çıkış noktasında ithalat, altın ihracatı ile gerçekleştirilir. Bu durumda para arzı daralır.

İkinci varsayım; ülke para arzındaki daralmanın, Miktar Teorisi uyarınca yurtiçi fiyatların düşmesinde etken olduğu kabulüdür. Bu koşullar altında ithalat azalır, ihracat artar. Dolayısıyla ülkeden altın çıkışı azalır, altın girişi artar. Sonuç olarak dış denge, otomatik olarak sağlanır. Şekil 1'de (P_2) düzeyi, altın giriş noktasını, (P_1) düzeyi ise altın çıkış noktasını temsil etmektedir⁷⁵.

⁷³ ÖZBEK, 1999, s.39

⁷⁴ Emin ERTÜRK, **Uluslararası İktisat**, Ekin Kitabevi, Bursa, 1996, s.319.

⁷⁵ Altın çıkış ve giriş noktaları, altın para standardına has özelliklerdir. Altın çıkış noktası bir yabancı paranın karşılığı olan altın miktarının ulusal paranın kapsadığı altın miktarına oranına bu miktar altının ülkeler arasındaki taşıma giderlerinin eklenmesi ile bulunur. Para arzındaki daralmanın gerçek miktarı uygulanan para sistemiyle ilgidir. Eğer tam karşılık sistemi varsa iç para arzındaki daralma, ihraç edilen altın tutarı kadar olur. Kısmi karşılık sistemi varsa, iç para arzındaki daralma ihraç edilen altın miktarının birkaç katı kadar fazla olacaktır. Örneğin karşılık oranının %25 olması durumunda daralmanın üst sınırı $1/0.25 = 4$ kat, %20 olması durumunda $1/0.20 = 5$ kattır.

Ülkenin dış ödeme denge fazlasına sahip olması durumunda mekanizma tersine işler. Döviz kurları altın ithal noktasına düştüğü andan itibaren dışarıdan ülkeye altın girer. Yurtiçi para arzı genişler, genel fiyat seviyesi yükselir. İthal mal fiyatları, yerli mallara göre fiyatları daha düşük olduğu için ithalat artar, ihracat azalır. Başlangıçta dış fazla sonucunda biriken altın stoku erir ve dış denge kendiliğinden sağlanır.

Klasiklerin fiyat denkleştirme mekanizmasında dayandıkları varsayım tasarrufun olmaması ve dolayısıyla gelirin tamamen harcanmış olmasıdır⁷⁶. Ekonomi, bu nedenle daima tam istihdam seviyesinde dengeye geldiğinden, ödemeler dengesi açığına bağlı olarak ancak parasal gelir azalmakta, buna karşılık gerçek gelirlerde bir değişim olmamaktadır. Başka bir deyişle, fiyatların elastikiyeti yüksek olduğundan (serbest rekabet koşullarının bulunduğu varsayılmaktadır), fiyatlardaki küçük bir düşme ithalatı azaltmakta ve ihracatı arttırarak dengeyi yeniden kurmaktadır. Oysa, bu varsayımlar zamanla geçerliliğini yitirmiştir. Bilindiği gibi, fiyatların genellikle aşağıya doğru elastikiyeti azalmakta, yukarıya doğru ise artmaktadır. Bunun anlamı, açık veren bir ülkenin ödemeler bilançosunun düzeltilmesinde fiyat değişimleri katkısının minimum ve buna karşılık fazla veren bir ülkede ise, bu katkının daha etkili olabileceğidir.

Fiyat değişimleri mekanizmasının yetersizliği karşısında, daha sonraları Keynes'in "Gelir ve İstihdam Teorisi" nin dış ticaret teorisindeki uzantısı olan ve eksik istihdam varsayımından hareket eden gelir değişimleri mekanizması ileri sürülmüştür⁷⁷.

1.1.3. Faiz Değişimleri Yoluyla Dış Denkleşme

Klasik Teoride ekonominin dış dengesini sağlayan üçüncü otomatik mekanizma faiz değişimleri yoluyla çalışmaktadır. Bu yaklaşımın temel varsayımı, para otoritesinin sterilizasyon (kısırlaştırma) operasyonuna yönelmeyeceğidir. Ekonominin dış dengesini, faiz oranında yükselmenin ortaya çıkaracağı bir dışlama etkisi sağlayacaktır. Faiz oranlarındaki (sermayenin marjinal verimlilik oranının üstünde olmak koşuluyla) bir yükselme yatırım harcamalarını kısarak toplam talebi ve

⁷⁶ Klasikler, gelirin tamamen harcanmayıp, bir kısmı tasarruf edilse bile tasarruf edilen kısmın aynen ve yeniden yatırım harcamalarına dönüşeceğini ileri sürmüşlerdir.

⁷⁷ Tomris YILMAZ, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Hadleri İle Ödemeler Dengesi İlişkisi**, Marmara Üniversitesi İİBF Yayın No:371, İstanbul, 1985, s.29.

milli geliri daraltıcı etki yapacak, bu da mal akımları yoluyla ithalatı kısip ihracatı genişleterek dış açığı giderici yönde bir etkide bulunacaktır.

Öte yandan faiz oranlarının ödemeler bilançosunun sermaye hesabı kısmına da etki etmesi sözkonusudur. Yurtiçi faizlerin uluslararası faiz oranına göre yükselmesi yabancı portföy sahiplerinin yerli menkuller satın almasını özendirir. Böylece ülkeye giren bu yabancı mali sermaye nedeniyle sermaye bilançosu fazlası oluşur. Sonuç olarak bir yandan cari işlemler dengesinde düzelme, diğer yandan da sermaye hesabı dengesi fazlalıkları dış ödemeler bilançosunu olumlu yönde etkileyecektir. Bu yaklaşımı finansal liberalizasyon teorisinin nüvesi olarak kabul edebiliriz.

Son olarak monetaristlerin dış denge konusundaki yaklaşımlarını kısaca belirtelim. Monetaristlere göre bireyler, reel gelir düzeylerine ve faiz oranına bağlı olarak belirli bir reel para talebinde bulunurlar. Para arzının daralması onların bu para stoklarının azalması demek olduğundan bu azalmayı gidermeye çalışırlar. Bunun için de yerli ve yabancı mal ve menkul değer alımlarını azaltırlar. Böylece ithalat giderleri ve sermaye çıkışları azalmış olur. Bu da başlangıçtaki dış açıkların denkleştirilmesi demektir. Görüleceği gibi parasalcılar da aynı sonuca ulaşmakla birlikte yaklaşımları öncekilerden farklıdır.

1.2. Keynesyen Makroekonomik Denge Yaklaşımı

1929 yılında başlayan ve tüm dünyayı etkileyen Büyük Buhran, sonuçları itibariyle Klasik İktisat anlayışı ve uygulamalarının tartışılıp sorgulanmasına yol açmıştır. O zamana kadar ekonomide durgunluğu öngörmeyen, meselenin sadece arz yönüyle ilgilenen ve oluşturduğu teorik altyapının desteğiyle gerçekten uzunca bir süre başarılı bir performans sergileyen Klasik İktisat anlayışı ve uygulamaları, John Maynard Keynes'in 1936 yılında yayınlanan ve kısaca Genel Teori adıyla anılan ünlü kitabında öne sürdüğü görüşler sonucunda terk edilerek gözden düşmüştür.

Anılan tarihten itibaren ilgi gören ve uygulamaya aktarılan ancak altın çağını II. Dünya Savaşı sonrası dönemde yaşayan Keynesyen İktisat, 1970'lerin başında ekonomik açıdan tüm dünyayı etkileyen petrol şokları ve Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte sorgulanır hale gelmiş, serbest piyasa ekonomisi anlayışı tekrar ön plana çıkmıştır. Bu süreçte; yükselen demokrasi ve özgürlük talepleri, insan hakları alanında kaydedilen ilerlemeler, yaygınlaşan bireycilik felsefesi gibi sosyal gelişmelerin iletişim alanındaki teknolojik ilerlemeler sayesinde tüm dünyada çok kısa bir sürede izlenip yaygınlaşmasıyla Klasik İktisat Teorisinin yeni versiyonları ortaya

çıkmiştir. Neo-Klasik İktisat, Monetarizm, Arz Yönlü İktisat, Refah Ekonomisi gibi yaklaşımlar bunlar arasında sayılabilir. Ancak 1980'li yılların ortalarından itibaren 2000'li yıllara kadar olan sürede sıklıkla ortaya çıkan ekonomik krizler ve giderek yaygınlaşan yoksulluk bir kez daha gözlerin iktisat alanına çevrilmesine yol açmış, Neo Keynesyen Yaklaşım, Post Keynesyen İktisat, Rasyonel Bekleyişler Kuramı, Yapısalcı İktisat gibi yaklaşımların önerdiği müdahaleci politikalar gündemdeki yerini almıştır⁷⁸.

Özü itibariyle ekonomide talep yönetimi olarak adlandırılan ve ekonominin hemen her alanında müdahaleyi öngören Keynesyen Teori, günümüzde de geçerliliğini belli ölçülerde sürdürmektedir. Keynesyen iktisat anlayışında ekonominin dengesi makro bir bakış açısıyla ele alınmaktadır. Bu çerçevede makroekonomik politikanın amaçları, iç ve dış dengenin sağlanmasıdır. En önemli araçları da maliye ve para politikasıdır. Bu politikalar; kamu harcamaları, vergiler ve para miktarının uygun düzeyde belirlenmesi ile makroekonomik dengelerin kurulması konusunda önemli rol oynamaktadırlar.

Makro ekonomik denge, ekonominin üç temel kesiminin dengede bulunması ile oluşur. Bu dengeler üç eğriyle gösterilebilir. (i) Mal piyasasının dengede olduğu gelir ve faiz oranı bileşimini gösteren IS eğrisi üzerindeki her noktada arz edilen mal ve hizmetlerin talep edilen miktarlara eşitliği söz konusudur. (ii) Para piyasasının dengede olduğu gelir ve faiz oranı bileşimini gösteren LM eğrisi üzerindeki her noktada para arzı ve para talebi birbirine eşittir. (iii) Kapalı ekonomi modelindeki LM ve IS eğrilerini oluşturan denge koşullarının bulunduğu para ve mal piyasalarına dışa açık ekonomide döviz piyasasının eklenmesi gerekir. Bu yeni piyasadaki denge BP eğrisi olarak üçüncü bir eğri oluşturur. BP eğrisi, döviz piyasasının dengede olduğu faiz oranı-gelir bileşimlerini gösterir.

1.2.1. İç Ekonomik Denge

Keynesyen Teoride bir ekonomide iç dengenin gerçekleşmesi için mal piyasası ile para piyasasında aynı anda dengenin sağlanmış olması gerekir. Makroekonomik analizlerde mal ve para piyasalarındaki dengenin IS ve LM eğrileri yardımı ile gösterilmesi genel kabul gören bir yaklaşımdır. Biz burada IS-LM

⁷⁸ Gülten KAZGAN, *İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi*, 6.Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 1993, s.203.

eğrilerinin nasıl elde edildiği konusuna girmeyip, genel ekonomik dengeyi oluşturma bakımından ele alacağız.

1.2.1.1. Mal Piyasasında Denge

Yatırım-Tasarruf kombinezonunu simgeleyen IS (Investment-Saving) eğrisi, mal piyasası dengesini sağlayan faiz oranı ve milli gelir düzeyi bileşimlerini gösterir. O nedenle, buna "mal piyasası denge eğrisi" de denebilir. Eğrinin elde edilmesinde, milli gelir ve faiz oranları dışındaki tüm faktörler (örneğin fiyatlar) sabit varsayılmıştır.

Mal piyasasında denge, toplam mal ve hizmetler üretiminin (toplam arz) planlanan harcamalar toplamına (toplam talep) eşitlenmesiyle sağlanır. Bu koşul ise harcama akımından ayrılan toplam sızıntıların, harcamalara yapılan toplam katılımlara eşitlenmesini gerektirir. Eğer kamu kesimi analiz dışı bırakılacak olursa, sızıntılar tasarruflarla (S) ithalattan (M) oluşur. Bunların ikisi de milli gelirin pozitif birer fonksiyonudur. Katılımlar ise yatırım harcamaları (I) ile ihracatı (X) kapsar.

Uyarılmış yatırımlar ülkedeki faiz oranının (i) azalan bir fonksiyonu, ihracat da karşı ülkelerin milli gelirinin artan bir fonksiyonudur. Dolayısıyla, her ikisi de ele alınan ülkenin milli gelirinden bağımsız durumdadır. Buna göre milli gelirin denge koşulu aşağıdaki gibi olacaktır:

$$S(Y) + M(Y) = I(i) + X$$

$S(Y)$, $M(Y)$ ve $I(i)$ sırasıyla, tasarruf fonksiyonu, ithalat fonksiyonu ve yatırım fonksiyonudur. Birincisi tasarrufun milli gelire, ikincisi ithalatın milli gelire, üçüncüsü de yatırımların faiz oranına bağlılığını ifade eder. Toplam sızıntıların toplam katılımlara eşitlenmesiyle, toplam harcamalar da toplam üretim düzeyine ulaşmış, yani milli gelir dengesi sağlanmış olacaktır.

1.2.1.2. Para Piyasasında Denge

LM eğrisi, reel para talebini reel para arzına eşitleyen faiz oranları ile milli gelir düzeyi bileşimlerini gösteren bir eğridir. LM eğrisi boyunca, para piyasasında denge sağlanmıştır. O bakımdan, LM eğrisi yerine "Likidite talebi ve Para arzı" (Liquidity demand and Money supply) eğrisi de denebilir.

Bireyler harcamalarını finanse etmek üzere servetlerinin bir kısmını yanlarında nakit para şeklinde tutarlar. Hazır para tutmanın yararı, paranın likiditesinin tam olması, diğer bir deyişle, istendiği an kullanıma hazır bulunmasıdır. Oysa tahvil, vs.

gibi öteki servet biçimlerinde likidite özelliği daha düşüktür. Bunların harcamada kullanılabilmesi için, önce paraya çevrilmeleri gerekir.

Bireylerin para talebi nominal değil, reel bir taleptir. Bireyler harcamalarında kullanmak üzere belli bir reel satın alma gücünü yanlarında tutmak isterler. Başka bir ifade ile enflasyonist ortamda reel ankes talebi artar. Buna bağlı olarak da fiyatlar ne kadar yükselirse ekonomik birimler satın alma güçlerini en azından korumak (ve çoğu zamanda arttırmak) istedikleri için bu miktarın parasal tutarı (nominal para talebi) o kadar artar, fiyatlar düşünce de o kadar azalır.

Reel para talebi ilk olarak gelire bağlıdır. Gelir düzeyi arttıkça bulundurulmak istenen reel para miktarı da artar. İkinci olarak, reel para talebi faiz oranından etkilenir. Ancak faizle para talebi arasındaki ilişki ters yönlüdür. Faiz oranı yükseldikçe para tutmanın maliyeti artmış olur. Dolayısıyla parasal fonlar, tahvil ve banka mevduatı gibi kaynaklara yatırılarak bir faiz geliri elde edilir ve nakit olarak tutulan fonlar azalır. Tersine, faiz oranı düştüğünde ise, maliyeti azaldığından daha fazla nakit para tutulmak istenir.

1.2.1.3. Mal ve Para Piyasalarında Birlikte Denge

İç denge, mal ve para piyasalarının aynı anda dengede olması durumunu ifade eder. Bu itibarla bulunacak faiz oranı ve gelir düzeyi her iki piyasada da denge sağlayabilecek nokta olmalıdır.

Özetlemek gerekirse, kapalı bir ekonomide iç denge IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktanın belirlediği faiz oranı ve gelir düzeyinde gerçekleşir. Otonom harcama değişimleri gibi IS eğrisinin, ya da para arzı değişimleri gibi LM eğrisinin kaymasına yol açan yeni bir durum ortaya çıkıncaya kadar önceki denge geçerliliğini sürdürür.

1.2.2. Dış Ekonomik Denge

Dış denge ile belirtilmek istenen, ödemeler bilançosunda bir açık veya fazlanın bulunmamasıdır. Bu ise ülkenin dış dünya gelirlerinin dış dünya giderlerine eşitlenmesi, ya da diğer bir deyişle, resmi döviz rezervlerindeki net değişimin sıfır olması demektir⁷⁹. Dış ekonomik dengenin nasıl sağlandığına geçmeden önce ödemeler bilançosu hakkında bazı temel bilgilerin hatırlanması yararlı olacaktır.

⁷⁹ SEYİDOĞLU, 2001, s.508.

Ödemeler Bilançosunun Özellikleri: Bir ülkenin dış alemle parasal ilişkilerini gösteren ödemeler bilançosu bazı temel hesap gruplarından oluşmaktadır. Bunlar cari işlemler hesabı, sermaye hesabı ve resmi rezervler hesabı şeklindedir. Ödemeler bilançosu (ÖB) denkleğinin sağlanabilmesi için, örneğın cari işlemler bilançosundaki bir açığın (fazlanın) sermaye bilançosundaki bir fazlalıkla (açıklıkla) karşılanması gerekir. Net rezerv değışmeleri ancak bu durumda sıfır olur. Buna göre matematik anlatım şöyle yazılabilir:

$$\text{ÖB} = \text{Cari işlemler bilançosu} + \text{Sermaye Bilançosu} = 0$$

Analizde kolaylık sağlamak amacıyla hizmetler ve tek yanlı transferler bir yana bırakılacak olursa, cari işlemler dengesi, mal ithalat ve ihracatı arasındaki farka eşit olacaktır. Bu da bilinen dış ticaret dengesi tanımından başka bir şey değildir. Dış ticaret dengesi ihracat ile ithalatı kapsar. İhracat ülkenin milli gelirinden (Y) bağımsızdır. Fakat ihracat, yabancı ülkelerin ithalatı olduğundan, onların milli gelirinin (Y_i) bir fonksiyonudur. Diğer yandan ihracat, reel döviz kurundan (R) da etkilenir. Reel kur, yurtdışı enflasyon oranının (p_r), yurtiçi enflasyon oranına (p) bölünmesiyle elde edilen rakam ile nominal döviz kurunun (yabancı para birimi başına ulusal para miktarı E), çarpılmasıyla bulunur.

$$R = E (p_r/p)$$

Reel kurun yükselmesi ülke ihracatı üzerinde artış yönünde etkide bulunur. Bunun nedeni dış fiyatların iç fiyatlardan daha hızlı artması dolayısıyla ülkenin dış pazarlarda fiyata dayalı rekabet yönünden güçlü konuma gelmesidir. Tersine reel kurdaki bir düşme, rekabet gücünü zayıflattığı için ihracat üzerinde azaltıcı yönde etkide bulunur.

Benzer şekilde İthalatı etkileyen faktörler de, ülkenin milli geliri ile reel döviz kurudur. İthalatla milli gelir arasında doğru yönlü (ithalat fonksiyonu), ithalatla reel kur arasında ise ters yönlü bir ilişki vardır. İthalatla reel kur arasında sözü edilen ters ilişkinin nedenleri açıktır. Reel kurda bir yükselme, dış fiyatların iç fiyatlardan daha hızlı arttığını, dolayısıyla ithalatın ulusal para cinsinden pahalılaştığını ifade eder. Bu da ithalat hacmini düşürür. Bunun tersine, reel kurdaki bir düşme de ithalatın ucuzlaması anlamına geldiğı için yabancı mallara talebi artırıcı etki yapar. Anlatılanların matematiksel olarak ifadesi: $X - M = X(Y_f, R) - M(Y, R)$ şeklindedir.

Ödemeler bilançosu yalnızca ülkenin mal ve hizmet ticaretini kapsamaz. Bunun yanında, uluslararası mali değerlerin alım satımı, yani sermaye akımları da

önemli bir yer tutar. Günümüzün belli başlı özelliklerinden birisi de sermaye piyasaları arasında görülen sıkı ilişki veya bütünleşmedir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerin finansal merkezleri arasında bu bütünleşme ileri boyutlara ulaşmıştır. O nedenle ki, örneğin New York Sermaye Piyasası ile Avrupa ya da Japon piyasalarında benzer finansal aktiflerin getiri oranları da birbirlerine oldukça yaklaşık düzeydedir.

Finansal açıdan bütünleşmiş bir dünyada, uluslararası sermaye akımlarını etkileyen temel faktörün risk faktörüne göre düzeltilmiş faiz oranları arasındaki farklılık olduğunu kabul edebiliriz. Dünya faiz oranının (i_f) sabit olduğunu varsayarsak, yurtiçi faizlerin (i) yükseltilmesi, yabancı servet sahiplerinin yerli menkul değer alımlarını özendirir. Diğer bir deyişle, ülkeye daha büyük hacimde yabancı sermaye girmesine ve böylece de sermaye hesabında iyileşmeye neden olur. Yurtiçi faizlerin düşürülmesi durumunda ise bu mekanizma tersine işler: Ülkedeki servet sahiplerinin yabancı menkul alımları artar, sermaye dengesi olumsuz yönde etkilenir. O halde, özetle sermaye bilançosu (SB), iç ve dış faiz oranları farkına bağlı olup aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$SB=f(i-i_f)$$

Yabancı menkullerin yerli menkullerle ikamesi, ya da sınır ötesi sermaye akımlarının ulusal faiz değişmelerine tepkisi konusunda üç farklı varsayım yapılabilir:

Sermayenin tümüyle hareketli olduğu durum: Sermayenin içeriye ve dışarıya doğru tam anlamıyla akışkan olması durumunda temel parametre faiz oranlarıdır. Bu nedenle faizlerdeki en ufak bir değişimin sınırsız sermaye akımlarına yol açacağı varsayılır. Diğer bir açıdan belirtmek gerekirse bu durumda, yerli menkullerle yabancı menkuller arasında hiçbir fark yoktur, dolayısıyla ikisi birbiri yerine tam olarak ikame edilebilme özelliğine sahiptir. Bu durumun doğal sonucu uluslararası piyasalarda geçerli faiz oranının ele alınan ekonomisi nisbeten küçük ama dışa açık ülkede de geçerli olması zorunluluğudur.

Sermaye tümüyle hareketsiz olduğu durum: Yurtiçine sermaye girişinin ve yurtdışına sermaye çıkışının olmadığı bu durumda, ulusal sermaye piyasasının uluslararası finansal merkezlerden tamamen soyutlanmış olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla yurtiçi faizler, dış dünyaya göre ne oranda değiştirilirse değiştirilsin, içe veya dışa doğru herhangi bir sermaye akımı ortaya çıkmaz. Başka bir anlatımla faiz oranlarının sermaye hesabı üzerindeki etkiler daima sıfırdır.

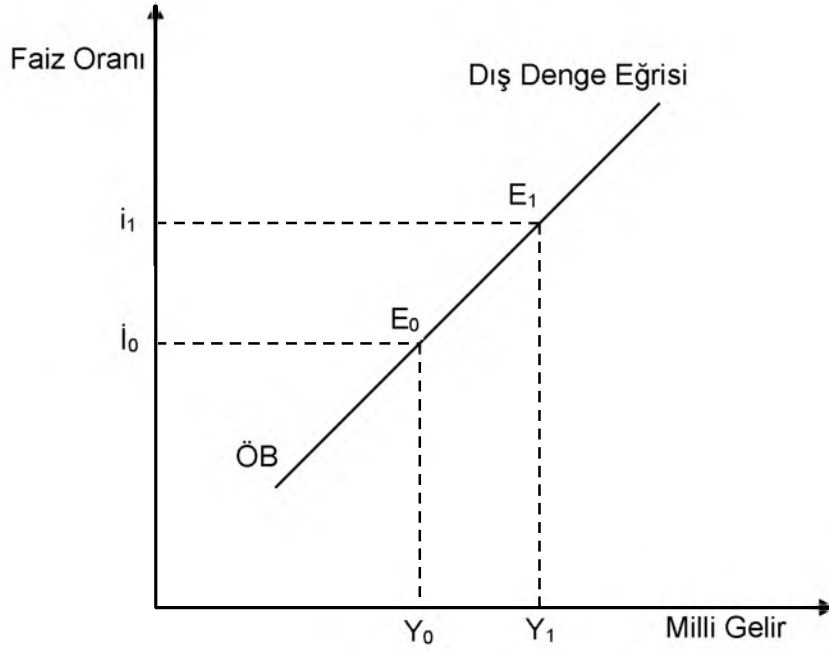
Sermayenin kısmen hareketli olduğu durum: Sermayenin yurtiçine ve yurtdışına belli ölçülerde/koşullarda akışkan olduğu bu durumda, yerli menkullerle yabancı menkuller arasında sınırlı ölçüde bir ikame vardır. O bakımdan ulusal faiz oranlarının yükseltilmesiyle, ülkeye bir miktar yabancı sermaye girişı sağlanır ve sermaye bilançosu bundan olumlu yönde etkilenir. Tersine, faizlerin düşürülmesi de bir miktar sermayenin ülkeyi terk etmesine ve sermaye bilançosunun bozulmasına neden olur.

Günümüzde dünya sermaye piyasalarında görülen hızlı, yoğun ve güçlü bütünleşme eğilimlerine karşın, henüz tam bir uluslararası sermaye hareketliliğinden söz edilemez. Aslında, portföy teorisinin ortaya koyduğu gibi, portföyün yerli ve yabancı menkullerle çeşitlendirilmesi gereği de sermaye hareketliliğini sınırlandırıcı bir etki yapar.

Kısaca, uluslararası sermaye akımlarının sınırlılığını kabul edilirse, sermaye hesabı, yukarıda ifade edildiği gibi iç ve dış faiz farkının bir fonksiyonu olacaktır. Bu da bir ülke yetkililerine, örneğin faiz oranlarını yükseltip sermaye hesabı fazlası oluşturarak cari işlemler hesabı açıklarını karşılama ve böylece genel dış ödemeler dengesini sağlama fırsatı verecektir.

Cari işlemler hesabındaki açık biçimindeki dengesizliği giderip genel dış dengeyi sağlamanın koşulu, gelir düzeyleri ile faiz oranlarına bağlı olarak, faiz oranının uyardığı net sermaye hesabında cari açık kadar fazla vermektir. Başka bir ifade ile denge koşulu, yükselen faizler nedeniyle ülke ekonomisine dışarıdan sermaye girmesi anlamına gelmektedir. Eğer cari işlemler hesabındaki dengesizlik fazla biçimindeyse, bu takdirde sermaye hesabı faiz oranının uyarısıyla sözkonusu fazla kadar açık vermelidir. Bu da, (yabancı ülkelere nazaran) düşen faizler nedeniyle ülke dışına sermaye çıkışı demektir. Bu bizi milli gelir ile faiz oranları arasındaki pozitif yönlü ilişkiden elde edilen dış denge eğrisine götürmektedir. Şekil 2'de bu durum gösterilmektedir.

Dış denge eğrisi eksenler arasındaki alanı ikiye ayırmaktadır. Doğrunun altında ve sağında kalan kısımda dış denge için gelir düzeyi çok yüksek veya faiz oranı çok düşük bulunmaktadır. Dolayısıyla bu alan dış açıkları temsil eder. Eğrinin üstünde ve solunda kalan alanda ise tersine, dış denge için milli gelir çok düşük ve faiz oranları çok yüksektir. O bakımdan bu bölge de dış ödeme fazlalarını gösterir.



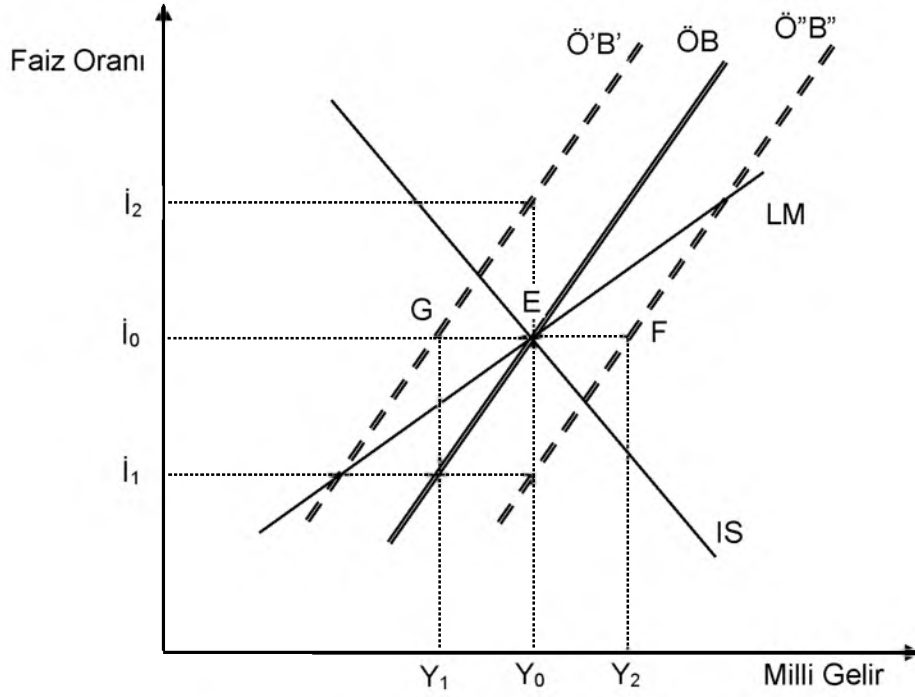
Şekil 2: Dış Denge Eğrisi

Dış denge doğrusunun eğimi sermaye akımlarının faiz oranları farkına karşı duyarlılığına bağlıdır. Bu duyarlılık (sermayenin faiz elastikiyeti) ne kadar yüksek olursa, eğri o derece yatıklaşır (eğimi azalır). İki aşırı durumu ele alırsak, sermaye akımlarının sonsuz olması durumunda, dış denge eğrisi yatay eksene paralel, sıfır olması dikey eksene paralel dik bir doğru şeklinde olur.

1.2.3. Genel Ekonomik Denge

Ekonominin genel dengesi, yukarıda belirtildiği gibi, aynı anda iç ve dış dengenin sağlanmasını ifade eder. Daha açık bir deyişle genel denge, mal piyasasının, para piyasasının ve dış ödemeler bilançosunun aynı anda dengede olması demektir. Bu ise IS, LM ve ÖB eğrilerinin üçünün kesiştiği noktada gerçekleşir. Şekil 3 bu durumu ele almaktadır.

Şekilde genel denge noktası E'dir. Bu noktanın temsil ettiği Y_0 gelir düzeyi ile i_0 faiz oranı tüm piyasalarda dengeyi sağlayan bileşimi göstermektedir. Bu noktada iç denge sağlanmıştır. Çünkü mal piyasasında toplam arz toplam talebe, para piyasasında da para arzı para talebine tam olarak eşitlenmiştir. Dış denge de gerçekleşmiştir. Çünkü sermaye hesabı fazlası (açığı) cari hesap açığı (fazlası) ile karşılanmış ve ödemeler bilançosu dengeye gelmiştir.



Şekil 3: Genel Dengenin Sağlanması

Dış denge eğrisi her zaman IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktadan geçmeyebilir. Bu durumda gelir dengesinin sağlandığı milli gelir düzeyinde ya bir dış açık ya da bir dış fazla bulunuyor demektir. Şekilde de görüldüğü gibi dış denge eğrisinin Ö'B' olduğunu varsayarsak, ödemeler bilançosunda bir açık bulunacaktır. Dış denge eğrisinin Ö'B'' konumunda olması halinde ise, bir ödemeler bilançosu fazlası anlamına gelmektedir.

Öte yandan Keynesgil analizde açık ekonomi makro politikaları açısından durumu ele aldığımızda, Şekil 3'ten yararlanarak gelir ve faiz oranı parametrelerinden birine göre dengenin nasıl sağlanabileceğine ilişkin değerlendirme yapmak mümkündür. Şayet milli gelir düzeyinin değişmemesi arzulanıyorsa dış açık durumunda faiz oranının i_2 düzeyine yükseltilmesi gerekecek, dış fazla durumunda ise i_1 düzeyine düşürülmesi sözkonusu olacaktır. Eğer faiz oranının sabit kalması yönünde bir istek varsa dış açık durumunda milli gelirin Y_1 düzeyine düşmesi kabul edilecek, dış fazla durumunda ise milli gelirin Y_2 düzeyinde oluşması sözkonusu olacaktır.

Açık bir ekonomide makro dengenin nasıl sağlanabileceğine ilişkin bu analizin sermayenin tam mobilitesi varsayımı altında, benimsenen kur sistemine göre, para ve maliye politikalarının istikrarı sağlama etkinlikleri açısından ele alınması gerekmektedir.

2. Kur Sistemlerine Göre Genel Ekonomik Denge ve Politika Etkinlikleri

Herhangi bir devlete ait paranın⁸⁰ diğer paralar ile değişim oranlarına döviz kuru ya da kısaca kur denmektedir. Bu çerçevede kur, diğer herhangi bir mal gibi, dövizin fiyatıdır. Döviz kuru genellikle yabancı paranın bir birimi esas alınarak ulusal para cinsinden ifade edilmesine rağmen, bazı ülkelerdeki uygulama ulusal paralarının yabancı para fiyatını döviz kuru olarak açıklamak biçimindedir. 1 US\$ = 1.500.000.- TL birinciye, 1 TL = 1/1.500.000.- US\$ ikinciye örnek verilebilir. Döviz kurları ikili ilan edilebileceği veya belirlenebileceği gibi çapraz kurlar şeklinde de ilan edilebilmektedir⁸¹.

Döviz kuru sistemi; döviz kurlarının nasıl ve hangi güçler tarafından belirleneceği, kurlarda serbestçe ya da resmi kararlarla değişme olup olmayacağı veya hangi ölçülerde olabileceği gibi konularla ilgili kurallar bütünü, veya kısaca, “döviz kurlarının belirlenme ve değişim rejimi” olarak tanımlanmaktadır⁸².

“Kambiyo sistemi” ve “kur politikası” kavramları genellikle kur sistemi ile karıştırılmaktadır. Kambiyo sistemi, döviz kuru sisteminin yanısıra döviz işlemlerinin serbestlik durumunu ve döviz kurunun fiili düzeyini (efektif döviz kurunu) dolaylı olarak etkileyen ve kontrolleri de kapsayan daha geniş bir kavramdır⁸³. Döviz kuru politikası ise, ülkenin benimsemiş olduğu kur sistemi konusunda ayrıntılar da dahil bilgi vermekte ve onun bir parçasını oluşturmaktadır.

Teori ve uygulamada geniş bir yelpaze oluşturan çeşitli kur sistemleri vardır. Gerçekten de günümüzde döviz kurunun tam sabit ve değişime uğratılmadan uygulanan şeklinden hiç müdahalenin yapılmadığı ve temiz dalgalanan kur sistemi uygulamasına kadar örneklerini görmek mümkündür. Ancak yapılan sınıflandırmalarda genellikle sabit kur sistemi, esnek kur sistemi ve karma sistemler

⁸⁰ Buradaki “para” kavramı, sadece nakit para (banknot+madeni para) şeklinde değil, para ile ödeme yapılmasını sağlayan diğer belge ve araçları da kapsayacak genişlikte kullanılmaktadır.

⁸¹ Eric PENTECOST, **Exchange Rate Dynamics**, Edward Elgar, Vermont, 1993, s.4.

⁸² GÜRAN, 1987, s.7.

⁸³ Emre GÖNENSAY, “Döviz Kuru Politikası”, **2. Türkiye İktisat Kongresi:Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliği**, DPT Yayınları No:421, İstanbul, 1981, s.271.

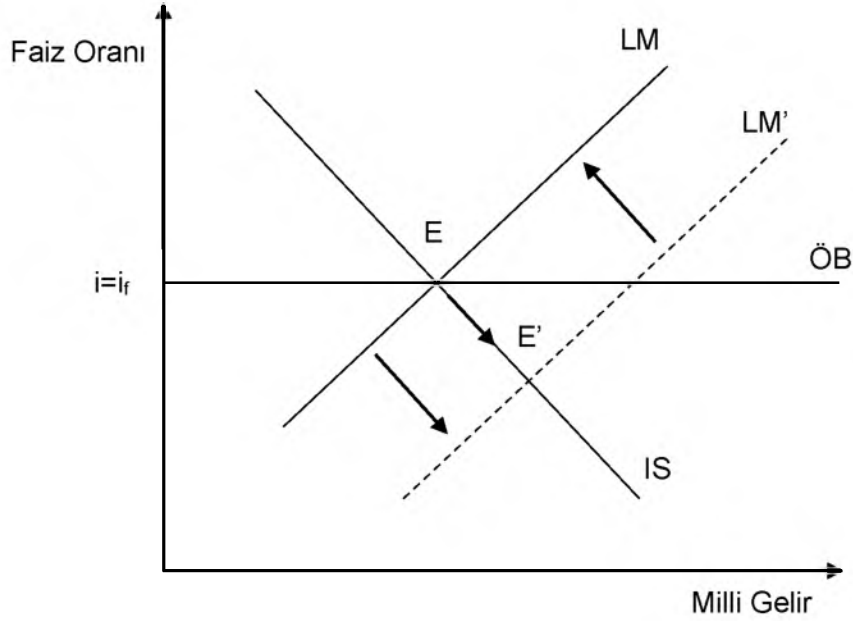
şeklinde ayırma gidildiği görülmektedir. Kur sistemlerinin bu şekilde sınıflandırılmasının temelinde, döviz piyasalarına resmi otoritelerce yapılan müdahalelerin türü ve yoğunluğu yatmaktadır. Buna göre sabit kur sisteminin esası, döviz kurunun tespit edilmiş bir düzeyde belirlenmesi ve piyasadaki arz ve talep değişimleri ne olursa olsun kurun bu düzeyde sürdürülmesidir. Altın Para Standardı ve Bretton Woods Sistemi tarihsel açıdan, EURO, IMF'nin Özel Çekme Hakları (SDR) ve bir ölçüde kur çıpası uygulaması günümüz açısından sabit kur sisteminin örnekleri arasında sayılabilir. Esnek kur sistemi ise, döviz kurları aynen rekabetçi piyasa koşulları altındaki bir mal gibi, döviz piyasasında arz ve talep güçlerinin işleyişine bırakılmıştır. Başka bir ifade ile, döviz kurları, toplam döviz talebi ile toplam döviz arzının eşitlendiği bir düzeyde oluşur. Piyasa talebinde veya piyasa arzında bir değişme ortaya çıktığında buna tepki olarak kurlar da değişir.

2.1. Sabit Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği

Dış denge eğrisine ilişkin yapmış olduğumuz açıklamalarda yurtiçi faiz oranlarındaki yükselmenin, dış yatırımcıları özendirerek yerli finansal varlıklara yönelik talebin artmasında etken olacağını ve bu gelişme nedeniyle sermaye hesabı denge fazlalarının ortaya çıkabileceği belirtilmişti. Konuya sabit kurlar açısından yaklaşırsa, sabit kur uygulamasında merkez bankasının tam anlamıyla bağımsız bir para politikası izlemesi mümkün değildir. Yine de gerçekte kısa dönem itibarıyla yabancı menkul değerler ile yerli menkul değerlerin birbirini tam anlamıyla ikame etmesi durumunda merkez bankasının para arzını bir ölçüde kontrol etmesi mümkündür. Ancak yabancı ve yerli menkul değerlerin birbirini tam anlamıyla ikame etmediği durumda, yatırımcılar açısından getirilerinin birbirine eşit olması gerekmektedir. Sabit döviz kurlarında yurtiçi faiz oranları, dış faiz oranlarına eşit olma durumundadır. Sermaye akışkanlığının tam olması koşulunda, yurtiçi oranlarda dış dünya faiz oranlarından farklılaşmaya yol açabilecek nitelikteki herhangi bir sapma, yatırımcıların tutumlarını etkileyecek onların daha yüksek getiri sağlayan menkul değerlerden yana tercih yapmalarına sebep olacaktır. Bu durum, sabit kur uygulamasında merkez bankasının bağımsız para politikasından ödün vermesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Aşağıda verilen Şekil 4'den yararlanarak konuyu açıklamaya çalışalım. Yerli ve yabancı menkul değerlerinin birbirlerinin tam ikamesi olması koşulunda ÖB eğrisi, yurtiçi faiz oranı (i) seviyesi ile ilişkili olarak uzanan düz bir doğru biçimindedir. Bu koşulda yurtiçi faiz oranı, dış dünya faiz oranına (i_f) eşittir. Dış dünya faiz oranı

üzerindeki herhangi bir yurtiçi faiz oranı, ülkeye, yabancı ülkelere büyük miktarlarda (sonsuz) sermaye girişine yol açar. Buna karşılık yurtiçi faiz oranları dünya faiz oranlarından düşükse, ülkeden büyük miktarlarda (sonsuz) sermaye çıkar. Bu koşulda dış ödeme dengesi, sadece yurtiçi faiz oranları ile dünya faiz oranlarının birbirine eşitlendiği düzeyde sağlanabilmektedir.



Şekil 4: Sabit Kur Uygulamasında Genişletici Para Politikası

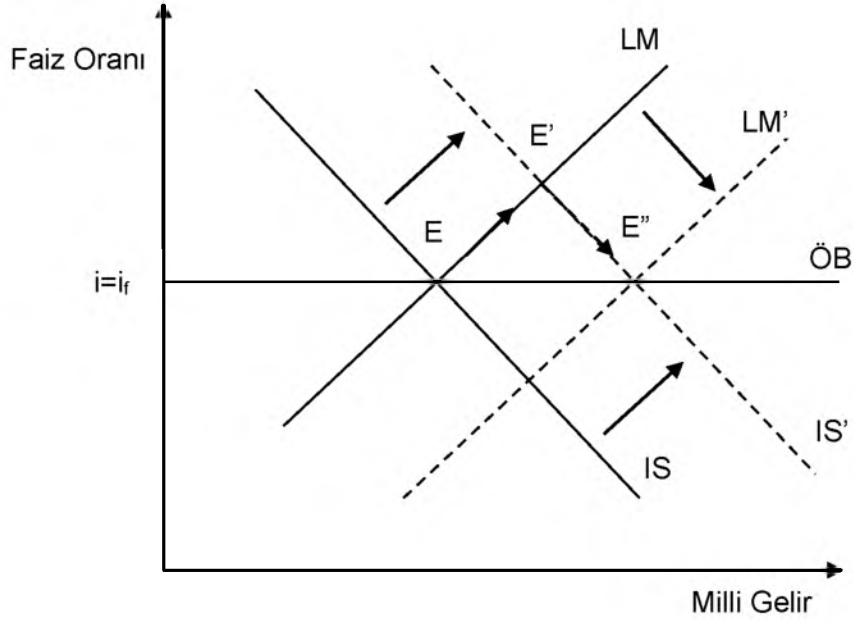
Merkez bankası para arzını genişletirse, bu nedenle LM eğrisi, LM' biçiminde daha sağda yer alır. IS-LM dengesi de değişerek para piyasalarıyla mal piyasalarında dengenin E noktasından E' noktasına kaymasına yol açar. Bu sırada ülkeden hızla sermaye çıkışının başlaması söz konusudur. Bu durum, ulusal paranın dış değerinin düşürülmesi (devalüasyon) yönünde baskı oluşturur. Bu koşulda sabit kur düzeyinin korunması açısından merkez bankasının müdahalede bulunarak ulusal para karşılığında döviz satması uygundur. Dövizle yapılan bu müdahale sonucunda para arzının daralarak LM' eğrisini sola doğru kaydırması ve başlangıçtaki denge noktasını oluşturan E noktasında yeniden istikrara ulaştırması beklenmektedir.

Sermaye akışkanlığının tam olması durumunda bu gelişme kendiliğinden oluşmakta ve dengenin aynı düzeyde korunabilmesini sağlamaktadır. Tersine, denge koşuluna göre para arzının herhangi bir biçimde daraltılması sonucunda LM eğrisi

sola doğru hareket edecek ve faiz oranları ile döviz kurunu destekleme yönündeki müdahale tersine işleyiş gösterecektir⁸⁴.

2.2. Sabit Kur Sisteminde Maliye Politikasının Etkinliği

Kamu harcamalarındaki veya vergi oranlarındaki bir değişme, IS eğrisinde kaymalara yol açacaktır. Genişletici mali politikanın benimsenmiş olduğu koşulda, Şekil 5'den yararlanarak bazı gelişmeleri açıklayabiliriz. Sabit döviz kurlarının uygulandığı, yabancı ve yerli menkul değerler arasında mükemmel ikame olanağının bulunduğu ve sermaye akışkanlığının tam olduğu varsayımları altında, ÖB düz bir doğrudur ve bu durumda yurtiçi faiz oranı ile dış faiz oranı arasında fark yoktur.



Şekil 5: Sabit Kur Uygulamasında Genişletici Maliye Politikası

Kamu harcamalarının artması sonucunda IS eğrisi, IS' eğrisi olarak yer değiştirmektedir. Bu durumda denge, daha yüksek faiz oranı ve yüksek gelir düzeyiyle ilişkili olarak E' noktasından hareket etmekte ve E' noktasında yeniden sağlanmaktadır. Burada E' denge seviyesi, ÖB doğrusunun yukarısında yer almaktadır. Bu durumda, yurtiçi faiz oranlarıyla ilişkili olarak ödemeler bilançosu sermaye hesabı denge fazlası vermektedir. Ulusal paranın dış değerinde meydana gelecek artış baskılarının (revalüasyon) önlenmesi açısından merkez bankasının

⁸⁴ Michael MELVIN, **International Money and Finance**, Harper Collins Publishers, 1992, s.222.

ulusal parayla döviz toplamak üzere para arzını genişletmesi uygundur. Para arzının artması ile LM eğrisi sağa kaymaktadır. Para arzı, LM eğrisini LM' eğrisi durumuna dönüştürünceye kadar arttırıldığında, dengenin E" noktasında kurulması beklenmektedir. Bu koşulda gelir düzeyindeki yükselmeye karşın faiz oranları, $i = i_f$ seviyesinde gerçekleşmektedir⁸⁵.

Yukarıda yapılan açıklamalara yönelik sonuçların para arzını genişletici yöndeki politikanın seçilmiş olması haline göre ortaya koyduğu sonuçlardan en önemli farkı şöyle açıklanabilir. Sermaye akışkanlığının tam olarak sağlanmış olduğu koşuldaki sabit kur uygulamasında, para politikasının gelir düzeyini etkilemesi mümkün değildir. Bunun temel nedeni sabit döviz kuru sistemlerinde bağımsız para politikasının izlenmesinin mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. Buna karşılık, bu koşulda uygulanan maliye politikası, gelir düzeyini etkileyebilmekte ve bu etkiler yurtiçi ekonomiye yansıyabilmektedir.

2.3. Esnek Kur Sisteminde Para Politikasının Etkinliği

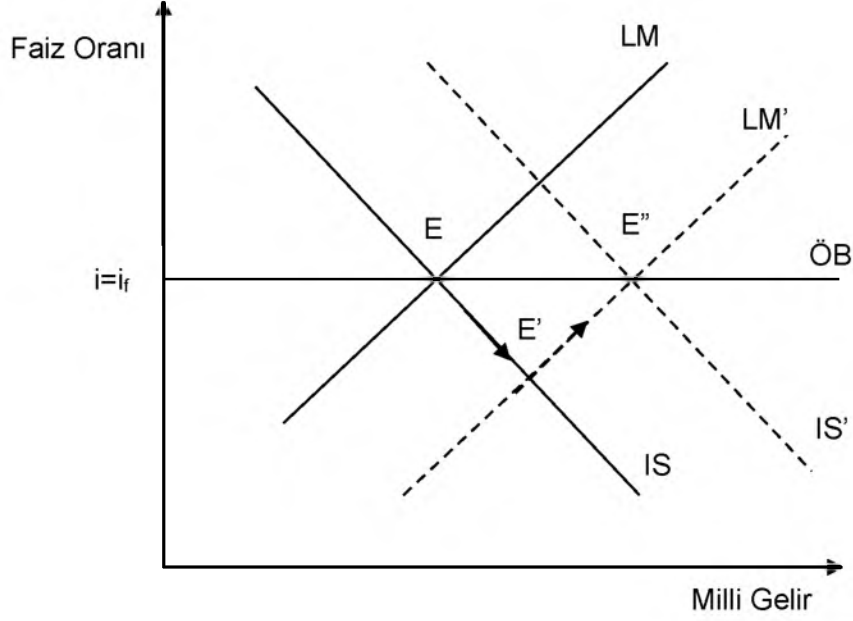
Esnek kur uygulamasında merkez bankası, döviz kurunu desteklemek gibi bir amaçla döviz piyasasına müdahale etmek zorunda değildir. Döviz kurlarına müdahale edilmemesi durumunda sermaye hesabındaki denge açığı; cari işlemler denge fazlasıyla kendiliğinden karşılanmaktadır. Ayrıca merkez bankası döviz kurunu belirli bir düzeyde tutmak zorunda olmadığı için para arzı istenildiği ölçüde genişletilebilmektedir. Dolayısıyla esnek kur sisteminin en büyük yararı, para otoritelerinin bağımsız para politikası uygulayabilmelerine olanak vermesidir.

Yerli ve yabancı menkul değerler arasında tam ikamenin bulunduğunu ve ülkeler arasındaki sermaye hareketleri akışkanlığının mükemmel olduğu varsayımından hareket edersek $i = i_f$ sonucu üzerinde yeniden yoğunlaşabiliriz. Bu koşulda ÖB eğrisi, yine $i = i_f$ düzeyinde düz bir doğru biçimini alır. Fakat burada dış ödeme dengesinin sağlanması konusunda resmi rezerv hareketlerinin dengeleyici rolü dikkate alınmamaktadır.

Döviz kurlarındaki değişimler, IS eğrisinin kaymasına yol açmaktadır. Şöyle ki yerli ve yabancı mal fiyatlarının sabit olduğu durumda, ulusal paranın değer kaybetmesi ile yerli mallar, yabancı mallara göre ucuzlamakta ve bu nedenle ihracat artmaktadır. Net ihracat kazançları, toplam talebin bir bölümü olduğu için bu koşulda

⁸⁵ MELVIN, 1992, s.223.

IS eğrisi sağa doğru kaymaktadır. Aksi bir durumda ulusal para dış piyasalarda değer kazandığı zaman, net ihracat gelirleri azalacak ve IS eğrisi sola doğru kayacaktır⁸⁶. Bu koşullara yönelik genişletici para politikasının etkileri Şekil 6'dan yararlanılarak açıklanabilir.



Şekil 6: Esnek Kur Uygulamasında Genişletici Para Politikası

Burada para arzındaki genişleme ile LM eğrisi, LM' eğrisi olarak sağa kaymaktadır. Bu koşulda E' denge düzeyi ve bu düzeydeki faiz oranından mal ve para piyasalarında denge sağlanmakta ancak E' denge koşulunda yurtiçi faiz oranı, yabancı ülkelerdeki faiz oranının altında kaldığı için dış sermaye hesabı dengesiyle ilişkili açık oluşmaktadır. Bu sırada dışarıya çıkan büyük miktardaki sermaye sonuçta ulusal paranın dış piyasa değerinin düşmesine yol açmaktadır. Ulusal paranın dış değer kaybı ihracat artışının sağlanmasına ve bu nedenle IS eğrisinin sağa kaymasına neden olur. IS eğrisinin IS' eğrisi olarak yeniden şekil alması durumunda, yeni denge, E'' noktasında kurulmaktadır. Bu denge noktasında gelir düzeyi yükselmiş ve yurtiçi faiz oranları, $i = i_r$ biçimindeki başlangıçtaki koşula dönmüştür.

Para arzındaki daralma, tersine bir işleyişe imkan sağlayan zemini hazırlamaktadır. Bu koşulda faiz oranlarındaki geçici nitelikteki yükselme, dış

⁸⁶ ÖZBEK, 1999, s.31.

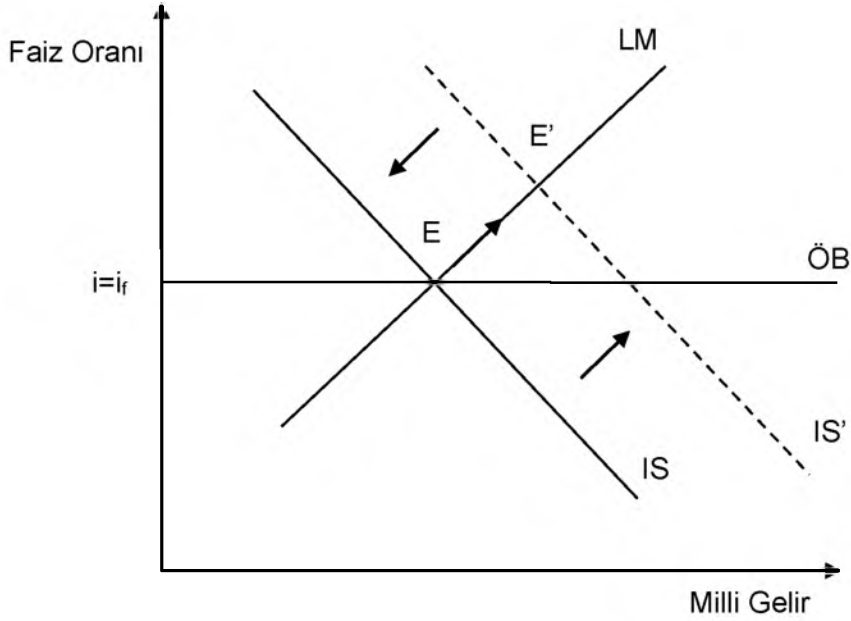
sermaye hesabı denge fazlasına yol açacak ve ulusal paranın değer kazanmasına neden olacaktır. Net ihracat gelirlerindeki azalmaya paralel olarak IS eğrisi sola yönelecek ve yeni denge, daha düşük gelir seviyesine bağlı olarak yurtiçi faiz oranının, dış faiz oranına eşitlendiği noktada yeniden sağlanacaktır.

Esnek kur sisteminde ortaya çıkan açıkladığımız gelişmeler doğrultusunda sabit kur uygulamasından farklı olarak politikası, dalgalanan kurlar aracılığıyla gelir düzeyinin değişmesinde etkilidir. Döviz kurları dış ödeme dengesini sağlamaya yönelik olarak değiştiği ve dengenin sağlandığı noktada istikrara kavuştuğu için merkez bankasının bağımsız para politikası izleyebilmesi mümkün olmaktadır. Robert Mundell ve Marcus Fleming öncülüğünde geliştirilen ve bu nedenle genelde açık bir ekonomide Mundell-Fleming Modeli olarak adlandırılan bu uygulama, esnek kur sisteminin uygulanması durumunda ve sermaye hareketlerinin tam mobiliteye sahip olduğu varsayımı altında para arzındaki değişmelerin, piyasa dengeleriyle etkileşimini ele almaktadır.

2.4. Esnek Kur Sisteminde Maliye Politikasının Etkinliği

Vergi indirimini veya kamu harcamalarının artırılması gibi uygulamalar sonucunda ortaya çıkan mali politikanın genişletici etkisi, IS eğrisinin sağa doğru kaymasına yol açar. Daha önce yaptığımız açıklamalarda, sabit kur sisteminin benimsenmiş olması koşulunda böyle bir uygulamanın yurtiçi gelir seviyesini yükselteceği belirtilmişti. Oysa esnek kur sisteminde gelişmeler çok daha farklıdır.

Şekil 7'den de görülebileceği gibi, genişletici yöndeki mali politikaların uygulanması sonucunda IS eğrisi, IS' eğrisi olarak sağa kaymaktadır. Bu gelişme sonucunda dengeler E' noktasında oluşmaktadır. Söz konusu denge noktasında mal ve para piyasalarında denge sağlanmış olmakla birlikte E' dengesinde faiz oranlarının dünya faiz oranlarına göre daha yüksek düzeyde seyretmesi nedeniyle dış sermaye hesabı dengesi ile ilişkili bir denge fazlası ortaya çıkmaktadır. Bu dengesizliğin döviz kurlarındaki dalgalanma sonucunda dış ödeme denge fazlasının telafi edilmesinde önemli rolü bulunmaktadır. Bu koşullar altında IS ile LM eğrilerinin birbirlerini kestikleri noktanın, uzun bir süre boyunca ÖB eğrisinin üzerinde seyretmeyeceği söylenebilir.



Şekil 7: Esnek Kur Uygulamasında Genişletici Maliye Politikası

Dış ödemelerde fazla biçiminde ortaya çıkan dengesizlik, ulusal paranın dış piyasalarda değer kazanmasına yol açar. Ülke parasının dış değerindeki bu yükselme, ülke açısından ihracatın azalmasına, ithalatın ise artmasına neden olur. Net ihracat azaldıkça IS eğrisi sola kayar. Sonunda IS eğrisinin başlangıçtaki E denge noktasından geçtiği duruma ulaşması ile bütün piyasalarda denge sağlanır. Burada dikkat çeken nokta söz konusu dengenin başlangıçtaki faiz oranı ve gelir düzeyini sağlayacak şekilde kurulmuş bulunmasıdır. Esnek kur sisteminde maliye politikasının, gelir seviyesi değişmesi üzerinde etkisi yoktur. Bu nedenle genişletici maliye politikasının uygulanması halinde de dışlama etkisi ortaya çıkmaktadır. Bu etki, genişletici maliye politikasının uygulanması nedeniyle ulusal para dış değerinde meydana gelen yükselmenin, net ihracat kazançlarının azalmasına yol açarak yarattığı etkinin mali politikanın gelir üzerinde doğurduğu etkileri bütünüyle yok edebilecek ölçüde güçlü olduğu duruma işaret etmektedir.

3. Finansal Baskı Teorisi ve Finansal Liberalizasyon

Finansal baskı teorisi, ilk olarak 1973 yılında McKinnon ve Shaw'ın birbirinden bağımsız iki çalışmasında ortaya konulmuştur. Bu nedenle finansal baskı teorisine atıf yapıldığında bu iki isim "McKinnon-Shaw" yada "M-S" şeklinde birlikte

anılmaktadır. Yazarlar gelişmekte olan ülkelerin özellikleri çerçevesinde finansal piyasaları ilk defa sistematik olarak incelemiřtir⁸⁷.

Finansal baskı teorisine göre, gelişmekte olan ülkelerde devlet finansal piyasalara müdahale ederek bu piyasaları baskı altında tutmakta; faizlerin suni olarak düşük seviyelerde gerçekleşmesini sağlamakta ve kredi tahsisatına doğrudan müdahale etmektedir. Bu sürecin bir sonucu olarak, toplam tasarruf hacmi olması gerekenden daha az oluşmakta, krediler de etkin olmayan bir tarzda tahsis edilmektedir. Bunun nedeni, tasarruf yetersizliği nedeniyle oluşan kredi talebi fazlalığının rant arayışını güçlendirmesi ve buna bağlı olarak kredi tahsisatında yolsuzluğa ve verimsiz kullanıma neden olmasıdır. Reel ekonominin hızlı ve verimli yatırım fırsatları oluşturması karşısında; finansal sistemin bu yatırımlara yeterince fon sağlayamaması durumunda, finansal baskı politikalarının iktisadi kalkınma üzerindeki bozucu etkileri daha büyük ve derin boyutlarda olacaktır.

Ekonominin etkin işleyebilmesi için devlet finansal piyasalara müdahale etmemeli, mevduat ve kredi faizleri piyasa koşullarında oluşmalı, diğer bir deyişle faiz oranları mevduat ve kredi piyasalarındaki arz ve talebi dengeleyen rekabetçi bir fiyat şeklinde oluşmalıdır. Baskı altında düşük tutulan faizler nedeniyle, önceden altın ve gayrimenkul gibi verimli olmayan yatırımlara giden tasarrufların finansal sisteme girmesiyle, toplam yurt içi tasarruf - dolayısıyla yatırım - hacmi artacaktır. Ayrıca kredi tahsisatı da devlet müdahalesi yerine rekabetçi piyasa fiyatlandırmasıyla yapılacağı için yatırımların i kârlılık oranı ve verimliliği paralel olarak artacaktır. Bu iki etkinin ortaya çıkması doğal olarak ekonominin büyüme hızının artması anlamına gelmektedir.

3.1. Finansal Baskı Teorisinin Gereķesi

Shaw'ın geliştirdiği finansal baskı teorisi Neoklasik ve Neokeynesyen düşüncelerin faiz oranı politikaları konusundaki eleştirilerine dayanmaktadır. Bu iktisatçılardan olan James Tobin para ve büyüme arasında analitik bir ereve çizmektedir. Tobin'in modelinde, hane halkları tasarruflarını para ve verimli sermaye malları arasında dağıtmaktadır. Sermaye mallarının getirisi paranın faiz şeklindeki getirisinden büyük olduğu sürece, hane halklarının portföyünde verimli sermaye malları yatırımı daha yüksek paya sahip olacaktır. Böylece, paranın faiz şeklindeki

⁸⁷ Pierre-Richard AGENO & Peter J. MONTIEL, **Development Macroeconomics**, Princeton, 1996, s.152.

getirisinin düşük olması, sermaye yoğun yatırımları hızlandırarak, sosyal refahın artmasına neden olacaktır. Bu refah kazancı ya mevduat faizleri düşürülerek ya para vergilenecek ya da enflasyon oranının artırılmasıyla para stokundaki büyüme oranı hızlandırılarak elde edilebilir⁸⁸.

Paranın yönetimi ile ekonominin performansı arasındaki ilişkiyi analiz eden Keynes'in "likidite tercihi" teoremine göre hane halkları muamele, ihtiyat ve spekülasyon motifi ile ellerinde para tutmak istemektedir. İnsanlar günlük ihtiyaçları için muamele, öngörülemeyen olağanüstü giderleri için ihtiyat, faiz oranlarındaki değişikliklerden yararlanmak içinse spekülasyon motifiyle ellerinde para tutarlar. Keynes'in likidite tercihi teoreminde faizlerin daha aşağı inemeyeceği bir seviye bulunmakta ve bu seviye "likidite tuzağı" olarak adlandırılmaktadır. Keynes spekülasyon motifiyle elde tutulan paranın insanların refahları hakkında alacağı karara göre değiştiğini söylemektedir. Keynes'in modelinde basitliği sağlamak için insanlar paralarını nakit yada sabit getirili hazine bonosunda tutmaktadır. Bono bedeli ile faiz oranları arasında ters bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları artınca (azalınca) hazine bonosunun değeri (refah) azalacak (artacak) tır⁸⁹.

Keynes faiz oranlarının likidite tuzağı seviyesinde bulunması durumunda para politikalarının faiz oranı ve ekonominin genel gidişatı üzerinde etkisinin bulunmayacağını ileri sürmektedir. Likidite tuzağındaki faiz oranlarında, insanlar olası bir faiz artışı karşısında refah kaybına uğramamak için paralarını verimli yatırımlarda tutmak yerine nakit olarak tutacaktır. Bunun sonunda da tam istihdam planlı tasarrufları, planlı yatırımlarından fazla olacaktır. Faizleri daha da düşürerek tasarruf-yatırım dengesini sağlamak mümkün olmayacağından, yatırım-tasarruf dengesi gelirin, dolayısıyla tasarrufların, azalmasıyla sağlanacaktır. Tam istihdam seviyesindeki tasarruf-yatırım dengesinin sağlanması için Keynes düzeltme mekanizmasının gelir (tasarruf) azalışı ile sağlanması yerine; faiz oranlarının devlet tarafından kontrol edilmesiyle (sınırlandırılmasıyla) sağlanmasını önermektedir. Böylece, tasarruf-yatırım dengesine düşük faiz oranlarında yatırımlar uyarılarak ulaşılabilecek ve tam istihdam gelir seviyesi elde edilecektir⁹⁰.

Faiz oranlarına sınırlama getirme politikası, Keynes'in likidite tercihi ve Tobin'in paracı büyüme modeline ilaveten başka iktisadi gerekçelere de

⁸⁸ SAK, 1995, s.13.

⁸⁹ FRY, 1995, s.7-8.

⁹⁰ FRY, 1995, s.9-12.

dayanmaktadır. Örneğin, sabit katsayılı input-output matrisine dayalı kalkınma planları, düşük faiz politikası için diğer bir gerekçeyi oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu input-output matrisinden elde edilen planlı sektörel yatırım programlarını uygulamak için "seçici" ve "doğrudan" kredi politikalarını kullanmıştır. Doğrudan kredi politikalarının kurumsal enstrümanı ise kredi faiz oranlarına getirilen tavadır. Faiz tavanı genellikle denge fiyat seviyesinin altında olduğundan kullanılabilir kredi fiyat dışı kriterlere göre tahsis edilmektedir⁹¹.

Gelişmekte olan ülkelerde devletin finansal piyasaları baskı altında tutmasının önemli bir gerekçesi de mali (fiskal) sebeplerden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde devletler, kalkınmaya doğrudan müdahalede bulunmak istemektedir. Ancak, politik isteksizlik yada idari yetersizlik nedeniyle devletlerin bunu doğrudan yapacak mali kapasiteleri bulunmamaktadır. Bu nedenle, kalkınmanın finansmanı için devlet iki şekilde finansal sistemi kullanmaktadır. Birincisi, devlet bankaların munzam karşılık ve disponibilitate oranlarını yüksek tutarak, sırasıyla, kendisinin faiz getirisi bulunan ve bulunmayan finansal varlıklarına zorunlu talep yaratmaktadır. İkincisi de, yarattığı bu kaynakla devletler kendi harcamalarının finansmanını sağlamaktadır. Gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında gelişmekte olan ülkelerde bir hayli yüksek olan mevduat munzam karşılığı uygulamasıyla elde edilen dolaylı gelir, bir çok gelişmekte olan ülkede GSMH'nin %2'sine ulaşırken, finansal liberalizasyon uygulamalarının yoğunlaştığı 1980-1991 yılları arasında bu oran Peru'da %4.1, Şili'de %10 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, kredi faizlerinin üzerine konulan sınırlama ile faiz oranlarının düşük tutulması sonucunda kredi talebi fazlası yaratılmaktadır. Devlet, bankaların düşük faizli bu kullanılabilir kredi hacminin bir kısmını, iktisadi kalkınmada öncelikli tayin ettiği sektörlerle tahsis etmesini istemektedir. Bu mekanizma ise bir yandan ekonomik etkinlik diğer taraftan da bölüşüm açısından önemli makroekonomik sonuçlar meydana getirmektedir⁹².

3.2. McKinnon-Shaw Ekolünün Finansal Baskı Teorisine Eleştirisi

McKinnon-Shaw finansal baskı politikalarını haklı gösteren Keynes ve Tobin'in yaklaşımına karşı, finansal baskının iktisadi büyüme ve kalkınmaya zarar verdiğini ortaya koyan teorik bir çerçeveyi ileri sürmüştür.

⁹¹ FRY, 1995, s.18.

⁹² AGENO & MONTIEL, 1996, s.152.

Bu teorik çerçeveye göre, faiz oranlarına getirilen sınırlamalar ekonomide dört kanaldan olumsuz etkilerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Birinci olarak, düşük faiz oranları gelecek tüketimle karşılaştırıldığında cari tüketim lehine bir dürtü oluşturmaktadır. Bunun sonucu olarak, tasarruf hacmi sosyal açıdan olması gereken optimal seviyesinin altında gerçekleşebilir. İkinci olarak, potansiyel olarak borç verebilecekler tasarruflarını düşük faizli banka mevduatı yerine altın ve döviz gibi üretken olmayan araçlarla değerlendirme yoluna gidebilir ya da enformel piyasalarda yatırım yapabilir. Üçüncü olarak, düşük faizle kredi alanlar göreceli olarak sermaye yoğun projelere yatırım yapabilir. Dördüncü olarak da potansiyel olarak bankalardan kredi alacak girişimciler piyasalar serbestçe işleseydi oluşacak yüksek kredi faizlerini karşılayabilecek kadar yeterli getirisi bulunmayan yatırım projelerinin sahiplerinden oluşabilir. Bankaların yatırım projelerini değerlendirme süreci bir rassallık unsuru içerdiği sürece, kredi kullanabilen bazı yatırım projeleri piyasa faiz oranlarının dikte edeceği seviyenin altında bir kârlılık (verimlilik) oranına sahip olacaktır⁹³.

Tasarruf sahiplerinin yatırımlarını finansal sistem (mevduat) dışında değerlendirmeleri karşısında; gelişmekte olan ülkelerde karar alıcıların standart tavrı enformel piyasalarda yatırım yapmayı ve/veya yabancı varlık tutmayı yasaklamak olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerinden kaçınmak mümkün olduğu sürece, enformel piyasalar da gelişmektedir. Sermaye kontrollerinden kaçınmanın ortaya çıkardığı maliyetin enformel piyasalardaki kredi maliyeti üzerinde yarattığı etki nedeniyle yatırım ekonomik olmaktan çıkabilmektedir. Diğer taraftan altın ve gayrimenkul gibi reel varlıklara yatırım yapmak ise daha yüksek seviyede yatırımın gerçekleşmesi anlamına gelmemektedir. Daha yüksek yatırım hacmine ulusal talep olmasına rağmen, potansiyel yatırımcılar yatırım projelerine kaynak bulamamaktadır. Çünkü, zaten düşük olan tasarrufların bir kısmını devlet formel sistemde munzam karşılık uygulaması aracılığıyla kullanmaktadır.

Finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde ayrıca dual (ikili) bir yapıya neden olduğu McKinnon-Shaw ekolünün bir diğer iddiasıdır. Bu görüşe göre ekonomide, düşük verimliliğe sahip geleneksel ve yüksek verimliliğe sahip modern üretim teknikleri aynı anda kullanılmaktadır. Modern teknikler daha çok gelir getirirken, geleneksel teknikler daha düşük getiriye sahip bulunmaktadır. Modern ve geleneksel üretim tekniklerinin aynı anda var olması durumunda, finansal baskının bir sonucu

⁹³ J.Maxwell FRY, "In Favor of Financial Liberalization", **The Economic Journal**, Number 107, May 1997, s. 755.

olarak girişimcilerin kullanılabilir krediye ulaşabilme kapasitesi; diğer bir deyişle bazı girişimcilerinin düşük faizli kredi kullanabilmesi ancak diğerlerinin kullanamaması ekonomide ikili bir yapıya neden olacaktır. Bununla beraber, bazı girişimcilere düşük faizli kredi vermek ve diğerlerini reddetmek yatırımların genel etkinliğinin optimalden daha düşük gerçekleşmesine neden olacaktır.

Düşük faizli krediye ulaşabilen yatırımcılar sabit yatırım maliyeti ve getirisi yüksek olan modern yatırım projelerine yatırım yapacaktır. Düşük faizli kredi kullanamayan girişimciler ise, yatırımların finansmanında sadece kendi tasarruflarını kullanabileceğinden, geleneksel üretim tekniklerine dayalı projelere yatırım yapabilecektir. Modern üretim tekniklerinin kârlılık oranı, geleneksel tekniklerle yapılan yatırımlardan daha yüksek olacağından, ekonomide bir bütün olarak yatırımların marjinal getiri oranını maliyete eşitlemek mümkün olmayacaktır.

Diğer taraftan, krediye ulaşabilmedeki fırsat eşitsizliği gelir adaletsizliğine de neden olmaktadır. Mevduat ve kredi faizlerinin sınırlandırılmasının bölüşüm üzerindeki olumsuz etkisi iki şekilde ortaya çıkabilmektedir. Bunlardan ilki, ekonomik rantın büyük bir kısmı düşük faizli kredi kullanıp yüksek getirili modern üretim tekniklerine yatırım yapanlara gidecektir. Bu kredileri kullanan firmaların "aile şirketi" olması durumunda ise gelir dağılımı daha da bozulacaktır. İkinci olarak, sermaye yoğun üretim teknikleri vasıfsız iş gücüne olan talebi azaltacaktır. Böylece, işsizlik artacak ve/veya vasıfsız iş gücü ücretlerinde düşüş meydana gelecektir⁹⁴.

3.3. McKinnon-Shaw Ekolü ve Finansal Liberalizasyon

McKinnon-Shaw, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının, faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal fiyatları bozduğunu; finansal olmayan varlıklarla karşılaştırıldığında finansal sistemin reel büyüklüğünü ve ekonominin büyüme hızını düşürdüğünü söylemektedir. Bütün bunların bir sonucu olarak da, finansal baskı stratejisi kalkınma sürecini olumsuz etkilemektedir. McKinnon-Shaw modelinin önemli unsurları şunlardır:

a) Tasarruf fonksiyonu hem mevduat faizleri hem de büyüme hızından pozitif olarak etkilenmektedir.

b) Yatırım fonksiyonu reel kredi faizlerinden negatif ve büyüme hızından pozitif olarak etkilenmektedir.

⁹⁴ FRY, 1995, s.30-39.

c) İdari olarak sabit tutulan reel faiz oranları piyasa denge seviyesinin altında tutulmaktadır.

d) Kullanılabilir krediler fiyat dışı tahsisat neticesinde verimsiz bir şekilde dağıtılmaktadır⁹⁵.

Finansal baskı altındaki bir ekonomi için McKinnon-Shaw ekolünün politika önermesi ise faiz oranlarını yükseltmek ya da enflasyonu düşürmektir. Faiz oranları üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ve reel faizlerin artırılması tasarruf hacmini ve yatırımın ortalama verimliliğini optimal seviyesine yükseltecektir. Diğer bir deyişle, reel faiz oranlarındaki artış, tasarruf-yatırım fonksiyonunu denge seviyesine çıkaracaktır. Reel faiz oranlarının artması, girişimcinin artık kârlılığını kaybeden, düşük getirili verimsiz projeleri terk etmesine neden olacaktır. Böylece, yatırımların ortalama getirisi ve etkinliği artacaktır. Bu sürecin neticesinde ekonomi büyüyecek ve bu da tekrar tasarruf artışına neden olacaktır. Tasarrufçunun getirisi olarak daha yüksek reel faiz oranları bir taraftan daha yüksek yatırım hacminin anahtarını diğer taraftan da daha yüksek yatırım verimliliğinin rasyonel aracını oluşturmaktadır. Yatırımların miktarı ve kalitesinin artması ise büyüme hızını pozitif etkileyecektir⁹⁶.

Geleneksel üretim teknikleriyle düşük getirili projelere yatırım yapanlar ve yatırımlarını verimsiz varlıklarda (altın, gayrimenkul vs.) değerlendirenler ise tasarruflarını daha yüksek faizli mevduatta değerlendirecek; böylece hem bunların gelirleri artacak hem de tasarrufları ekonomi için etkin bir şekilde değerlendirilmiş olacaktır. Bu çerçevede yirmi yıllık uluslararası tecrübenin göstergesi ışığında başarılı bir finansal liberalizasyon uygulaması için beş ön şartın bulunduğu ileri sürülmektedir:

- Finansal sisteme sağlamlığına ilişkin uygun bir düzenleme (prudential regulation) ve ticari bankaların denetimi, yasal ve muhasebe standartlarında gerekli düzenlemeler,
- Makul bir seviyede fiyat istikrarı,
- Sürdürülebilir bir kamu borçlanma politikası ve mali disiplin,
- Ticari bankaların kâr maksimizasyonu amacıyla rekabetçi bir ortamda çalışması,

⁹⁵ FRY, 1997, s.755.

⁹⁶ FRY, 1997, s.756.

- Finansal aracılık işlemi üzerinde açık yada zımni bir şekilde ayrımcılık yapmayacak bir vergi sistemi.

Finansal liberalizasyon politikaları neticesinde bir çok ülke faiz serbestisine geçip, zorunlu mevduat munzam karşılık oranlarını düşürerek kredi tahsis politikalarına devlet müdahalesini azaltmış ve kamu bankalarını özelleştirip piyasalara giriş engellerini kaldırarak ya da azaltarak bankacılık sisteminde rekabeti artırmıştır. Ayrıca, pek çok ülke, sermaye piyasalarını aktif bir biçimde destekleyip ve dövizini konvertibil kılarak sermaye hareketlerinin ülkeye serbestçe girip çıkmasına imkan getirmiş bulunmaktadır. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak finansal piyasalar ile iktisadi büyüme arasındaki ilişki daha karmaşık ve açıklanmaya ihtiyaç duyar hale gelmiş bulunmaktadır⁹⁷.

3.4. Finansal Baskı Teorisine Karşı Görüşler

Gelişmekte olan ülkelerin temel sorunu olan tasarruf açığını alt etmenin bir yolu olarak ileriye sürülen ve hem Klasik hem de Keynesyen yaklaşımda ifadesini bulan finansal baskı teorisine ilişkin olarak eleştirel anlamda bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar ana eksen olarak Yeni Yapısalcı Okuldan ve Neoklasik Okulun piyasa başarısızlığına dikkat çeken kesiminden gelmektedir.

3.4.1. Yeni Yapısalcı Okul ve Taylor

Taylor (1983), McKinnon-Shaw modelinin aksine, faiz oranlarındaki bir artışın ekonomide daralmaya neden olacağını ileri sürmektedir. McKinnon-Shaw modeli, altın ya da gayrimenkul gibi tasarrufu enflasyona karşı koruyan varlıklar ile para gibi iki varlık üzerine çalışırken, bütün yeni yapısalci modellerde ve Taylor'un çalışmasında, hane halkları varlıklarını, mevduat, enformel piyasalar ve verimsiz varlıkları grup halinde temsil eden altın şeklindeki üç varlıkta tutmaktadır. McKinnon-Shaw modelinde paranın ikamesi mutlaka enflasyona karşı korumayı sağlayan altın, gayrimenkul vb. verimsiz varlıklardan gelmektedir⁹⁸.

Taylor'un modelinde, hane halkları tasarruflarını mevduat dışında, McKinnon-Shaw modelindeki altının yanı sıra enformel finans piyasalarında piyasa faiz oranlarından firmalara kredi vererek de değerlendirebilmektedir. Diğer bir deyişle, firmalar bankalardan kredi alabileceği gibi, enformel piyasalarda doğrudan tasarruf

⁹⁷ Uğur EMEK, Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri, **Rekabet Dergisi**, Cilt:1, Sayı:3, Temmuz-Ağustos-Eylül 2000, s.58-83.

⁹⁸ FRY, 1995, s.110.

sahiplerinden de kredi alabilmektedir. Taylor modelinde paranın (mevduatın) ikamesi altın ve gayrimenkul gibi hem verimli olmayan yatırımlardan hem de enformel piyasalardan gelmektedir. Taylor'a göre enformel piyasalar gelişmekte olan ülkelerde yaygın olan bir uygulamadır ve bir hayli rekabetçi yapıya sahiptir. Bu nedenle enformel piyasalar hayli önemli makroekonomik role sahiptir⁹⁹.

Finansal baskı teorisinde belirtildiği gibi mevduat faizlerinde bir yükseliş, kullanılabilir kredide genel bir artışa neden olmayabilir. Finansal liberalizasyon ve tasarruf hacmi (ve ekonomik etkinlik) arasındaki ilişkiyi incelerken faiz artışları neticesinde artan mevduatın kaynağını iyi belirlemek gerekmektedir. Yeni mevduatın hane halklarının enformel piyasalarda firmalara sağladığı verimli kredilerden ya da altın gibi verimsiz yatırımlardan gelmesi yapılan iktisadi analizin sonucunu önemli derecede farklılaştıracaktır. Mevduat artışı altın ve gayri menkul gibi verimsiz yatırımlardan geliyorsa, banka kredilerinin artması ve yatırım talebinin uyarılabilmesi mümkün olacaktır¹⁰⁰.

Yüksek oranlı mevduat faizleri, tasarruf sahiplerini enformel piyasalarda firmalara sağladıkları kredileri kesip, bu kaynakları bankalara yatırmalarına neden olursa, ekonomide genelde bir kredi daralması yaşanacaktır. Bu durum yasal bankacılık sistemi ile enformel piyasalar arasındaki temel farktan kaynaklanmaktadır. Bankalar topladıkları mevduat karşılığında belirli bir munzam karşılık ayırmak zorunda olmalarına karşın enformel piyasalarda munzam karşılık ayırmak zorunluluğu yoktur. Bu nedenle enformel piyasaların topladığı tüm kaynaklar etkin bir biçimde firmalara kredi olarak gitmektedir. Oysa, bankalarda toplanan mevduatın munzam karşılık olarak ayrılan kısmı kredi olarak kullanılamayacaktır. Artan faiz neticesinde bankaların topladığı mevduatın büyük bir kısmı altın ve gayrimenkul gibi verimsiz yatırımlardan gelmediği sürece finansal reformun genel etkisi kredi ve yatırım daralması şeklinde olacaktır. Bu da kuşkusuz ekonomik büyüme yerine durgunluk ve/veya daralmaya neden olacaktır¹⁰¹.

Finansal liberalizasyon sonucunda tasarruflar ve kullanılabilir kredi hacmi yükselse bile yine de ekonomik daralma meydana gelebilir. Tasarruflar gibi yatırım talebi de faize duyarlıdır. Burada sorgulanması gerekli husus yatırım talebinin hangi

⁹⁹ Lance TAYLOR, **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**, Basic Books, New York, 1983, s.197.

¹⁰⁰ TAYLOR, 1983, s.197.

¹⁰¹ TAYLOR, 1983, s.100.

faize duyarlı olduğudur. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, ilgili faiz oranı enformel piyasalarda oluşan oranlardır. Büyük firmalar haricinde, gelişmekte olan ülkelerde hem sanayi üretimi hem de tarımsal üretim yapan firmalar finansman temini için bankacılık sistemi yerine enformel piyasalara yönelmektedir. Enformel ve kırsal kredi piyasaları küçük işletmelerin ihtiyaçlarına daha iyi cevap verebilmekte ve daha etkin çalışabilmektedir. Ayrıca, bu piyasalarda hüküm süren faiz oranları da bir hayli yüksektir.

Taylor'un modelinde diğer bir belirleyici unsur ise, firmaların değişken maliyet olarak işletme sermayesi ihtiyacı içinde bulunmasıdır. Finansal piyasalar ve haberleşme/ulaşım tekniklerinin tatmin edici düzeyde olmadığı gelişmekte olan ülkelerde, firmalar işgücü ve ara malı ihtiyacı için önceden büyük miktarda işletme sermayesi tutmak zorundadır. İşletme sermayesinin maliyetindeki bir artış firmaların karlılığını etkileyecek ve maliyet enflasyonuna neden olacaktır. Diğer taraftan, faizlerdeki artış, yatırım talebindeki daralmanın bir sonucu olarak fiyat düşüşüne de neden olacaktır. Hangi fiyat değişmesi hakim olursa olsun, kârlılık oranındaki artışın tasarrufu yatırımlardan fazla etkilemesi sonucunda¹⁰², standart istikrar şartı gereği faiz artışları ekonominin büyüme hızını düşürecektir¹⁰³.

Bu sonuçlardan hangisinin ortaya çıkacağı ülkelerin kendi özel koşullarına bağlıdır. Ancak, Taylor analizinin en önemli sonucu, gelişmekte olan ülkelerin mevcut finansal yapılarının, faiz oranlarını rekabetçi piyasa koşullarında düzeltme adına yapılan reformlar ile basit bir biçimde formüle edilemeyeceği hususudur. Bu görüşe göre, finansal liberalizasyon reformu başarılı olsa dahi; bu başarı finansal sistemin sermaye birikiminin peşinden dalgalanan istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Sonuç olarak, yatırım ve teknolojinin merkezi otoriteye doğrudan

¹⁰² Fiyatların eş anlı olarak değişmesinin ekonomik aktivitede nasıl stagflasyona neden olduğunu göstermek için kısa dönemli bir model oluşturulan Taylor yaklaşımının çözümünde aşağıdaki eşitliğe ulaşılmaktadır.

$$CAGR = (SGR * I_0) + (IGR * PSDp * PCc) - (SGR * IGR) (NIR - EIR) / SGR - IGR$$

CAGR = sermaye birikiminin büyüme hızı, I_0 = otonom yatırım, SGR = tasarrufların büyüme hızı, IGR = yatırımların büyüme hızı, PCc = hasıla/sermaye katsayısı, PSDp = üretime kamu kesimi talebi, NIR = nominal faiz oranı, EIR = beklenen enflasyon oranı.

Bu eşitliğe göre, artan kârlılık tasarruf artış hızını (SGR) yatırımların hızından (IGR) fazla etkilediği sürece paydadaki (SGR - IGR) değeri büyüyecek ve sermaye formasyonunun (CAGR) büyüme hızını düşürecektir.

¹⁰³ TAYLOR, 1983, s.91.

uyarılması/yönlendirilmesi sürdürülebilir bir kalkınma için daha istikrarlı bir yöntemdir¹⁰⁴.

3.4.2. Piyasa Aksamı ve Stiglitz

Stiglitz iyi işleyen finansal piyasaların, kaynak tahsisinde yüksek getirili (verimli) projeleri seçtiğini, bu kredilerin kullanımını etkin bir biçimde denetlediğini, böylece de ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkide bulunduğunu ileri sürmektedir. Stiglitz analizini son yirmi beş yıldır geliştirilen finansın mikroekonomik modellerine dayandırmakta, geleneksel Keynesyen teori ve makroekonomik teorisinin diğer akımlarının finansal sistemi incelerken modern finansal ekonomiyi para/talep denkleminin üzerine çıkaramadığını ileri sürmektedir. Bu modellerde yatırım talebi sermayenin maliyeti (faiz oranı) ve yatırımın marjinal verimliliğine bağlıdır. Faiz oranı arttığında (azaldığında) yatırım talebi azalır (artar). Ayrıca tasarruflar ve faiz oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmamaktadır ve bütün kaynaklar piyasalarda etkin olarak dağıtılmaktadır. Stiglitz analizinde, tasarrufların faize duyarlı olmadığı gibi, yatırımların faiz oranından başka şeylere daha çok duyarlı olduğunu ileri sürmektedir.

Stiglitz'e göre mikroekonominin yeni tanımı çerçevesinde, mikroekonomik modellere dayalı, daha tutarlı makroekonomik model tesis edilmesi mümkündür. Finansa dayalı makro modeller, konjonktürel dalgalanmaları ve önemli politika uygulamalarının daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır. Bu modellerin temel yaklaşımı yatırımcıyı risk yansız (risk-neutral) olan neoklasik modellerin aksine risk-karşıtı (risk averse) almasıdır¹⁰⁵.

Finansal piyasaların ekonominin reel yanından farklı olduğunu söyleyen Stiglitz, "kapitalist ekonominin temeli olan serbest ve rekabetçi piyasaların reel sektör için geçerli olmasına karşın, finansal piyasalar için geçerli olamayacağını" söylemektedir. Bugünkü paranın, gelecekte belirli bir geliriyle geri ödeme sözü için değişimine aracılık eden finansal piyasaların önemli fonksiyonu fonları tahsis edip, onun kullanımını izlemek için bilgi toplamak, bu bilgiyi işlemek ve ilgili birimlere iletmektir¹⁰⁶.

¹⁰⁴ TAYLOR, 1983. s.198.

¹⁰⁵ Joseph E. STIGLITZ, "The Role of the Financial System in Development", **Presentation at the Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean**, San Salvador, 1998a.

¹⁰⁶ STIGLITZ, 1998a.

Neoklasik düşüncedeki piyasaların enformasyonel etkinliği paradigması, piyasalardaki fiyat mekanizmasının gerekli bilgiyi iktisadi ajanlara tam ve eşit olarak aktardığı iddiasına dayanmaktadır. Bu görüşe göre, iktisadi ajanların ihtiyaç duydukları bilgi piyasalarda hazır ve ulaşılabilir olduğundan; bu ajanlar bilgi toplamak için ilave bir maliyete katlanmayacaktır. Bu çerçevede, bütün iktisadi ajanlar piyasaların geleceği hakkında homojen bir beklentiye sahip olacaktır¹⁰⁷.

Grossman ve Stiglitz, bilginin piyasalarda aynı anda dağıtılması durumunda bilgi üretimi ve üretilen bilgiyi elde etmenin bir getirisinin olmaması gerektiğini ileri sürmektedir. Bilgi piyasalardaki denge fiyatı aracılığıyla hazır ve maliyetsiz bir şekilde dağıtılıyorsa, hiçbir iktisadi ajan bilgi elde etme dürtüsüne sahip olmayacaktır. İktisadi ajanların bilgi arayışına girmemesi durumunda, kimse özel bilgiye sahip olmayacağından, fiyat mekanizması piyasalardaki gerekli bilgiyi tam olarak sağlayamayacaktır. Çünkü, fiyat mekanizması, özel bilgileri ayrıntılı olarak sunmak yerine elde edilebilir bütün bilgiyi toplulaştırılmış olarak aktardığından, piyasalarda karmaşık sinyaller dağıtmaktadır. Fiyat mekanizması karmaşık sinyal verdiği için, iktisadi ajanlar fiyatlar içerisinde toplulaştırılmış olan bilginin detaylarına vakıf olamayacaktır¹⁰⁸.

Piyasalarda belirsizliğin bulunması ve gelecek piyasalarının (future markets) yetersizliği zamanlar arası para değişimini riskli (özellikle iflas riski) kılmaktadır. Borçlunun tipi ve kredinin tahsis edildiği projenin riski hakkındaki bilgi önemlidir. Bu bilgiyi elde etmek ise maliyetlidir ve bu maliyet de piyasa tökezlemesine (market failure) neden olmaktadır. Bilgi ise kamu malı olduğundan, bir finansal kurumun borçlunun ödeme kapasitesi hakkında bilgi edinmesi ve buna göre tavır alması durumunda, piyasadaki diğer aktörler de aynı tavrı alacak ama maliyete katılmayacaktır. Bilginin tam paylaşılmadığı piyasalarda ise, daha önce bahsedilen ters seçim ve ahlaki tehlike problemleri nedeniyle piyasanın tökezlemesi kaçınılmaz olacaktır¹⁰⁹.

Maliyetli bilginin eksikliği ayrıca dışsallığa da neden olmaktadır. Örneğin bir kaç bankanın mali kriz içerisine girmesi durumunda; yeterli bilgiye sahip olmayan

¹⁰⁷ SAK, 1995, s.16.

¹⁰⁸ Sanford GROSSMAN & Joseph E. STIGLITZ, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", **American Economic Review**, Number 70, 1980.

¹⁰⁹ Joseph E. STIGLITZ, "Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington, 1998b.

mevduat sahipleri diğerk bankaların da mali krize girebileceğini düşünebilir. Mevduat sahiplerinin aniden mevduat çekmeye başlaması (bank run) sektörde sistemik krize ve diğerk bankaların da ödeme güçlüğüne düşmesine neden olabilecektir.

Bilginin aksak olduğu piyasalarda rekabet de aksaktır. Aksak rekabetçi piyasalarda ise Pareto Optimumuna ulaşmak mümkün değildir. Ekonomide çok sayıda banka olmasına karşın mevduat ve kredi rekabetinin sınırlı olacağını söyleyen Stiglitz, enformasyon piyasalarının zayıf kaldığı gelişmekte olan ülkelerde rekabet kısıtının daha yaygın olduğunu ileri sürmektedir. Rekabet kısıtının hüküm sürdüğü bu şartlar altında yapılan finansal liberalizasyon mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı (spread) beklenildiği gibi küçülteceği yerde daha da açabilecektir¹¹⁰.

Ayrıca, yüksek faiz daha güvenli ve riski az yatırımcıların kredi piyasasından çıkmasına neden olabilecek ve kredi piyasası riski yüksek yatırımcılara kalacaktır. Bankalar kredi müşterisini izleme ve riski dağıtma konusunda yeterince uzmanlaşsa dahi risk konusunda seçim problemleri yaşayabilmektedir. Riskli girişimciler kredi kullanmaya daha heveslidir. Çünkü proje beklenildiğinden fazla kâr getirdiğinde kâr girişimciye ait olacak, beklenildiğinden çok zarar elde edildiğinde ise girişimcinin zararı verdiği teminat kadar olacaktır. Projenin öngörülen riski konusunda borçlu bankadan daha çok bilgi sahibi olduğundan, banka projenin güvenilirliği konusunda borçlunun davranışlarını tam olarak izleyememektedir. Bu nedenle krediye talebin yüksek olmasına karşın bankaların kredi faizlerini yükseltmemesi gerekebilir. Diğerk bir deyişle, faiz oranı piyasada arz ve talebi dengeleme rolünü üstlenmemelidir. Bu da bir enstrüman (faiz) ile iki amacın (piyasadaki arz/talebi dengeleme ve riskin optimal seviyesini tayin etme) gerçekleştirilemeyeceği gerçeğinin olağan bir sonucudur.

Stiglitz'in ileri sürdüğü bu argümanların en önemli unsuru yatırımın uyarıcılarıdır. Firmaların yatırım kararı almalarında faiz oranıyla beraber önemli olan iki unsur "nakit akışı" (cash flow) ve "firmanın hisse senedi bedeli" (equity) dir. Firmalar yatırım kararı aldıklarında, bugünkü sabit bir maliyeti (yatırımı) gelecekteki belirsiz bir değer (bitirildiğinde, üretimin piyasa bedeli) için değişmektedir. Yeni yatırım, neoklasik modeldeki faiz oranının üzerinde bir maliyet taşımaktadır ki buna marjinal iflas maliyeti (marginal cost of bankruptcy) adı verilmektedir. Marjinal iflas maliyetini etkileyen her hangi bir şey firmanın yatırım kararını da etkileyecektir. Öte yandan firmanın piyasa değeri yüksekse ilave yatırımdan kaynaklanan marjinal iflas

¹¹⁰ STIGLITZ, 1998a.

maliyeti düşük olacaktır. Firmanın piyasa değerini etkileyen her hangi bir şey de marjinal iflas maliyetini de etkileyecektir. Sonuç olarak, firmanın piyasa değerini artıran herhangi bir şey yatırımlarını da artıracaktır.

Nakit akışı, firmanın borçlanma ihtiyacını etkilemektedir. Nakit akışı düşük olduğunda, firma daha çok borca ihtiyaç duyar, bu da iflas ihtimalini ve dolayısıyla marjinal iflas maliyetini artırır. Bu önermeler, yatırımın firmanın nakit akışı ve piyasa değeri yerine, verimli fırsatlar ve borçlanmanın maliyetine duyarlı olduğunu söyleyen neoklasik yaklaşımla çatışmaktadır. Marjinal iflas maliyetini artıran her hangi bir risk yatırımları azaltacaktır. Oysa neoklasik modellerde risk önemsizdir; çünkü risk sermaye piyasalarında eşit olarak dağıtılmakta ve firmaların risk yansız olarak davranmasına imkan sağlamaktadır.

Firmaları risk karşıtı yapan unsurlar bir tür özellikli firma olan bankalar için de geçerlidir. Net değerleri azalınca, artan iflas riskiyle karşılaşan bankalar fonlarını hazine bonosu gibi daha güvenli araçlara yatıracaktır. Sonuç olarak, kullanılabilir kredi miktarı azalacak faiz oranları yükselecektir. Keynes'in geleneksel "para kanalına" (money channel)¹¹¹ ilaveten para politikası "kredi kanalına" (credit channel) doğru da çalışabilir. Örneğin diğer şeyler sabitken, iskonto oranlarındaki bir düşüş, bankaların net reel değerini artırır ve bu da bankaları daha fazla risk almaya ve dolayısıyla daha fazla kredi sağlamaya iter. "Kredi/net değer" oranının büyük olması nedeniyle net değerdeki ufak bir değişim krediler üzerinde önemli bir artışa neden olabilmektedir¹¹².

Yetersiz enformasyon ve aksak piyasaların bulunduğu piyasalarda piyasa tökezlemesinin önüne geçmek ve bireyleri Pareto-etkin bir refah seviyesine getirmek için bazı alanlarda devletin finansal piyasalara müdahale etmesi gerekmektedir. Standart olmasa da başarılı finansal piyasaların çoğunda devlet müdahalesi bulunmaktadır. Örneğin, uluslararası serbest finans piyasalarının amblemi olan Wall Street ABD'nin en çok regüle edilen piyasasıdır¹¹³.

Yetersiz enformasyonun veri olduğu piyasalarda Stiglitz finansal kısıtlamanın (financial restraint) dört kanaldan ekonomik etkinliği daha da artıracağını ileri sürmektedir. Birincisi, daha düşük faiz oranı kredi müşterilerinin ortalama kalitesini

¹¹¹ Para arzındaki bir artış faiz oranlarını düşürür; bu da hane halklarının ilave para tutmasına ve dolayısıyla daha büyük yatırım ve üretime neden olur.

¹¹² STIGLITZ, 1998a.

¹¹³ STIGLITZ, 1998a.

(sağlamlığını) artırır, ikincisi, finansal kısıtlama sermaye maliyetini (faiz oranı) düşüreceğinden borçlu firmanın piyasa değerini yükseltir. Üçüncüsü, finansal kısıtlama ekonomik büyümeyi hızlandırmak için ihracata yönelik sektörlerde, örneğin, performans kriterine dayalı olarak kaynak tahsisatında kullanılabilir. Dördüncüsü de, doğrudan kredi programları ile teknolojinin hızla geliştiği sektörlerde borç verilmesi sağlanabilir.

Stiglitz'in ılımlı finansal kısıt (mild financial restraint)¹¹⁴ politikasının temel ilkesi; finansal baskı paradigmasını eleştirirken McKinnon-Shaw ekolünün iddia ettiği gibi devletin özel sektörden kendisine rant aktarması yerine, bizzat özel sektörün kendi içerisinde rant yaratmasıdır. Bu rantların amacı, sosyal olarak faydalı özel sektör projelerinin de hayata geçirilmesidir. Düşük faiz oranlarında kârlılığı düşük sosyal amaçlı yatırımlar hayata geçirilebilir; kredilerin ödenmemesi riski azalır ve böylece bankaların "lisans bedeli" (charter/franchise value)¹¹⁵ artar. Bankaların sağlamlığının denetiminde, finansal liberalizasyonun sonucu olarak kaybedilen lisans bedelinin bir ikamesi olarak sermaye yeterlilik şartı yeterli bir enstrüman değildir. Pareto-etkin davranış, krizden kaçınmak için mevduat sigortasının uygulanmadığı durumlarda her iki enstrümanın da (sermaye yeterliliği şartı ve lisans bedelini yüksek tutmak için faiz kısıtlaması uygulaması) aynı zamanda kullanılmasını gerektirmektedir¹¹⁶.

Hellman vd. (2000) finansal liberalizasyon ve krizler arasındaki ilişkiyi açıklamayı hedefleyen dinamik bir model geliştirmiştir. Finansal liberalizasyon piyasaya giriş engellerini azaltmakta ve rekabeti artırmaktadır. Diğer yandan finansal liberalizasyona geçen ülkeye daha fazla yabancı banka gelmekte ve şube açmanın

¹¹⁴ Bu noktada Stiglitz'in McKinnon-Shaw ekolünün kullandığı "finansal baskı" (financial repression) deyimini yerine "finansal kısıtlama" (financial restraint) deyimini kullanması önemlidir. Stiglitz bu deyimle finansal piyasalara devletin müdahale edip etmemesi tartışmasından öte; ne kadar müdahale edeceğini, yani rolünün ne olması gerektiğini tartışmaya açmaktadır. Diğer bir deyişle, finansal piyasalarda fiyat rekabetine bir müdahale söz konusudur. Bu kısıtın amacı, devletin kendisi için rant yaratması yerine: özel sektör içinde bizzat özel sektörün kendisi için rant yaratmasıdır. Finansal piyasalarda böylece yaratılacak rant hem sosyal açıdan faydalı projelerin fon bulmasına yardımcı olacak hem de finansal kuruluşları daha etkin ve güvenli hizmet sunmak için rekabete itecektir.

¹¹⁵ Keeley (1990) ve Demsetz vd. (1996) bankaların piyasa değerleri (PD) ile defter değerleri (DD) arasındaki farka göre hesaplanan lisans bedeli yüksek olduğu sürece $[(PD-DD) > 1]$ risk alma dürtülerinin azalacağını ileri sürmektedir. Lisans bedeli yüksek olan bankalar iflas ettiklerinde; bankalar için bir varlık (asset) olan bu değer sıfırlanacağından bankaların kaybedecek bir şeyi olacaktır. Oysa bankalar iflas etmeden el değiştirirse bu lisans bedeli de satış bedelinin içerisinde yer alacaktır.

¹¹⁶ STIGLITZ, 1998b.

önündeki kısıtlar azaltılmaktadır. Bununla beraber, mevduat faizi kısıtlamaları ya azaltılmakta ya da yürürlükten kaldırılmaktadır. Finansal liberalizasyon bankacılık sektöründe rekabeti artırmakta; artan rekabet bankaların kârlılığını ve lisans bedelini azaltmaktadır. Liberalizasyon politikaları bankaların üzerindeki kısıtlamaları kaldırınca yeni bir takım finansal faaliyetler işlem görmeye başlamış bulunmaktadır. Bilanço dışı işlemlerin (BDİ)¹¹⁷ artması bankaların kumar benzeri faaliyetlere girişmesine imkan tanımıştır. Finansal liberalizasyon bir taraftan bankaların lisans bedelini azaltıp diğer taraftan daha riskli faaliyetlere girmesine imkan tanırken; bu riskleri önleyecek çok az düzenleyici tedbir alınmıştır¹¹⁸.

Bu tedbirlerin başında ise banka bilançosunun aktifine yönelik olarak sermaye yeterliliği düzenlemeleri yapmak suretiyle üstlenilen riski bankanın ortaklarına doğru yaymak gelmektedir. Sermaye yeterlilik şartı bankaların kendi sermayelerinin daha çok kısmını riske etmesini zorlayarak riskli faaliyetlerin maliyetini içselleştirmeye çalışmaktadır. Sermaye yeterliliği düzenlemelerinin amacı banka ortaklarının banka yönetiminin aldığı kararları denetlemesini ve zarara ortak olmalarını sağlamayı amaçlamaktadır. Bankalar kendi sermayelerinin de riskte olduğu durumlarda daha sağlam alanlara yatırım yapacaktır. Ancak, Hellman vd. (2000) sermaye yeterlilik şartına rağmen bankaların daha yüksek faiz önererek, mevduat rekabetine girme dürtüsüne sahip olabileceğini ileri sürmektedir. Sermaye yeterliliği, "bankaların mevduata ödeyecekleri faizler üzerinde etki yaratacak kadar yüksek maliyetli olduğu takdirde" kendisinden beklenen faydayı sağlayacaktır. Hellman vd. (2000) "sermaye yeterlilik şartı mevduat faizlerini düşük tutmanın dolaylı bir yöntemiye; faizler neden birinci elden kontrol altında tutulmuyor?" diye sormakta; yazarlar, ahlaki riziko problemini analiz ettikleri dinamik modellerinde sermaye yeterlilik şartı ve faiz kontrolü kombinasyonundan oluşan sağlamlık düzenlemesinin Pareto optimal bir sonuç verdiğini ispat etmektedir.

¹¹⁷ Bilanço Dışı İşlemlerin (BDİ) önemli geleneksel türleri akreditifler ile banka garantileridir. Diğer taraftan forward, future ve option gibi işlemler güncel BDİ'yi oluşturmaktadır. Bu türev (derivative) araçlar bir taraftan riskten korunma araçları iken diğer taraftan da risk doğurucu işlemlerdir. Türev araçlar şarta bağlı enstrümanlardır. Türev araçlar sözleşmenin bir tarafına, gelecekteki kararlaştırılmış bir zamanda, işleme konu varlık üzerinde hak iddiası veren bir sözleşme türüdür. Geleneksel garanti hizmetleri ile türev enstrümanlar arasındaki temel fark; bankaların birinci işlemlerde esasen müşterinin kredi değerliliğini esas almasıdır. Oysa bankalar türev işlemleri gerçekleştirerek muhtelif riskleri farklı taraflar arasında transfer ederek iş yapmaktadır.

¹¹⁸ Thomas F. HELLMANN, Kevin C. MURDOCH, Joseph E. STIGLITZ, "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", **The American Economic Review**, March 2000, Vol. 90, No.1, ss.147-165.

3.5. Finansal Liberalizasyon Teorisine İlişkin Literatür Taraması

McKinnon-Shaw ekolü finansal liberalizasyon sonucunda faiz oranlarının piyasa faiz oranları düzeyine çıkacağını; bunun da hem kısa hem de uzun vadede ekonomik büyümeyi hızlandıracağını söylemektedir. Yeni Yapısalçı Okul ise, finansal liberalizasyonun kısa vadede enflasyonu artırıp büyüme hızını düşürerek stagfasyona neden olacağını ileri sürmektedir. Orta vadede ise, başlangıçtaki olumsuzluğu da dengeleyecek şekilde büyümenin artmasının mümkün olabileceğini söylemektedir. Başka bir deyişle Yeni Yapısalçılar finansal liberalizasyon sonucunda hakim (dominant) bir tasarruf etkisi beklememektedir. Stiglitz ekonomik kalkınmada finansal sistemin önemini vurgulamakta, ancak tasarrufların faiz elastikiyetinin sıfır olduğunu söylemektedir. Stiglitz, yatırım kararlarının faizden başka şeylerle de açıklanabileceğini söyleyerek faiz artışı ve ekonomik büyüme arasında ilişki bulunmadığını ileri sürmektedir. Ancak, Stiglitz finansal piyasalardaki iktisadi ajanlar arasında geleneksel olarak bilgi asimetrisi bulunduğunu; bu asimetrinin piyasaların tökezlemesine neden olduğunu; devletin bu piyasalara müdahale ederek piyasaları etkin hale getirebileceğini; bunun da iktisadi kalkınmaya yardımcı olabileceğini söylemektedir.

3.5.1. McKinnon-Shaw Teorisini Destekleyici Sonuca Ulaşan Çalışmalar

Haslag ve Koo (1999), 1960-1989 yılları arasında 119 ülkeyi, Roubini ve Sala-i Martin (1992) 1960-1985 yılları arasında 98 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, McKinnon-Shaw ekolünün öngördüğü gibi finansal baskının ekonomik büyüme hızını düşürdüğünü tespit etmiştir. Diğer taraftan, King ve Levine (1993) 1960-1989 yılları arasında 80 ülkeyi kapsayan, Beck vd. (2000) 63 ülkeyi kapsayan çalışmalarında finansal gelişme ile iktisadi büyüme arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin bulunduğunu, finansal gelişmenin ekonomik büyümeyi hızlandığını bildirmektedir. Fry (1997) hem yapılan diğer çalışmalar hem de kendi hesaplamaları doğrultusunda, Levine (1997) yapmış olduğu kapsamlı literatür taramasında finansal gelişmenin büyüme hızını arttırdığını tespit etmiştir. Bütün bu çalışmalar McKinnon-Shaw ekolünün öngörülerini doğrular niteliktedir.

Yukarıda söz edilen çalışmaların ortak özelliği çok ülkeli (cross-country) veri kullanmaları ve regresyon analizi yapmalarıdır. Varılan ortak sonuç ise düşük faiz oranlarının ekonomik büyüme için kötü, yüksek faiz oranlarının ise iyi olduğu yönündedir. Oysa, Stiglitz bu modellerin eş anlılık (simultaneity) problemi içerdiğini ileri sürmektedir. Ona göre bu çalışmalar, devlet müdahalesinin kaldırılması

sonucunda artan faizlerin büyümeyi hızlandıracağını veri olarak almaktadır. Ancak, hem büyüme hızı hem de faiz oranları verimlilikteki bir artış nedeniyle eş anlı olarak yükselmiş olabilir. Ayrıca, düşük reel faiz oranları yüksek enflasyonla da ilişkilidir. Diğer bir deyişle, düşük reel faiz oranları yüksek enflasyonun bir sonucu olarak da gerçekleşebilir. Yüksek enflasyonun neden olduğu kötü makro ekonomik ortam ise düşük reel faizlerden de önce büyüme hızının düşmesinin başlıca nedenini oluşturmaktadır. Stiglitz, enflasyonun regresyon analizinde ayrı bir açıklayıcı değişken olarak kullanılması durumunda; finansal baskının ekonomik büyüme üzerinde iddia edilen olumsuz etkisinin bulunmadığını bildirmektedir¹¹⁹.

3.5.2. Finansal Liberalizasyona İhtiyatlı Yaklaşılmasını Öneren Çalışmalar

Sarr (2000) finansal piyasalar konusunda en gelişmiş veri setine sahip ABD verilerini kullanarak düşük faiz oranlarının mevduatı daha hareketli (mobil) kıldığını tespit etmiştir. Elde ettiği sonuçlardan gelişmekte olan ülkelere politika önermelerinde bulunan Sarr, Stiglitz'in yukarıda da söz edilen iddiası paralelinde, düşük faizlerin (finansal kısıtın) bankaların piyasa güçlerini ve dolayısıyla lisans değerlerini artıracığını belirtmektedir. Mevduat faizi piyasasında bankacılık sisteminin oligopolistik bir yapıya sahip olması her zaman zararlı değildir. Bankaların faiz rekabeti yapması yerine ürün rekabeti yapması (yeni şube açmaları ya da yeni finansal hizmetler sunması) daha iyi sonuçlar verebilir. Düşük gelir grubunda yer alan tasarrufçular mevduat faizine daha az duyarlıdır. Bu tür mevduat sahipleri daha çok bankanın güvenine ve sunduğu hizmete duyarlıdır. Bankaların düşük mevduat faizi ödeyerek maliyetlerini düşürmeleri; böylece lisans değerlerini – güvenilirliklerini - ve servis kalitesini artırmaları daha çok mevduat artışına neden olabilecektir¹²⁰.

Ayrıca, Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) 1980-1995 yılları arasında 53 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, finansal liberalizasyonun rekabeti artırarak bankaların piyasa güçlerini azalttığını; bunun da bankaların lisans değerini düşürerek krizlere neden olduğunu söylemektedir. Özellikle, yasal ve kurumsal düzenlemelerin yetersiz olduğu ülkelerde bankacılık krizinin daha yüksek olduğunu söyleyen yazarlar finansal liberalizasyonun ahlaki tehlike probleminde neden olarak kriz ihtimalini daha da arttırdığını belirtmektedir¹²¹.

¹¹⁹ EMEK, 2000, s.74.

¹²⁰ Abdourahmane SARR, "Financial Liberalization, Bank Market Structure, and Financial Deepening", *IMF Working Paper*, 2000, WP/00/38.

¹²¹ EMEK, 2000, s.75.

Keeley (1990) 1950 ve 60'larda ABD'de finansal kuruluşların yasalarla rekabetten korunduğunu belirtmektedir. Örneğin, anılan dönemde ABD'de banka açmak için izin almak zordu ve eyaletler arası banka gelişmelerine izin verilmiyordu. Pazara girişi engelleyen bu düzenlemelerle beraber mevduat faizleri üzerinde kısıtlamaların kaldırılması finansal sisteme rekabeti getirmiştir. Yasal düzenlemelerin yanı sıra teknolojideki hızlı değişimin bir sonucu olarak bankalar, banka dışı finansman kuruluşları ile yoğun bir rekabete girmek zorunda kalmıştır. Artan rekabet bankaların risk alma konusunda dikkatli davranma dürtülerini azaltmıştır. Keeley (1990) çalışmasında, 1980'li yıllarda ABD'de rekabeti artıran reformlar, bankaların lisans bedelindeki düşüş ve banka iflasları arasında doğrudan bir ilişki tespit etmiştir.

Arestis ve Demetriades (1997) çok ülkeli regresyon çalışmalarının ekonometrik açıdan yetersizliklerinin bulunduğunu; bu nedenle sonuçlarının dikkatli değerlendirilmesi gerektiğini ileri sürmektedir. Çok ülkeli regresyon çalışmalarında kullanılan açıklayıcı değişkenler farklı ülkelerin verilerinin ortalaması alınarak oluşturulmaktadır. Bu nedenle çok ülkeli regresyon analizlerinde elde edilen katsayılar homojen değil heterojendir. Farklı kurumsal yapı ve gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerin ortalaması alınarak elde edilen katsayılar "bias" (önyargılı) sonuç verecektir. Çok ülkeyi ortalama olarak kapsayan veriler ayrı ayrı regresyon analizine tabi tutulduğunda; en azından bir serinin, ortalama serinin bulgusunun aksine bir sonuç vermesi ihtimali bulunmaktadır¹²².

Arestis ve Demetriades (1997), King ve Levine (1993)'in çalışmasında kullanılan verileri kullanarak yaptıkları bir başka çalışmada; temel finansal göstergeler ve büyüme arasındaki ilişkinin, temel finansal göstergenin gecikmeli değerleri ve büyüme arasındaki ilişkiden daha güçlü olduğunu söylemektedir. Diğer bir deyişle, finansal gelişmeler iktisadi büyümeyi uyarmamakta; aksine, Stiglitz'i destekler nitelikte büyüme ile eşanlı (simultaneous) hareket etmektedir. Bu nedenle, yazarlar finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki konusunda çok ülkeli regresyon analizi yapılan çalışmalarda elde edilen bulguların öykünün bütününe açıklayamadığını ve olgunun bu tür çalışmalarla da açıklanamayacağını iddia etmektedir. Çok ülkeli çalışmalarda elde edilen ortalama verilerin ülkelerin yapısal farklılıkları nedeniyle finansal gelişme ve büyüme arasındaki nedenselliği (causality) açıklamada yetersiz kalacağını söyleyen yazarlar, nedensellik testinin ülkeye özel

¹²² EMEK, 2000, s.76.

yapılmasını önermektedir. Daha önceki çalışmalarda yaptıkları nedensellik testinin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğini söyleyen yazarlar, zaman serileri verisi kullanarak yaptıkları Johansen Eşbütünlük (cointegration) Testi neticesinde Kore'de finansal baskı politikalarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin bulunduğunu tespit etmiştir¹²³.

Yine zaman serileri yöntemiyle, sekiz ülkeyi ayrı ayrı inceleyen Bandiera vd. (1999) finansal reformların iki ülkede tasarrufları artırdığını; iki ülkede azalttığını; dört ülkede de finansal reformlar ve tasarruf hacmi arasında bir ilişki bulunmadığını tespit etmiştir. Tasarrufların mı büyümeye neden olduğu; ya da milli gelir büyümesinin mi tasarruf artışına neden olduğunu zaman serileri verileriyle 17 Latin, Avrupa ve Doğu Asya ülkesini Granger nedensellik testiyle analiz eden Saltz (1999); 4 ülkede hiçbir nedensellik ilişkisi bulamamıştır. Tasarruflar ile GSMH büyümesi arasındaki nedensellik ilişkisi 2 ülkede karşılıklı; 2 ülkede tasarruflardan GSMH büyümesine doğru; 8 ülke de ise GSMH büyümesinden tasarruflara doğru bulunmuştur¹²⁴.

Daha da önemlisi, "McKinnon da faiz ve tasarruf arasında bir ilişkinin olmadığını kabul etmiş olmalı ki son yazılarında yüksek reel faizlerin büyüme üzerindeki etkisinin tasarruf artışından çok yatırımın etkinliğinin yükselmesinden geleceğini söylemektedir"¹²⁵.

¹²³ EMEK, 2000, s.76.

¹²⁴ Ira S. SALTZ, "An Examination of the Causal Relationship Between Savings and Growth in the Third World", **Journal of Economics and Finance**, Volume 23, Number 1, Spring 1999, ss.90-98.

¹²⁵ AGENO & MONTIEL, 1996, s.619.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL LİBERALİZASYON UYGULAMALARI VE EKONOMİK İSTİKRAR

1. Gelişmekte Olan Ülkeler ve Finansal Liberalizasyon

Gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) terimi genellikle kişi başına düşen reel milli gelir düzeyi düşük olan toplumlar için kullanılmaktadır. Günümüzde gelişmiş ülkelerin düzeyine ulaşamamış bu ülkeler, yapılarındaki kalkınma engellerini aşıp, hızla gelişme arzusu ve çabası içindedirler. Söz konusu yapısal engeller şöyle sıralanmaktadır¹²⁶.

- Kişi başına milli gelirin düşük olması ve yetersiz sermaye birikimi,
- Tarımsal işgücünün fazlalığı ve tarımsal verimliliğin düşüklüğü,
- Hızlı nüfus artışı ve nüfusun diğer özellikleri,
- Ekonomik yapının ikili (dual) karakteristiği,
- Kamu yönetim yapısının gelişmeye açık olmaması.

GOÜ'nün önündeki bu engellerin içinde kısa dönemde aşılabilmesi açısından en dikkat çekici olanı ilk sıradakidir. Diğer engellerin aşılabilmesi hem uzun vadeyi gerektirmekte hem de köklü bir dönüşüm sürecini içermektedir. Gerçektende yetersiz ve/veya verimsiz yurtiçi tasarrufların kökeninde yattığı sermaye birikimi sorunu günümüzde dış tasarruflarla belli bir ölçüde ve belli kurallara uymak kaydıyla kalkınma çabasının önündeki engel olmaktan çıkabilmektedir. Asya ekonomileri bu konuda verilen en belirgin örnekler arasındadır.

Öte yandan son 25 yıldır uluslararası sermaye akımlarının gerek boyut ve tür gerekse akışkanlık açılarından kaydettiği gelişme, GOÜ'nün bu sorununa çare olacak gibi gözükmemektedir. Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik birimlerin ellerinde bulunan fon fazlaları (tasarruflar), GOÜ'e yönelerek, hem sahiplerine daha fazla getiri sağlayabilecek hem de GOÜ'nün sermaye birikimi sorunlarının çözümüne yardımcı olacaktır. Bunun da yolu finansal liberalizasyondan geçmektedir.

¹²⁶ Emine KARADUMAN, **Ekonomik Kalkınmada Finansman ve Organizasyonu**, Maliye Bakanlığı APKK Başkanlığı, Yayın No:328, Ankara, 1993, s.11.

Tablo 3: Gelişmekte Olan Ülkelerden Seçilmiş Bazılarının Finansal Liberalizasyona Geçiş Tarihleri ve Düzenlemeleri

Ülke Adı	Tarih	Düzenleme
Arjantin	Haziran 1980	Yabancı portföy yatırımları üzerindeki kısıtlama gevşetildi
Brezilya	Haziran 1990	Sermayenin ülkeye giriş ve çıkışı serbest bırakıldı
Kolombiya	Aralık 1989	Doğrudan ve portföy şeklindeki yabancı sermaye yatırımları üzerindeki kısıtlamalar gevşetildi ve Aralık 1991'de sermaye geri dönüşlerine izin verildi
Meksika	Kasım 1986	Doğrudan yabancı yatırım girişleri liberalize edildi
Şili	Ocak 1988	Yabancı yatırımlara ilişkin kar paylarının geri dönüşü serbest bırakıldı
Venezuela	Ocak 1990	Doğrudan ve portföy şeklindeki yabancı sermaye yatırımları serbest bırakıldı
Filipinler	1988	Sermaye ve kar paylarının geri dönüşüne ilişkin kısıtlamalar gevşetildi ve 1992'de tümüyle serbest bırakıldı
Güney Kore	Ağustos 1981 Şubat 1992	Doğrudan yabancı yatırımların giriş ve çıkışları serbest bırakıldı Portföy yatırımlarının giriş ve çıkışları serbest bırakıldı
Malezya	Kasım 1986	Doğrudan ve portföy şeklindeki yatırımların girişi tümüyle serbest bırakıldı
Tayland	1988	Sermaye ve kar paylarının geri dönüşü serbest bırakıldı
Tayvan	Şubat 1991	Sermaye piyasası yabancı yatırımlara açıldı

Kaynak: Ross LEVINE & Sara ZERVOS, "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", World Development, Vol.26, No.7, 1998, s.1175.

Teorik altyapısı 1970'lerde geliştirilen bu çözümün, kağıt üzerinde anlamlı gibi durmasına rağmen, 1990'lı yıllarda peş peşe patlayan bir dizi finansal krizin nedenini oluşturduğu yönündeki kanaatin yaygın olduğu görülmektedir. Gerçekten de gelişmiş ekonomilerin ve büyük ölçüde onların istekleri doğrultusunda hareket edebilen uluslararası mali kuruluşların iktisatçıları, ekonomik büyüme teorisi alanında yaptıkları akademik çalışmalarda, sıklıkla bu hususu vurgulamışlardır. Böylece 1980'li yıllar GOÜ'nin finansal liberalizasyon sürecine girdikleri dönem olmuştur¹²⁷.

Ancak, yıkıcı sonuçları yaşanan ve etkileri hemen tüm dünyada hissedilen finansal krizler, bu kez teorilerin tekrar gözden geçirilmesi, nerede hata yapıldığının tespit edilmesi ve sorun oluşturan kurum, kural ve yapıların nasıl ıslah edilebileceği noktalarına yoğunlaşan araştırma ve incelemelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur¹²⁸. Bugün gelinen noktada bu çalışmaların, önemli bir kısmının GOÜ'nin finansal yapılarının incelenmesine ayrıldığını görmekteyiz.

¹²⁷ İlker PARASIZ, **İkinci Kuşak Kalkınma Politikaları ve Reformlar, Washington Uzlaşmasından Post-Washington Uzlaşmasına**, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2003, s.42.

¹²⁸ David C. COLE & Betty F. SLADE, "The Crisis and Financial Sector Reform", **ASEAN Economic Bulletin**, Vol.15, Issue 3, December 1998, p.340.

2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Sistemin Özellikleri

GOÜ'de finansal sistemin yapısı genel ekonomik yapıdan ayrı düşünülemez. Bu ülkelerin büyük bir bölümü bu ülkelerde faaliyet gösteren finansal araçların faaliyetleri üzerine yoğun düzenlemeler getirmişlerdir. Bu düzenlemeler başta mevduat ve kredilere uygulanan faiz oranı tavanları olmak üzere, yüksek zorunlu karşılık oranları ve kredi tahsisine getirilen nitel ve nicel karakterdeki çeşitli müdahaleler gibi uygulamaları kapsamaktadır. Söz konusu ülkelerin çoğunda mevduat faiz oranlarına konulan tavanlar faiz oranlarının yapay olarak düşük, genellikle enflasyon oranının altında bir düzeyde kalmasına neden olmuş; bu da bankacılık sistemine olan tasarrufların arzını düşürmüştür. Bankacılık sistemine alternatif teşkil edecek finansal araçların bulunmaması durumunda ise düşük finansal tasarruf arzı kredi arzını daraltmakta ya da etkin olmayan kendi kendine finansman yöntemleri ile sonuçlanmaktadır¹²⁹.

Öte yandan ekonomide mevcut sermaye, kredi faiz oranlarına uygulanan tavanlar nedeniyle, kredi tayinlaması, yoğun kamu müdahalesi ve politik baskılara dayalı olarak tahsis edilmektedir. Böylece finansal piyasalar üzerine uygulanan kontroller, sonuçta finansal tasarrufların düşmesine ve bu tasarrufların etkinlikten uzak bir şekilde tahsisine yol açmaktadır.

Yoğun finansal kontrollerin söz konusu olumsuz etkileri GOÜ'de finansal sistemin çeşitli reformlarla yeniden yapılandırılmasının gerektiği hususunda önemli bir baskı yaratmıştır. Ancak kontrol altındaki bir finansal sistemden liberalize edilmiş bir finansal sisteme geçiş önemli kimi güçlüklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansal piyasalara ilişkin politikalarda çeşitli reformları uygulamaya koyan ülkelerin büyük bir çoğunluğu yüksek enflasyon ve aşırı derecede artan dış borçlar şeklindeki istikrar krizlerine düşmüşlerdir. Bu tür güçlükler içine düşen ülkeler enflasyonu düşürmek için parasal genişleme oranını daraltmaya, cari işlemler açığını düşürmek için de ülke parasının yabancı paralar karşısında devalüe edilmesine yönelmektedirler.

Sorun ekonomik kalkınma açısından ele alındığında, literatürde belirli limitler dahilindeki serbest bir finansal sistemin baskı altında tutulan bir finansal sistemden daha yararlı olduğu geniş ölçüde kabul edilmektedir. Finansal sistemi kontrol altında tutmaya yönelik kısıtlayıcı politikaların uygulandığı GOÜ'in yaşadığı tecrübeler, dünya ekonomik şartları karşısında bu politikaların başarısızlığını ortaya koymuştur.

¹²⁹ İlyas ŞIKLAR, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, 1991, s.212.

Öte yandan uygulanmaya başlanan kontrol politikalarının kendi kendini güçlendiren yapısı, GOÜ'de yaşanan bir başka gerçektir. Bu yüzden modern teoride kısıtlayıcı finansal politikaların sürdürülmesi gerektiğini teorik temeller çerçevesinde savunan iktisatçı yok gibidir. Zira faiz oranlarının kontrol altında tutulması, yüksek zorunlu karşılık oranları ve selektif kredi politikaları şeklindeki finansal kontrol politikaları bir bütün olarak, finansal sistemin büyüklüğünü ve etkinliğini düşürmektedir. Yüksek enflasyonun yaşandığı dönemlerde söz konusu politikalar reel para balansları üzerinde bir vergi niteliği taşımakta ve para talebinde düşmeye neden olmaktadır. Reel para stokundaki düşmeye karşın enflasyon vergisinden elde edilen geliri sürdürme çabaları daha yüksek enflasyonla sonuçlanmaktadır.

Baskı altındaki bir finansal sistemi makro ekonomik istikrarsızlıkların kaynağı olmaktan çıkartmak ve etkin olarak çalışmasını sağlamak için genellikle önerilen çözüm faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ve kredi tahsisinde fiyat mekanizmasının devreye sokulmasıdır. Ancak istikrar politikası bağlamında finansal liberalizasyonun kısa dönem etkileri konusunda teorik alanda anlaşmazlık söz konusudur. 1990'lı yıllarda Latin Amerika ve Asya ülkelerindeki liberalizasyon uygulamalarının başarısızlığı bu tartışmalara ağırlık kazandırmıştır.

3. Latin Amerika Ülkelerinin Finansal Liberalizasyon Deneyimi

3.1. Latin Amerika Ekonomilerinin Özellikleri

Latin Amerika ülkeleri, bir yandan dünyanın en büyük ekonomisi ABD ile yakın ticari ilişkileri, diğer yandan özellikle 1980'lerdeki hızlı büyümeleri dolayısıyla dünyanın en çok dikkat çeken bölgesi olmuştur. Ancak finansal liberalizasyon süreci ile bu ülkeler için 1990'lı yıllar yaşadıkları finansal krizler ile birlikte anılır hale gelmiştir. Bu ülkelerde yaşanan finansal krizlerde, ekonomilerindeki mevcut yapısal bozuklukların yanısıra, demokrasiye ve piyasa ekonomisine uyumsuzluk gibi faktörlerin de katkısı olduğu dile getirilmektedir¹³⁰.

Latin Amerika ülkeleri, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, yaşadıkları borç krizinden kurtulmayı piyasa ekonomisine geçişte aramaya başlamıştır. Piyasa mekanizmasını ekonomilerinde hakim kılarak ve dünya ekonomisiyle bütünleşerek hem istikrarı hem de büyümeyi tekrar sağlamayı amaçlamaktaydılar. Latin Amerika ülkelerinin yirmi yıla yakın liberalleşme, istikrar ve yapısal uyum çabalarının ardından

¹³⁰ Metin TOPRAK, **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2001, s.136.

günümüzde geldikleri nokta, sanayileşme, sürdürülebilir büyüme ve istikrar açılarından sorgulanamaz düzeyde değildir.

Gerçekten de liberalleşme programıyla, bu ülkelerde uygulanan anti enflasyonist şoklar, gelir bölüşümünü yeniden düzenleyici tedbirler, ithalatın ve kamu yatırımlarının kısılması, devalüasyon ve yüksek faiz uygulaması gibi heterodoks politikaların olumlu etkileri sınırlı kalmış, bir yerden sonra yüksek faizler nedeniyle üretim düşüşleri, gelir dağılımında aşırı bozulma ve ülke dışına sermaye kaçışları gibi sonuçlar ortaya çıkmıştır¹³¹.

Latin Amerika ülkelerindeki uygulamaların bütün amacı, krizi atlattırarak, istikrarı sağlamak, kamu kesiminin ekonomideki rolünü ve ekonomiye müdahalesini azaltırken giderek özel girişimciliğe ve yatırımlara dayanan bir büyüme sürecini ve sanayileşmeyi başlatmaktır. Çalışmamızda finansal liberalizasyon uygulamasına konu olmuş Latin Amerika ülkeleri olan Meksika, Arjantin, Brezilya ve Şili örnekleri ele alınacaktır.

3.2. Latin Amerika Ekonomilerinde Makroekonomik Gelişmeler

Makroekonomik performansta ilk dikkat edilmesi gereken gösterge, ekonominin bir önceki yıla göre büyüme oranıdır. Latin Amerika ülkelerinde ekonomik büyümenin performansı 1990'lı yıllarda 1980'lere göre iki katına çıkarak ciddi bir gelişme göstermiştir. 1980'lerde en yüksek büyüme performansını Şili ve Brezilya gösterirken; 1990'larda Şili'nin büyüme oranı, 1980'lerdekinin iki katını aşmıştır. Arjantin, Brezilya ve Meksika'nın büyüme oranları ise birbirine yakın düzeydedir. Aşağıdaki tabloda dört ülkenin büyüme rakamları yıllar itibariyle verilmektedir.

Tablo'nun satırları dört Latin Amerika ülkesinin ait olduğu yıl itibariyle büyüme rakamlarını verirken, sütunları ise ilgili ülkenin 20 yıllık zaman perspektifindeki büyüme açısından gelişimini göstermektedir. Son sütundaki rakamlar, verilerin aritmetik ortalamasını yansıtmaktadır. 1995 yılında Şili, 1999 yılında Brezilya ve Meksika hariç ekonomik büyüme oranları negatif değerler göstermektedir. Bilindiği gibi bu yıllar sırasıyla Arjantin-Meksika ve Brezilya krizlerinin yaşandığı yıllardır. 1999 yılında yaşanan ve Brezilya'nın ismiyle anılan kriz, 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin devamı ve bulaşması (contagion) niteliğindedir.

¹³¹ Yılmaz AKYÜZ, "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deneyimi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Mart 1994, s.5.

Tablo 4: Latin Amerika Ülkelerinde Reel GSYİH'nın Gelişimi (%)

	Arjantin	Brezilya	Meksika	Şili	Ortalama
1982-91Ort.	0,4	2,1	1,4	3,2	1,775
1992	10,3	-0,5	3,6	12,3	6,425
1993	6,3	4,9	2,0	7,0	5,050
1994	5,8	5,9	4,4	5,7	5,450
1995	-2,8	4,2	-6,2	10,6	1,450
1996	5,5	2,7	5,2	7,4	5,200
1997	8,1	3,6	6,8	7,4	6,475
1998	3,9	-0,1	4,9	3,4	3,025
1999	-3,1	1,0	3,5	-1,1	0,075
2000	1,7	4,0	6,5	6,0	4,550
2001	3,7	4,5	4,8	6,8	4,950
Ortalama	3,618	2,936	3,354	6,245	4,038

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Makroekonomik performansta dikkate alınması gereken başka bir parametre ise enflasyondur. Latin Amerika ülkelerinin 1980'lerde enflasyon yönünden başarılı bir performans gösterdiği söylenemez. Bu yıllarda Arjantin ve Brezilya'da enflasyon ortalama oranı üç haneli olarak gerçekleşmiştir. 1990'larda Brezilya hariç diğer ülkeler enflasyonda büyük başarılar elde etmişlerdir. 1990'lann sonunda enflasyon sorunu önemli ölçüde ortadan kalkmıştır. 1990'lann ilk yıllarında enflasyonu indirememiş ülke Brezilya'dır. Brezilya'da enflasyonun tek haneli rakamlara çekilmesi 1997'den itibaren. Aşağıdaki tabloda bu dört ülkenin 20 yıllık enflasyon rakamları verilmektedir. Verilerden bu dört ülkenin enflasyonist bir büyüme politikası izledikleri (en azından 80'li yılların ortalarından 90'lı yılların ortalarına kadar) anlaşılmaktadır.

Tablo 5: Latin Amerika Ülkelerinde Enflasyonun Gelişimi (%)

	Arjantin	Brezilya	Meksika	Şili	Ortalama
1982-91 Ort.	452,7	384,7	64,4	20,5	230,575
1992	24,9	1002,5	15,5	15,4	264,575
1993	10,6	1927,4	9,8	12,7	490,125
1994	4,2	2075,8	7,0	11,4	524,600
1995	3,4	66,0	35,0	8,2	28,150
1996	0,2	15,8	34,4	7,4	14,450
1997	0,8	6,9	20,6	6,1	8,600
1998	0,9	3,2	15,9	5,1	6,275
1999	-1,2	4,9	16,6	3,3	5,900
2000	-0,7	7,5	9,5	3,2	4,875
2001	0,5	5,0	8,2	3,5	4,300
Ortalama	45,118	499,972	21,536	8,800	143,856

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Bir ülkenin üretip dış aleme sattığı ile dış alemden satın alıp tükettiği mal miktarları arasındaki farkı belirten cari açık da makro performansta göz önünde bulundurulması gereken bir gösterge niteliğindedir. Latin Amerika ülkeleri, Asya ülkelerinin aksine cari işlemler açıklarıyla çalışan ekonomilerdir. 1998-2001 arasında ele alınan ülkelerin hepsi, GSYİH'nın oranı olarak hatırı sayılır düzeyde açık vermiştir. En düşük açık oranı % 2.8 ile Şili'ye, en yüksek açık oranı ise % 4.1 ile Arjantin ve Brezilya'ya aittir. Aşağıdaki tabloda ele alınan ülkelerin cari açıkları verilmektedir.

Tablo 6: Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nın Oranı)

	Arjantin	Brezilya	Meksika	Şili	Ortalama
1998	-4,8	-4,3	-3,8	-5,7	-4,650
1999	-4,4	-4,6	-2,9	-0,1	-3,000
2000	-3,7	-3,9	-3,5	-2,4	-3,375
2001	-3,6	-3,5	-3,7	-3,1	-3,475
Ortalama	-4,125	-4,075	-3,475	-2,825	-3,625

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Cari açık benzeri bir diğer gösterge ise, kamu kesimi gelir-harcama dengesidir. Harcamanın gelirden büyük olduğu durum kamu açıkları olarak adlandırılır. 1994-2000 arasında Şili hariç incelenen diğer Latin Amerika ülkelerinde kamu kesimi açıkları söz konusudur. En yüksek açıkları sırasıyla Brezilya, Arjantin ve Meksika vermektedir. Brezilya'nın açık oranı ciddi boyutlardadır. Aşağıdaki tablo kamu açıklarının durumunu göstermektedir.

Tablo 7: Latin Amerika Ülkelerinde Kamu Kesimi Dengesi (GSYİH'nın Oranı)

	Arjantin	Brezilya	Meksika	Şili	Ortalama
1994	-1,8	-3,3	-0,3	1,5	-0,975
1995	-2,3	-7,0	-0,8	3,6	-1,625
1996	-3,2	-5,9	-0,7	2,6	-1,800
1997	-2,0	-6,6	-1,2	2,1	-1,925
1998	-2,1	-8,1	-8,1	-8,1	-6,600
1999	-4,1	-9,8	-1,3	-2,4	-4,400
2000	-2,8	-3,7	-0,6	-1,0	-2,025
Ortalama	-2,614	-6,342	-1,814	-0,242	-2,764

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Ele alacağımız son makroekonomik gösterge dış borçların durumudur. Meksika hariç incelenen Latin Amerika ülkelerinde dış borcun GSYİH'ya oranında önemli artışlar olmuş, söz konusu ülkeler giderek dışa daha fazla borçlanmışlardır. 1994-2000 aralığında yaşanan gelişmeler (finansal krizler, "stop & go" tarzındaki büyüme ve demokrasideki kesintiler) bu durumun oluşmasında önemli rol oynamıştır. Bu gelişmeler sonucunda ortaya çıkan tablo aşağıda verilmektedir.

Tablo 8: Latin Amerika Ülkelerinde Dış Borçların Gelişimi (GSYİH'nın Oranı)

	Arjantin	Brezilya	Meksika	Şili	Ortalama
1994	33,3	18,2	33,9	42,2	31,900
1995	38,2	22,6	59,0	33,3	38,275
1996	40,3	23,2	49,6	33,5	36,650
1997	42,6	24,9	38,2	35,6	35,325
1998	47,1	31,2	38,4	43,6	40,075
1999	51,1	44,6	34,6	50,4	45,175
2000	52,6	36,3	30,0	49,8	42,175
Ortalama	43,600	28,714	40,528	41,200	38,510

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Tablodan da anlaşılacağı gibi, en yüksek dış borç oranına sahip ülkeler sırasıyla Arjantin, Şili, Meksika ve Brezilya şeklindedir. Latin Amerika ülkelerindeki makroekonomik gelişmeleri böylece verdikten sonra, bu ülkelerin 90'lı yıllar boyunca liberalizasyon sürecinde yaşadıkları finansal krizleri ve makroekonomik istikrarı sağlamak için uygulamaya konan politikaları ülke bazında ele alalım. Bu ülkelerden Meksika ve Arjantin örnekleri üzerinde nispeten daha ayrıntılı inceleme yapılacaktır.

3.3. Meksika Deneyimi

1982 yılında yaşanan ve GOÜ'in yanısıra onlara borç veren gelişmiş ülkeleri de yakından ilgilendiren Dünya Borç Krizi¹³², bilindiği üzere, Meksika'nın vadesi gelen ve önemli miktarlara ulaşan kısa vadeli dış borçlarını ödeyememesi ile su yüzüne çıkmıştı. Yapılan kurtarma operasyonunun ardından 1980'lerin ortalarından itibaren, Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde istikrarlı bir büyüme hedefi gerçekleştirilmiştir. Fakat, dönemin ikinci yarısında başlayan ekonomik istikrarsızlık 1987 Pacto Planı sonrası olumlu gelişmelere rağmen, 1990'ların ilk yarısında da devam etmiştir.

1994 Aralık ayında ise büyük bir ödemeler dengesi krizi ve finansal kriz yaşanmıştır. Kriz öncesi süreçte, mali ve parasal disiplinin sağlanması, gelir politikaları ile enflasyonun ataletinin kırılması ve bunların yanında yapısal uyum programı çerçevesinde özelleştirme ve ticaretin liberalizasyonuna ağırlık verilerek rekabet ve ekonomik etkinliğin artırılması noktalarında başarı sağlanmıştır. Yapısal reformların da

¹³² Batı dünyasının banka sisteminde bir çok etkisi yaratan bu gelişmenin bilançosu bir hayli ağır olmuştur. Meksika'nın yanısıra Brezilya, Arjantin, Şili, Peru, Bolivya, Küba, Venezuela, Ekvador, Yugoslavya ve Zaire, 1982'de ödeme gücünü içine düşmüşler, Şili, Zambiya, Küba, Romanya 1983'te moratoryum ilan etmişlerdir. 1981-1984 arasında 61 ülkenin 212,4 milyar dolarlık borcu ertelenmiş, en büyük payları 49 milyar dolar ile Meksika, 21 milyar dolar ile Venezuela almıştır. Okan H. AKTAN, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Bunalımı ve Türkiye", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1-2, 1985, s.45.

hızla gerçekleştirilmesiyle enflasyonun düşürülmesinde ve büyüme için altyapı oluşturulmasında başarılı olunmuştur. Dönem boyunca kur değerli tutulmasına rağmen, verimliliğin artırılmasıyla kurun değerlendirilmesinin yarattığı olumsuz etkilerin ortadan kaldırılacağına inanılmıştır.

Fakat bütün bu olumlu gelişmelere ve düşüncelere rağmen, ekonomide zorunlu atılımlar yapılamamış, imalat sanayinde rekabet gücü arttırılamamış ve gerekli reformların yapılmasında geç kalınmıştır. Bunun sonucunda, ekonomide yatırım artışı da gerilemeye başlamış ve bu da düşük büyümeye neden olmuştur. 1992 ve 1993'de büyüme hızı yıllık %2'nin altına inmiştir. Birçok malda gümrük duvarlarının kaldırılması sonucu ithalat artmış, bu da sürekli kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilen cari işlemler dengesi açığını hızla arttırarak 1994 sonunda en üst seviyesine ulaşmasına yol açmıştır¹³³.

Bu arada mevcut döviz rezervi de yarı yarıya azalmış ve 3,48 milyar ABD Doları seviyesine düşmüştür¹³⁴. Özellikle ödemeler dengesi açıklarını kapatmak amacıyla sıcak paraya duyulan ihtiyaç, hükümeti sıkı para politikası uygulamaya yöneltmiştir. Hükümet bu politikayla faiz oranlarını arttırarak, ülkeye döviz girişini özendirmek ve rezervlerde tekrar istikrar sağlamayı planlamıştır¹³⁵. Bunun üzerine Meksika hükümeti 20 Aralık 1994'te Peso'yu %15 devalüe edince uluslararası piyasalarda bir şok dalgası yaşanmış, bir gün sonra Peso'nun serbest dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte değer kaybı %39'a ulaşmıştır¹³⁶. 1995'in Ocak ayında ise bu oran %60' yükselmiştir¹³⁷. Yapılan bu devalüasyon ve beraberindeki yanlış uygulamalar (politik kargaşa, tamamlayıcı önlemlerin alınamaması, uluslararası desteğin sağlanmadan programa başlanması, vb.) ülkeden sermaye kaçışını hızlandırmıştır.

Bu dönemde Meksika merkez bankası'nın sermaye kaçışının yarattığı likidite darlığını gidermek için gevşek bir kredi politikası izlemesi, ekonomik durumun daha da bozulmasına neden olmuştur¹³⁸. Bu durum Meksika Borsası'nı da olumsuz yönde etkilemiş, 1990'ların başında dünyanın en hızlı büyüyen (1992'de %25 ve 1993'te %50) borsalarının başında yer alan Meksika Borsası, ABD Doları bazında %50 değer

¹³³ Suat OKTAR, "Meksika'da Finansal Kriz", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 32, Sayı 4, Nisan 1995, s.6.

¹³⁴ Stephen FIDLER, "Mexican concern shift to damage done by crisis", **Financial Times**, February 3, 1995, s.5.

¹³⁵ OKTAR, 1995, s.6.

¹³⁶ Hayri KOZANOĞLU, "Meksika'da Kriz ve Gelişmeler", **İktisat**, Nisan Mayıs 1997, s.100.

¹³⁷ Peter NORMAN, "Buffeted by the turbulence", **Financial Times**, January 12, 1995, s.11.

¹³⁸ Dündar SAĞLAM, "Meksika Ekonomik Krizi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 33, Sayı 1, Ocak 1996, s.11.

kaybetmiş, bu istikrarsızlık başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere, diğer Uzakdoğu Asya ve Rusya'nın finans ve döviz piyasaları üzerinde önemli dalgalanmalara yol açmıştır¹³⁹.

Dünya ölçeğinde genelleşen 1994 Meksika finans krizinin daha da büyümemesi ancak, 31 Ocak 1995 tarihinde ABD'nin ve uluslararası kredi kuruluşlarının yardım programını açıklamasıyla durdurulabilmiştir¹⁴⁰. Bu olumlu gelişmeler sonrasında krizin ilk şokunu atlatan yeni kurulmuş Meksika Hükümeti, acil bir istikrar programını 9 Mart 1995'te uygulamaya koymuştur¹⁴¹. Bu krizle birlikte gelişmekte olan ekonomiler için, krizleri aşmakta dış desteğin ne kadar önemli olduğu bir kez daha ortaya çıkmıştır.

1994 Meksika finans krizinin daha çok kredibilite sorunundan çıktığını ve kredibilitenin nasıl devam ettirileceğinin bilinmemesinden kaynaklandığını savunan iktisatçılar olmuştur¹⁴². Bu iktisatçılara göre; politikaların güvenilir olması ile politikacıların güvenilir olması ayırımı önemlidir. 1994 Meksika finans krizi mali dengesizlik sonucu yaşanmamıştır. 1990-1994 döneminde faiz dışı bütçe dengesi fazla vermesine rağmen, kriz yaşanmıştır. Artan tüketim ve borçlanmanın daha çok özel sektör tarafından yapılması ve kamunun buna müdahale etmemesi sonucu, sermaye girişleri kontrol edilememiştir. 1994'de sermaye girişlerini sterilize etmek amacıyla merkez bankasının müdahalesi ve yaşanan iç ve dış şokların da etkisiyle kriz yaşanmıştır.

Finansal krizin ardından Ocak 1995'de uygulamaya konulan istikrar programının, daha önceden ekonomide sağlanan iyileşmelerin sağlamaştırılması ve güncel likidite sorununa acil bir önlem alınması gibi iki temel amacı vardı¹⁴³. Bu çerçevede öncelikli hedefler; cari işlemler açığının azaltılması, enflasyonun düşürülmesi ve ekonomide pozitif büyümenin sağlanması olarak belirlenmişti¹⁴⁴. Bu hedeflerin uygulama aracı olarak ta, merkez bankasının uzun dönemli kredi arzının kısıtlanması ve kamu harcamalarında tasarrufa gidilmesi benimsenmişti. Böylece, yeni bir ücret ve fiyat politikası uygulamaya konmuş, merkez bankası-işçi-işveren kesimi arasında bir anlaşma yapılmış ve reel ücretlerin 1995 yılı içerisinde düşürülmesi

¹³⁹ Rudiger DORNBUSCH & A. WERNER, "Mexico Stabilization, Reform and No Growth", **Brookings Papers on Economic Activity**, 1994, s.258.

¹⁴⁰ OKTAR, 1995, s.7.

¹⁴¹ KOZANOĞLU, 1997, s.102.

¹⁴² Jeffrey D. SACHS, "Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability", **American Economic Review**, Vol.86, No.2, 1996, s.10.

¹⁴³ SAĞLAM, 1996, s.11-12.

¹⁴⁴ Leslie CRAWFORD & Stephen FIDLER, "Doubts persist over Mexico", **Financial Times**, January 28, 1995, s.3.

kararlaştırılmıştır. Kredi kısıtlaması ve merkez bankasının Peso'nun dalgalanan dış değerine gerektiği zaman müdahale ederek, istikrar sağlaması ilkeleri öngörülmüştür. Yapısal reformlar konusunda önceden başlatılan uygulamalara genişletilerek devam edilmesine ve sürdürülmekte olan özelleştirmenin de hızlandırılmasına karar verilmiştir. Sermaye girişlerini canlandırmak ve bankacılık kesimine sermaye kazandırmak için yabancı bankaların sayısının artmasına izin verilmiştir¹⁴⁵.

Meksika'da yaşanan finansal krizi aşmak için, 1995 Ocak ayında ABD ve IMF önderliğinde çok geniş boyutlu uluslararası bir finansal destek programı uygulamaya konmuş ve 50 milyar ABD Doları yardım yapılmıştır. Bu mali destek kısa sürede kriz üzerinde olumlu gelişmeler göstermesine rağmen, Mart 1995'de kriz yeniden kendini göstermiş ve Peso yeniden büyük bir değer kaybına uğramıştır. Bunun üzerine Meksika Hükümeti 9 Mart 1995'de, yeni bir istikrar programı daha uygulamaya koymuştur. Yeni programın en temel özelliği, Peso'nun serbest dalgalanmaya bırakılması olmuştur. Dalgalı döviz kuru rejiminde enflasyonun düşürülmesi, para politikasının tek hedefi olarak belirlenmiştir. Ancak para politikasının, bankacılık sektöründen gelebilecek herhangi bir sıkıntı olmaksızın uygulanması kaydıyla, enflasyon hedefi seçilmiştir. Ayrıca, devalüasyonun yarattığı enflasyonist baskının kontrol altında tutulması için sıkı para politikası uygulanmış, katma değer vergisi ve kamu mallarının fiyatları önemli oranda arttırılmıştır. Hükümet kriz nedeni ile artan faiz oranlarından zarar gören banka ve işletmelerin desteklenmesine karar vermiş, orta ve küçük işletmelerin yeniden yapılandırılması için geniş bir program uygulamaya konmuştur. Bu işletmelerin borçları da uzun vadeye yayılmıştır. Ayrıca, bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulması için uygulanacak önlemler paketinin maliyetini karşılamak üzere ek mali önlemlerin gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sıkı para ve maliye politikalarının yanında, harcamalarda yapılan ayarlamalar ile dövizin istikrara kavuşturulması ve cari işlemler dengesinde iyileşme sağlanması için gerekli adımlar atılmıştır. 1 Nisan 1995'ten itibaren de, düşük gelirli çalışanların korunması amacı ile, asgari ücret %10 oranında arttırılmıştır. Bu arada tarım ürünleri fiyatları, çiftçilerin yararına olacak şekilde serbest bırakılmıştır¹⁴⁶.

Uygulanan programın sonucunda, Peso'nun değer kaybetmesi yönündeki eğilimlerin kırılmış olması ve çok kısa sürede enflasyonist beklentilerin kontrol altına

¹⁴⁵ Ayşe Sema BAĞÇECİ, **Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları:Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, Uzmanlık Tezi, DPT, Ankara, 1997, s.55; SAĞLAM, 1996, s.12.

¹⁴⁶ SAĞLAM, 1996, s.14.

alınarak aylık enflasyon oranlarının düşmeye başlaması dikkat çekmektedir. Ayrıca, IMF programının ve uluslararası yardım desteğinin açıklanması ile döviz kuru hareketleri daha istikrarlı bir seyir izlemiştir. Mayıs 1995'e gelindiğinde Peso yeniden değerlenmeye başlamış, nominal ve reel faiz oranları düşmüş ve enflasyonist beklentiler kırılmış, böylece ekonomik faaliyet ve bankacılık sistemindeki daha ileri bozulma önlenmiştir¹⁴⁷. 1996'da ise, enflasyonun kontrolü, mali disiplin, esnek kur sistemi gibi ekonomik yapısal uyum, finansal açılma, hedef ve politikalarının uygulanmasıyla büyüme için bir altyapı oluşturulmuş, bunun sonucunda da, makroekonomik istikrarın sağlanmasında başarılı olunmuştur¹⁴⁸.

Başarıdaki en önemli etkenler ise; hükümetin programı istikrarlı olarak uygulaması, muhalefetin programı destekleyerek uygulamaların yakın takipçisi olması ve halkın bu reformları istemesidir. Ayrıca, hükümetin istikrarına ve uygulanacak yeni ekonomik programına inanan dış finansal çevreler ile yine bu finans çevrelerinin katkısı sonucunda gerçekleştirilen işbirliği anlaşmaları ve en önemlisi ABD tarafından sağlanan 12 milyar ABD Doları tutarındaki acil mali yardım da başarıda etkili olmuştur. Bunların sonucunda Meksika, 1,5 yıl gibi kısa bir sürede finans krizini aşmayı başarmıştır¹⁴⁹.

3.4. Arjantin Deneyimi

Arjantin 1990, 1995 ve 2001 yıllarında yaşadığı üç kriz ile Latin Amerika ekonomileri arasında dikkat çekmektedir. Uzun yıllar süren Peronist rejim nedeniyle ülkede katı denebilecek bir emek piyasası ve oldukça güçlü işçi sendikaları mevcuttur. Yaşanılan bu krizler nedeniyle, 29 milyon kişi olan ülke nüfusunun üçte ikisi gelirleriyle ancak temel barınma, gıda ve giysi harcamalarını karşılayabilmektedir¹⁵⁰.

Federal sistemle yönetilen ülkede ekonomik açıdan 4 önemli yapısal sorundan söz edilebilir:

- İhracat/GSYİH oranı düşük olup, % 10'lar civarındadır. Ülke esas itibarıyla tarım ürünleri ihracatçısı konumundadır.

¹⁴⁷ Türkiye Bankalar Birliği, **1994 Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası**, TBB, 2001, s.5.

¹⁴⁸ Edgar ORTIZ, "Küresel İktisadi Kriz ve Meksika Krizi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 157, Nisan 1999, s.36.

¹⁴⁹ E. Buj FLORES, "Küresel İktisadi Kriz ve Meksika Krizi:Krizle Mücadelede Meksika Deneyimi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 169, Nisan 2000, s.44.

¹⁵⁰ Nurhan YENTÜRK, **Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları No.46, Ekonomi 6, 2003, s.208.

- Sanayi işgücü verimliliği çok düşük olup, 1980-1996 arası verimlilik artışı %16 ile sınırlı kalmış durumdadır.
- Tasarruf/GSMH oranı GOÜ arasında en düşük ülkelerden biridir. 1990-2000 arası tasarrufların milli gelire oranı % 15 civarında seyretmektedir.
- Yurtdışına sermaye kaçışının en yoğun olduğu ülkelerden biri olma özelliğine sahiptir. 1990-2000 arası ödemeler bilançosu net hata ve noksan kaleminden yıllık çıkışlar ortalama 3 milyar ABD Doları civarındadır¹⁵¹.

Daha önce de belirtildiği gibi Arjantin ekonomisi, 1990'lı yılları, hatta 2000'li yılların başını, kriz içinde geçirmiştir. 1984-1986 yıllarında uygulanan Austral Planı ve 1989-1990 yıllarında uygulanan Bonex Planı esas itibariyle ülkede sabit kur rejimi hakimken fakat finansal liberalizasyon uygulamasının olmadığı bir dönemi kapsamaktadır. Oysa 1990'lı yıllara damgasını vuran gelişme 1991 Konvertibilite Planıydı. Bu planın en dikkat çeken tarafı sabit kur sistemine devam edilirken finansal liberalizasyonun önemli bir parçasını teşkil eden konvertibiliteye geçilmiş olmasıdır.

3.4.1. 1991 Konvertibilite Planı

1990 yılında yaşanan hiper enflasyonu yenebilmek, enflasyon beklentilerini kırabilmek ve yabancı sermayenin karşı karşıya olduğu riski azaltarak ülkeye dış kaynak girişini sağlayabilmek için bir fiyat çıpası uygulaması, gerek IMF gerek Arjantin yöneticileri tarafından kaçınılmaz olarak görülmüştür. Bu nedenle, para kurulu¹⁵² ve döviz kurunun nominal çıpa olarak uygulanması 1991 yılında yürürlüğe giren Konvertibilite Planı'nın omurgasını oluşturmaktaydı. 1991 sonunda 1 ABD Doları=1 Peso sabit kuru kabul edilerek para politikası otomatikçe bağlanmış ve parasal tabandaki her türlü genişleme döviz girişi ile sınırlandırılmıştır.

¹⁵¹ Nurhan YENTÜRK, "Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı:193, 2002.

¹⁵² Para Kurulu uygulaması, zararlı sonuçlanabilecek yanlış kararların alınmasının önlenmesi ve kredibilite sağlanması açısından ihtiyari uygulamaları kaldıran, kurallara dayalı bir parasal sistemdir. Basitçe, yerel para biriminin çıpa olarak belirlenen sağlam bir para birimiyle sabit kurdan değiştirilebilmesine imkan sağlayan ve piyasaya sürülen para miktarını uluslararası rezervlerin tutarıyla sınırlı tutan bir para rejimidir. Buna göre, yerel para birimi ancak uluslararası rezervlerde karşılığı olduğu müddetçe piyasaya sürülebilir. Sonuç olarak, para tabanındaki (dolaşımdaki para + bankaların rezervleri) değişiklikler, ödemeler dengesindeki açık ya da fazlaya eşit olur. Böylece, sabit kurun korunması konusunda oldukça güvenilir bir mekanizma oluşur ve pratikte yerel para birimi ile bu paranın bağlandığı sağlam para birimine sahip olmak arasındaki fark ortadan kalkar. Mert ÜLKER, "Arjantin Modeli Bize Uyar mı?", **Global Bülten**, Haziran 1999, s.8. Ayrıntılı bilgi için, Steve H. HANKE & Kurt SCHULER, **Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Para Kurulları El Kitabı**, Çev. Bekir Berat ÖZİPEK & Metin TOPRAK, Liberte Yayınları No:47, Ankara, 2001.

Bu tür döviz kuruna dayalı istikrar politikaları dış kaynak girişi olduğu sürece ayakta kalabildikleri için, Konvertibilite Planı'nda yabancı sermaye ile yerli sermaye yatırımları arasındaki tüm ayırımlar kaldırılmış ve yabancı sermayenin yurtdışına kâr transferi tümüyle serbestleştirilerek yabancı sermaye girişi teşvik edilmişti. Ayrıca plan, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve özelleştirme konularında radikal reformlar içermekteydi. Bu kararlar sonucunda da Arjantin, 1991 yılında hemen yüksek sermaye girişine sahne olmuş ve finansal piyasalardaki itibarı uluslararası kredi kuruluşları tarafından iade edilmiştir¹⁵³.

Arjantin 1990'lı yıllar boyunca, iktisatçıların geliştirmekte olan ülkeler için önerdikleri istikrar politikaları uygulamalarına bir örnek teşkil ediyordu. Gerçekten de Arjantin, tüm Latin Amerika ülkelerinden daha fazla vergi reformu, daha fazla mali reform, daha fazla ticari ve finansal liberalizasyon ve uluslararası sermayeye daha sıkı bir eklemlenme için en fazla gayret eden ülke görünümündeydi¹⁵⁴.

3.4.2. 1991-1995 Dönemi ve 1995 Krizi

Arjantin ekonomisindeki bu dönem, ekonomide uluslararası rekabet gücünün kaybedildiği, ekonomide dolarlaşmanın arttığı, büyümenin kaynaklarının esas itibarıyla tüketime dayandığı gibi bazı özellikleri taşımaktadır.

Peso'nun ABD Doları'na eşitlenmesi uygulanması ile birlikte kaçınılmaz olarak reel döviz kurunda değer kazanma süreci başlamış ve bununla birlikte ihracat/ithalat oranı düşmüştür. 1995 ve 1996 yılları hariç 1992-2000 döneminde, ihracat/ithalat oranı, 1995=100 bazlı reel döviz kurunun altında seyretmiştir. Oysa 1980-1990 yılları arasında ihracatın ithalatı karşılama oranı çok yüksektir. Bir başka deyişle Arjantin dış ticaret fazlası vermektedir. Bu trend 1991 yılı sabit kur politikası ile birlikte değişmiş ve ithalat çok hızlı büyüyerek ihracatın ithalatı karşılama oranı 3'ten 1'e düşmüştür.

Arjantin geleneksel olarak tarım ürünleri ihracatında uzmanlaşmış bir ülkedir. Dışa kapalı dönemden miras kalan dünya fiyatlarının üzerinde ürün fiyatı, düşük verimlilik gibi faktörlerin yanısıra, ABD ve AB'nin caydırıcı tarım politikaları nedeniyle, ihracat/GSMH oranınının 1991-1995 yılları arasındaki ortalaması %6 civarında kalmıştır. İthalatının %90'ı imalat sanayii ürünlerinden oluşmaktadır. Tarım, maden ve petrol ithalatı ise geri kalan %10 oranını paylaşmaktadır. 1990'lı yıllarda ithalatta görülen hızlı

¹⁵³ Dani RODRIK, **Can Integration Into The World Economy Substitute for A Development Strategy**, 2000, <http://ksq.harvard.edu/~drodrik.academic.ksq/papers.html>

¹⁵⁴ Joseph E. STGLITZ, **Argentina's Collapse Incited The Largest Default in History**, mimeo, 2002, Columbia University.

artış reel döviz kurunun değerlenmesi kadar tüketim eğiliminin yükselmesinden de etkilenmektedir.

Arjantin'in denk olan dış ticaretine rağmen ciddi bir açık veren ödemeler bilançosu belki de diğer gelişmekte olan ülkelere örnek teşkil edebilecek en önemli sorunlarından bir tanesini oluşturmaktadır. Ele alınan dönem itibarıyla ithalatı hızla artmasına ve ihracatı yavaşlamış olmasına rağmen, Arjantin dış ticaret açığı vermemekte ancak ithalatı kadar hızla artan faiz ödemeleri bulunmaktadır. Özellikle 1980'li yıllarda aldığı dış borçların faiz ödemeleri 1990'lı yıllarda ödemeler bilançosunun en sorunlu noktasını teşkil etmektedir. Zaten rekabet gücü düşük olan Arjantin'in cari dengeye ulaşması için ihracatı ile ithalatını finanse etmesi yetmemekte, aynı zamanda ithalatının yarısı kadar tutan faiz ödemelerini de finanse edebilmesi gerekmektedir. 1980'li yıllarda önemsiz bir kalem olan faiz ödemeleri vadesi geldiği için ve birikimli etkisi ile çok ciddi bir açık nedeni olmaktadır. Özellikle Türkiye gibi ihracatının ithalatını karşılamasında büyük güçlükleri olan ülkelerin 1990'lı yıllarda aldıkları dış borçların 2000'li yıllarda böyle bir etki yaratma olasılığı dikkatlerden kaçırılmamalıdır. Bu nokta, istikrardan sonra büyüme ve borç ödeme hedeflerinin de IMF reçetelerini uygulayan ülkelerin gündeminde olmasını gerektirmektedir¹⁵⁵.

Öte yandan 1991 yılı ile birlikte cari açığın hızla arttığı, ama bu açıktan daha hızlı artan sermaye girişlerinin yaşandığı görülmüştür. Cari açığın gerektirdiğinden daha yüksek sermaye girişi özellikle sabit kur güvencesi ve yüksek faiz oranının yarattığı cazip ortamdan kaynaklanmaktadır. Her yıl cari açığın gerektirdiğinden yaklaşık 5 milyar ABD Doları civarında fazla sermaye girişi ortaya çıkmış, rezervlerdeki artış ve dolarlaşmanın ekonominin gündemindeki ilk sıradaki yerini almaya başlamasına neden olmuştur.

1990'lı yılların ilk yarısında giren yabancı sermayenin dağılımı da dikkat çeken başka bir konudur. Bu dönemde en hızlı artış, kısa vadeli ve özel finansal sermaye niteliğindeki girişlerden kaynaklanmıştır. Ancak, doğrudan yabancı sermaye girişleri de ilgili politikaları izleyen birçok GOÜ'nin aksine önemli bir düzeye ulaşmıştır. Bu çerçevede, ülkeye net dış kaynak girişi artış gösterdiği söylenebilir. Bu artış, yurtiçi tasarruflarda bir azalma ve tüketimde bir artış ile paralel bir şekilde gelişmiştir. Daha önce belirtildiği gibi, finansal sermaye akımı biçiminde ülkeye giren yabancı tasarruflardan özellikle kısa vade niteliğini taşıyanlar, bazı GOÜ'de prodüktif yatırımlar

¹⁵⁵ Dani RODRIK, "Arjantin Çok Çalışmalı Çok", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl 17, Sayı191, ss.14-18.

yerine tüketim için ek kaynak işlevi görmektedir. Arjantin'de de bu durum belirgin olarak gözlenmektedir. 1991-1999 arası GSYİH'daki büyüme ortalaması %4,7 iken, özel tüketimdeki büyümenin ortalaması %5,17 olarak gerçekleşmiştir. Kredi hacmi, Mart 1991-Eylül 1994 arasında %154 oranında büyümüş, bunun yanısıra ülkede hiperenflasyon döneminde çok düşen ücretler 1990-1996 arasında artış göstermiştir¹⁵⁶.

Ülke ekonomisinde 1991-1994 arasında sırasıyla %10, %9, %6, ve %6 oranlarında ciddi bir reel büyüme yaşanmıştır. Özellikle hizmetler, dayanıklı tüketim malları ve otomotiv sanayii üretiminde önemli artışların yaşandığı bu dönemde, bu gelişmenin iç talebin artmasından etkilenen sektörler olduğu dikkat çekici noktalardan biridir. İç talebin artış gösterdiği bu dönemde yapılan yatırımların daha çok içe dönük sektörlerle yönelik olması değerli yerli para olgusu ile birleşince ithalattaki artışın nedenleri kolayca anlaşılır hale gelmektedir.

Ülkede yapılan yatırımların oranı 1990'lı yılların ilk yarısında GSYİH'nın %20'si civarında gerçekleşmiştir. Bu oran 1980'li yılların gerisindedir. Bu durumun nedenleri yabancı sermaye girişinin özellikle özelleştirme kaynaklı olup kamuya akması ve yerli özel şirketlerin yabancı sermaye tarafından satın alınması sonucunda yurtiçine giren kaynağın yerli yatırımcılar tarafından yeni yatırımlarda kullanılmaktan çok yurtdışına çıkarılması davranışının yaygın olması olarak gösterilmektedir. Yurtiçi büyümenin, düşük yurtiçi tasarruflar nedeniyle yabancı dış kaynağa bağımlı olması ülke ekonomisini her türlü uluslararası gelişmeye ve sermaye hareketlerinin gösterdiği yönelimlere çok bağımlı kılmaktadır. Bu %n ekonominin büyümesi kırılgan bir yapı arz etmektedir. Bu durum, içeride ya da ülke dışında ortaya çıkabilecek olan ekonomik ve siyasi bir gelişme ile birlikte, kısa vadeli spekülatif sermayenin hızla ülkeye dışına çıkması ve likidite sıkıntısına düşülmesi için yeterli olan zayıf zemini hazır etmektedir. Diğer yandan, hızlı büyüme ve talep artışına rağmen ciddi bir işsizlik artışı yaşanmıştır. Bu işsizlik artışı esas itibarıyla özelleştirme kaynaklı olmuştur. 1991 yılında %6 olan işsizlik oranı 1994 yılında %12'ye yükselmiştir¹⁵⁷.

Arjantin ekonomisinde 1991-1994 yılları arasında, aynı dönemde Meksika ve Türkiye ekonomilerinde görülen her türlü kriz yaratıcı dengesizlik bulunmaktadır: Cari açığın üzerinde sermaye girişi, reel döviz kurunda değerlenme, dolarlaşma, dış ticaret açığı, yurtiçi tasarruflarda düşüş ve tüketim patlaması bu dengesizlik unsurları olarak

¹⁵⁶ INFOAMERICA, January 2002, www.infoamerica.com

¹⁵⁷ YENTÜRK, 2003, s.218.

gösterilebilir. Ayrıca, bu dönemde Arjantin'in sürdürdüğü para kurulu uygulaması ile yerli paranın değerlendirilmesi sürecini daha da kalıcı ve mutlak kıldığı dikkati çekmektedir.

Arjantin'de kamu kesimi dengesi açısından 1991-1994 döneminde bir olumsuz gidişat olmamışsa da, kamu açıklarının en önemli nedeni olan eyaletlere transferler kaleminde olumlu bir gelişme yaşanacak reform yapılamamıştır¹⁵⁸. Kamu hesaplarındaki, esas itibarıyla siyasi kaynaklı bu kalemlerle ilgili zafiyet süregelmiştir. Aynı zafiyet vergi gelirlerinin arttırılamamış olmasında da geçerlidir. Sadece diğer harcama kalemlerinde bir daralmaya dayalı kısa dönemli bir açık azaltma politikası güdülmüştür. Nitekim 1995 yılı ile birlikte kamu açıklarındaki yükselme de bunun sonucudur¹⁵⁹.

Yukarıda sayılan dengesizliklere siyasi çekişmeler ve yolsuzluklar da eklenince 1995 yılında işlerin yine kötüye gittiği söylenebilir. Dış kaynak girişinin olmazsa olmaz koşul olduğu bu süreçte, risklerin yeniden Arjantin ekonomisine hâkim olmaya başladığı anlaşılmaktadır. Diğer yandan 1994-95 yıllarında dünya ekonomisini saran, Meksika ve Türkiye'de de kendini gösteren kriz ve devalüasyon, Arjantin'i de etkileyecek şekilde sermayenin Latin Amerika ülkelerini terk etmesiyle sonuçlanmıştır. Bu çerçevede kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarında ani çıkışlar 1994-1995 yıllarında yoğunlaşmıştır.

Meksika'nın devalüasyonla sonuçlanan krizine rağmen, Arjantin para kurulu ve sabit kur uygulamasından vazgeçmemiş, uluslararası rekabet gücünde yıpranmayı göze alarak artan cari açık ile yoluna devam etmeye gayret etmiştir. Ancak sürdürülmeye çalışılan sabit döviz kuru politikasının maliyeti ekonomide küçülme ve işsizlikte artış (1995 yılında - %2,8 küçülme, işsizlik oranı %16,4) olarak kendini göstermiştir.

3.4.3. 1998 - 2002 Dönemi ve 2002 Krizi

Arjantin 2002 yılında bir kriz daha yaşamıştır. Bunun temelinde 1991-1994 yılları arasında yurtiçinde ortaya çıkan ve kısır döngü biçimini alan gelişmeler ile dış alemden kaynaklanan gelişmeler vardır. Söz konusu kısır döngüyü; sabit kur

¹⁵⁸ Arjantin'de eyaletler ile federal hükümet arasında yapılan anlaşmaya göre, federal hükümet eyaletlere hükümet gelirinin artmasından veya azalmasından bağımsız olarak, belirli bir transfer yapmak zorundadır. Örneğin 1999 yılı itibarıyla federal hükümetin her ay, her eyalete transfer etmek zorunda olduğu miktar en az 1,5 milyon dolardı. **The Future of The Federal Transfers, 2001, www.tpqc.com.**

¹⁵⁹ Eyaletler ile federal hükümet arasındaki bu ilişki nedeniyle hükümet harcamalarının %57'si eyaletlere yapılan transferlerden oluşmaktadır. Öte yandan gelir vergisi tahsilat oranlarının çok düşük olduğu Arjantin'de, kamu gelir sistemi, bir çok GOÜ'de olduğu gibi, büyük ölçüde dolaylı vergiler üzerine oturmaktadır. INFOAMERICA, January 2002, www.infoamerica.com.

uygulaması ve yavaş düşen enflasyona bağlı olarak değerli hale gelen reel döviz kuru, rekabet gücü kaybı, büyük ölçüde kamudan kaynaklanan ödemeler dengesi açığı ve buna bağlı olarak artan yüksek faizli-kısa vadeli dış borçlanma ihtiyacı, yüksek miktarlarda finansal sermaye girişi ve bunun sonucunda tüketim artışı, hizmet ve içe dönük sektörlerde yatırım ve büyüme, reel sektörün rekabet gücünde azalma şeklinde özetlemek mümkündür. Bu döngü bir yandan devalüasyon beklentisi ile yabancı sermayeyi kaçıran diğer yandan dış borç servisinin yapılamaması olasılığını artırdığı için aynı sonucu kuvvetlendirmektedir. Dış kaynak girişine sıkı sıkıya bağlı olan bu politikalar para kurulu uygulaması ile de birleşince ekonomide daralma süreci kaçınılmaz olmaktadır. Bu olumsuz yurtdışı gelişmelere dönemin dış gelişmelerini de eklemek gerekmektedir. Bilindiği gibi, 1995-2000 yılları arasında Türkiye, Meksika ve Arjantin'in girdiği krizleri, 1997-1998 Asya ülkeleri ve Rusya, 1999 Brezilya krizleri izledi.

Özellikle, en büyük ticaret ortağı Brezilya'nın parasının devalüe edilmesi ile birlikte Arjantin'in zaten düşük olan rekabet gücüne ciddi bir darbe daha vurulmuş oldu. Neticede dış ticaret açığı büyüdü ve dış borç servisi olağanüstü ölçülerde arttı ve o ölçüde de zorlaştı. Büyüme durdu, 1990'lı yıllarda sabit kur rejimi ile beraber Arjantin'e yatırım yapan yabancı yatırımcılar için riskli bir süreç başladı. Ülke riski diğer gelişmekte olan ülkelere göre arttı. Rezervler düştü, sermaye çıkışları hızlandı. Hükümete gelen ve para kurulunun mimarı olan Cavallo'nun para kurulu uygulamasını revize ederek sürdürme çalışmaları sonuç vermedi ve Arjantin'e borç vermek için yatırımcıların talep ettikleri faiz olağanüstü yükseldi. Ülke dış kaynak bulamaz ve borçlarını döndüremez duruma düştü. Bu süreçte dikkati çeken bir nokta, geniş çaplı özelleştirme uygulamaları neticesinde ülkeye giren sermayenin (17 milyar ABD Doları civarında) kamu tarafından prodüktif yatırımlara yönlendirilemediği gerçeğidir. Dahası aynı dönemde kamu açıklarında da bir iyileşme de gözlenememiştir.

Arjantin'deki krizi idare etmeye çalışan IMF, 2001 yılındaki kötü gidişat sonunda 8 milyar ABD Doları tutarındaki bir ek kaynak hazırladı ve esas olarak bütçe açığının sıfırlanması bu kaynağın verilmesi için ulaşılmaması gereken hedef olarak konuldu. Bu hedefe ulaşmak için işsizliğin %15'e çıktığı bir dönemde kamu çalışanları ve emekli maaşlarında %13'lük bir indirim yapıldı. Vergi kaçığının azaltılması için, ödemelerin bir tür ATM kartı olan ancak alışverişlerde kredi kartı gibi kullanılabilen "Debit Kartlar" üzerinden yapılması zorunluluğu getirildi ve tüm kamu çalışanlarına bu kartlardan

verildi¹⁶⁰. Her ne kadar Arjantin'in ekonomi yönetimi dış borçlarını ödemede kararlı olduklarını aldıkları sıfır bütçe açığı kararıyla gösterdilerse de, halkın yoğun tepkisi belirleyici oldu ve ekonomi yönetiminin istifası ile 2001 yılının sonunda ekonomide 10 yıldır uygulanan sabit kur rejiminden vazgeçildi¹⁶¹.

Tablo 9: Arjantin Ekonomisinin Seçilmiş Göstergeleri (1996-2001) (Milyon \$)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kur (Peso / US\$)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Ödemeler Dengesi	3,882	3,273	3,438	1,201	-439	-3,901
Cari İşlemler Dengesi	-6,825	-12,286	-14,554	-11,945	-8,909	-8,623
Ticaret Açığı	48	-4,021	-4,962	-2,174	1,185	1,736
İhracat	23,810	26,431	26,442	23,333	26,341	26,666
İthalat	23,762	30,452	31,404	25,507	25,156	24,930
Uluslararası Rezervler	19,404	23,402	26,660	26,385	25,340	23,699
Dış Borç	93,841	109,359	141,943	145,955	147,186	-
GSYİH (% Değişim)	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,5	-2,1
İşsizlik (%)	17,2	14,9	12,9	14,3	14,7	16,4
KKBG / GSYİH (%)	-2,2	-1,5	-1,4	-2,6	-2,4	-3,0
Enflasyon TEFE (%)	0,1	0,3	0,7	-1,8	-0,7	0,2
Enflasyon TÜFE (%)	2,1	-0,9	-5,8	1,2	2,4	-1,6

Kaynak: Economic Indicators for Argentina, www.latin-focus.com

1990'lar boyunca, Arjantin'de zaman zaman, özellikle kamu sektörünün yurtdışından borç almasının güçleştiği 1999 yılından sonra, izlenen "procyclical" mali politikalar, (yani genişleyen konjonktürde artan kamu harcamaları ve bütçe açıkları verilmesi ve daralan konjonktürde bunun tersinin yapılması) yukarıda değinilen depresif dinamiklere önemli bir katkı yapmıştır. Kısacası, 1999'dan sonra süregelen depresyon ve deflasyon sarmalından çıkmak için iktisadi politika araçları üretilmemiş olması, Arjantin ekonomisindeki "kronikleşmiş hastalığın" (malaise) bir belirtisidir, bir yansımasıdır denilebilir¹⁶².

3.5. Brezilya Deneyimi

Brezilya'nın makroekonomik istikrarsızlıkla tanışması 1950'lerin ikinci yarısından itibaren uygulamaya koyduğu enflasyonist kalkınma süreci ile ilişkilidir. Bu dönemde dışa borçlanıp içeride genişlemeci bir iktisat politikasına dayalı bir sanayileşme hamlesini yürürlüğe koyan ülkede, 1964 yılında ordu yönetime geçmiş ve

¹⁶⁰ D.Yener ÖZEL, "Arjantin Krizi", **Yaklaşım**, Yıl:9, Sayı:105, Eylül 2001, 120.

¹⁶¹ YENTÜRK, 2003, s.226.

¹⁶² Roberto FRENKEL, "Arjantin:On Yıllık Bir Konvertibilite Rejiminin Hikayesi", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl 17, Sayı 195, Haziran 2002, s.19.

20 yıl iktidarda kalmıştır. Askeri yönetim kamu açıkları ve enflasyonla mücadele edip, özel sektörü ve sermaye piyasalarını canlandırmayı hedefleyerek liberal bir ekonomik program sürdürmüştür. Brezilya'da yabancı yatırım 1962 yılında çıkarılan bir yasayla desteklenmiş, askeri yönetim altında da ülke önemli ölçüde yabancı sermaye çeken bir ekonomi olma özelliğini korumuştur. Sürdürülen liberal ekonomik program 1971 yılında merkez bankası bağımsızlığının kaldırılmasıyla bir ölçüde duraksamış ve enflasyon artışa geçmiştir.

1985 yılında askeri idare sona ermiş ve ülke demokratik yönetim yapısına kavuşmuştur. Seçimler sonrası kurulan yeni hükümet, fiyat ve ücretleri dondurarak kısa zamanda enflasyonu düşürmeyi başarmıştır. Ne var ki bu durum kalıcı olmamış, 1980'lerin başında %100'lerde seyreden enflasyon önce %200'lere yükselmiş, daha sonra hiperenflasyon dönemi yaşanmıştır. Yine de, bu süreçte ekonomik büyüme devam edebilmiştir. Bu arada dış ticarete liberalizasyon yönünde adımlar atılmıştır. 1987 yılında iş başındaki hükümet dış borçlarda moratoryum ilan etmiştir.

Brezilya, uzun bir dönem enflasyon sorunları yaşamış bir ülkedir. 1980'lerin başında diğer Latin ekonomileri ile birlikte borç krizi yaşamıştır. Daha sonraki dönemlerde yaşanan enflasyonist süreçleri sona erdirip makroekonomik istikrarı sağlamayı hedefleyen çok sayıda istikrar programını devreye sokulmuştur. Söz konusu programlar ekonomide geçici bir rahatlama sağlamasına rağmen, başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu programları; 1986 Cruzado Planı, 1989 Summer Planı, 1990 Novo Brasil (1.Collar) Planı, 1991 2.Collar Planı ve en son 1994 Temmuz'unda kabul edilen Real Plan şeklinde saymak mümkündür¹⁶³. Her yeni plan, ulusal paranın değerinin sıfırlanması ve yeni bir para biriminin tedavüle çıkarılması anlamına gelmektedir. Kenan Bulutoğlu bu durumu renkli bir üslupla şöyle anlatır¹⁶⁴:

Brezilya, çoğu Latin Amerika ülkeleri gibi, "hiç bir şeyden çekmedi enflasyondan çektiği kadar". Bir kaç kez parasının değerini sıfırlamış, başka bir ad altında para çıkarmıştı. Bu uygulama artık ülkenin, hatta Latin Amerika kıtasının kamu yönetimi kültürüne girmişti. Tıpkı Fransızların "olmadı bir daha" deyip kurdukları cumhuriyetleri numaralamaları gibi. Bir yabancı 1960'larda Fransa'da bir kitapçı dükkanına girer ve Fransız Anayasasını satın almak ister. Satıcı

¹⁶³ Turan YAY, Gülsün GÜRKAN YAY, Ensar YILMAZ, **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İTO Yayın No:2001-47, İstanbul, 2001, s.41.

¹⁶⁴ Kenan BULUTOĞLU, **Yöresel ve Küresel Para Krizleri**, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul, 2002, s.220.

omuzlarını kaldırarak "Biz süreli yayınları satmıyoruz Mösyö" der. Bunun gibi, Brezilya parası da bir süreli yayın olmuştur."

Bu planlardan en son uygulananı (Real Plan) dikkat çekici özellikler taşımaktadır. Üç aşamadan oluşan plan, ilk aşamada kamu maliyesinin düzeltilmesini, ikinci aşamada enflasyonist beklentilerin ve ekonomideki temel fiyatların yeni para birimi real'e ve real'in de eski para birimi cruseiro'ya her gün değişen kurlarla endekslenmesini ve nihayet üçüncü aşamada da yeni para birimi olarak real'in yürürlüğe sokulmasını öngörmekteydi¹⁶⁵. Adıgeçen program, devlet teşekküllerinin özelleştirilmesi, gümrük vergilerinin azaltılması ve tarife dışı engellerin kaldırılması suretiyle ticari liberalizasyonun geliştirilmesi gibi bir dizi ekonomik reformu içermesinin yanısıra, kur çıpası merkezli olma özelliğini taşımaktaydı. Söz konusu programa göre, döviz kuru için üst sınır sabitlenmiş, fakat alt sınır oluşturulmamıştı¹⁶⁶. Programın uygulamaya konmasıyla yaklaşık 30 yıllık bir yüksek enflasyon döneminin ardından enflasyonda önemli düşüş sağlanmıştır. Ekonomik programdan sorumlu Maliye Bakanı Cardoso, bu başarı sayesinde bir sonraki seçimlerde devlet başkanlığı görevine gelmiş ve 1995-2002 yılları arasında iki dönem üst üste görev yapmıştır. Bu dönemde, enflasyondaki düşüşe hemen uyum sağlayamayan bankacılık sektörüne yönelik bir yeniden yapılandırma planı uygulanmış ve sosyal güvenlik reformu gibi yapısal önlemler de alınmıştır.

Ancak, uygulanan yeni program ile Brezilya para birimi aşırı değerlenmiş ve 1980'lerin başında pozitif dönmüş olan dış ticaret dengesi, hızla artan ithalata bağlı olarak tekrar negatife dönmüştür. Bunun sonucunda da cari işlemler açığı 1998'de 33 milyar ABD Doları (milli gelirin %4'ü) kadar çıkmıştır. Bu açıklar genel olarak doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmiştir. Bu amaçla, hükümet özelleştirme yapılabilecek sektörleri kısıtlayan ve yabancı yatırımcıları engelleyen düzenlemeleri de ortadan kaldırmıştır. Ancak, daha sonra faiz dışı bütçe dengesi de olumsuz bir tablo sergilemeye başlamıştır. Sonuçta, ekonomik programa duyulmaya başlanan güvensizlikle 1,5-2 aylık bir sürede ülkeden 30 milyar ABD Doları tutarında bir sermaye çıkışı meydana gelmiştir. Bu çerçevede uluslararası rezervler Eylül 1998'de 46 milyar ABD Doları'na gerilemiştir.

¹⁶⁵ Emre Alpan İNAN, "Dezenflasyon Programının Türk Bankacılık Sistemine Olası Etkileri", **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 32, 2000, ss.6-14.

¹⁶⁶ Joel BOGDANSKI, A.A. TOMBINI, S.R.C. WERLANG, **Implementing Inflation Targeting in Brazil**, Banco Central do Brazil, Working Paper Series, No.1, July 2000, s.6.

Tablo 10: Brezilya Ekonomisinin Genel Görünümü, Seçilmiş Yıllar

	1980	1985	1987	1990	1994	1995	2000	2002
Nüfus (milyon)	118,6	132,0	137,3	147,6	156,8	159,0	170,1	174,6
GSYİH (milyar \$)	237,8	211,1	282,4	469,3	543,1	705,4	602,2	451,0
GSYİH (kişibaşı, \$)	2,005	1,599	2,057	3,180	3,464	4,436	3,539	2,583
GSYİH (% reel değişim)	9,2	7,9	3,5	-4,4	5,9	4,2	4,4	1,5
Enflasyon (% değişim)	100	242	363	1621	916	22	6	12
Cari Denge/GSYİH (%)	-5,4	-0,1	-0,5	-0,8	-0,3	-2,6	-4,0	-1,7

Kaynak: Banco Central do Brazil

Ocak 1999'da, hükümet esnek kur rejimine dönmek durumunda kalmıştır. IMF tarafından desteklenen yeni programa 41 milyar ABD Doları tutarında uluslararası kredi desteği sağlanmış, %50'ye yakın gerçekleşen devalüasyona rağmen uygulanan enflasyon hedeflemesi¹⁶⁷ programıyla enflasyon tek haneli rakamlarda kalmıştır. Faiz dışı denge tekrar fazla verir konuma getirilmiştir. 2003 yılı başında ise, başkanlığa Lula da Silva seçilmiştir.

1990-94 arasında kamu sektörünü bütün olarak yeniden yapılandıran, parasal değeri 100 milyar ABD Doları civarındaki bir özelleştirme programını devreye sokan ve ülke ekonomisini dış rekabete açan yönetim, bir yandan da ekonomideki endekslemeyi giderici pek çok önlem almıştır. 1990-93 arasında faiz ödemelerini de içeren operasyonel açığı tamamen ortadan kaldıran, hatta 1994'te fazlaya çevirmeyi başaran ülke ekonomisi; mali ayarlama, parasal reform ve kur çıpasına dayanan Real Planıyla; enflasyon, istihdam, ihracat artışı, dış borçlanma, dolaysız yabancı sermaye yatırımı ve büyüme gibi alanlarda başarı sağlamasına rağmen¹⁶⁸, ithalattaki ve tüketimdeki patlama sonucu ekonomide oluşan ısınma, mali-ticari açıklar ve değişken sermaye girişleriyle nasıl başa çıkılacağı konularında aynı başarıyı gösterememiştir. Bu nedenle iş başına gelen hükümetler birbirleriyle çelişen politika seçeneklerini denemek zorunda

¹⁶⁷ Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır. Para politikasını, bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe dayandıran enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır. Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri yaparak enflasyon hedefinden muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirler. Uygulamada enflasyonun doğrudan hedeflenmesi rejimi genellikle merkez bankaları ile hükümetler arasındaki anlaşmalar çerçevesinde oluşturulmuştur. Söz konusu rejim ülke koşullarına bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Melike ALPARSLAN & Pelin ATAMAN ERDÖNMEZ, **Enflasyon Hedeflemesi**, TBB Yayını, Aralık 2000, s.3.

¹⁶⁸ TOPRAK, 2001, s.150.

kalmıştır. Örneğin sermaye hareketlerini cezbetmek için gerekli yüksek faiz oranları, kamu borçlarının GSMH'ya oranını 1995-1999 arasında iki kat arttırmış ve bu oran %45'e ulaşmıştır.

Öte yandan izlenen popülist politikalar nedeniyle kamu açıkları ciddi oranlarda artış göstermiştir. Örneğin, 1990-94 arasında oluşturulan operasyonel denge, 1998'deki seçimlerden önceki birkaç yıl öncesinden bozulmaya başlamış, GSMH'nın oranı olarak bütçe açıkları 1995'te %5, 1996 ve 1997'de %4, 1998'de %8 şeklinde gerçekleşmiştir. Bu artışta, devlet bankalarının bütçe açığı benzeri açıklarının ve hazinenin tarımı ve ihracatı destekleyen iki bankanın sermayelerini arttırmasının payı büyüktür. Kamu açıklarına karşı bulunan çözüm, bunları iç borçlarla finanse etmek şeklindeydi. Cari açıklar da sermaye akımlarıyla finanse ediliyordu. Sermaye akımları ise, aşırı değerli para ve geniş cari açıklarla destekleniyordu.

Real plan altında paranın hızla değerlenmesi 1995'te başladı. 1995-1998 arasında ortalama reel döviz kuru, bir önceki on yıl ortalamasının % %30 üzerindedir. İhracat artış hızının 1991-94 döneminde ortalama %11 olmasına karşılık 1995-1998 arasında %4 olması ulusal paranın aşırı değerlenmesine kanıt oluşturmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesinin bir başka sonucu da spekülasyon saldırılarının ortaya çıkması şeklinde olmuştur. İlk spekülasyon saldırısı Ekim 1997'de Asya Krizi süresince, ikinci spekülasyon saldırısı ise Eylül 1998'de Rusya'nın borç moratoryumundan sonra ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler, kamu borcunda daha fazla artışa neden olacak biçimde faiz oranlarının arttırılmasına ve büyüme oranında düşüşlere yol açmıştır. Sonunda beklenen oldu ve sabit kur sisteminden vazgeçilerek Real dalgalanmaya bırakıldı. Ocak 1999'da 1 ABD Doları=1,2 Real iken, aynı yılın Şubat ayında 2,5 oldu. Bu, %50 civarında bir fiili devalüasyon anlamına gelmektedir¹⁶⁹.

Brezilya'da esnek döviz kuruna geçilmesiyle birlikte yeni bir nominal çıpa arayışı başlamıştır. Bu arayışın sonucunda ise, 21 Haziran 1999 tarihli 3088 no'lu kararname ile resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Buna göre, enflasyon hedefi 1999 için %8, 2000 için %6 ve 2001 için %4 şeklinde belirlenmişti¹⁷⁰.

¹⁶⁹ Erdal DEMİRHAN, **Para Politikasının Değişen Yüzü:Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:231, İstanbul, 2002, s.111.

¹⁷⁰ Tito NICIAS, "The Brazilian Inflation Targeting Experience", **Inflation Targeting Experiences**, TCMB, 2000, s.132.

3.6. Şili Deneyimi

Şili, ekonomisi başta bakır olmak üzere birkaç maden ihracatına bağlı, küçük bir Latin Amerika ülkesidir. Dünya bakır fiyatlarındaki değişimler, zaman zaman ekonomide büyük dalgalanmalara neden olmaktadır. Fakat Şili, ithal ikameci büyüme stratejisi ile bu etkilerden korunmaya çalışmıştır. 1970'lerde, ekonomi yönetiminde yaşanan radikal değişimler ve politik çekişmeler nedeniyle, ağır ekonomik bedeller ödenmiştir¹⁷¹.

1973'de askeri hükümetin iş başına gelmesiyle, ekonomik alanda hızlı yapısal reformlar uygulamaya konmuş ve ekonomide radikal tedbirler alınmıştır. 1982'de meydana gelen ekonomik krizin, diğer ülkelere nazaran kolay atlatılmasının en önemli nedeni, yapısal reformların 1970'lerde gerçekleştirilmiş olmasıdır. Şili'nin bir diğer avantajı ise, bu reformların demokratik olmayan bir sistem içinde (askeri dikta yönetimi) yapılmış olmasıdır. Bu nedenle ekonomik dönüşüm hızla gerçekleşmiş, fakat istikrardan sağlanan faydanın maliyeti oldukça yüksek olmuştur¹⁷².

Latin Amerika ülkelerinde, yüksek kronik enflasyon ve ekonomik daralmanın yaşandığı 1980'lerde, bu ülkelerin tersine Şili ekonomisi, 1984'den beri ekonomik sorunlarını çözmüş bir ülke konumundadır. Bunun nedeni ise, Şili'de yüksek kronik enflasyonun diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi, 1980'ler yerine 1972-1977 döneminde yaşanması ve bu sorunların yapısal programlar ve uygulanan politikalarla çözüme kavuşturulmasından kaynaklanmaktadır.

Özellikle 1973'de, askeri yönetimin işbaşına gelmesiyle paraya dayalı sıkı ortodoks istikrar programı ve yapısal reformlar uygulanmaya başlanmıştır. Bu programda döviz kuru nominal çıpa olarak seçilmek yerine, ekonominin dış rekabet gücünün sürdürülmesi için kullanılmıştır¹⁷³. Özelleştirmeye hız verilmiş, sübvansiyonlar kaldırılmış, tarifeler indirilmiş, kamu harcamaları azaltılmış ve ciddi bir vergi reformu uygulamaya konmuştur. Önceden belirlenmiş dalgalı kur sistemine geçilmiş ve enflasyonu düşürmek için para arzı kontrol altına alınmıştır¹⁷⁴.

¹⁷¹ Oğuz YILDIRIM, **Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği, 1990-2000 Türkiye Örneği**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1442, Açıköğretim Fakültesi Yayınları No:770, Eskişehir, 2003, s.72.

¹⁷² BAHÇECİ, 1997, s.38.

¹⁷³ İlker PARASIZ, **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa. 2001, s.237.

¹⁷⁴ YILDIRIM, 2003, s.73.

Askeri yönetimin, başlatılan istikrar çabalarına rağmen, enflasyonun yavaş bir şekilde düşmesinin yarattığı hayal kırıklığı ile, Şili; Şubat 1978'de Tablita sistemini (önceden hedeflenen döviz kurları rejimi) uygulamaya koymuştur¹⁷⁵. Böylece döviz kurunun izleyeceği yol önceden belirlenmiştir. 1979'da ise, sabit kur sistemine geçilerek enflasyonun düşürülmesi hedeflenmiştir. Politikadaki bu ani dönüşümün toplumsal maliyeti, oldukça yüksek olmuş, işsizlik yeniden artmış ve reel ücretler %20-30 oranında azalmıştır. Bu önlemler sonucunda, bütçe dengesinin kurulmasına rağmen, enflasyondaki düşüşün yavaş olması, heterodoks politikaların yeterince uygulanamamasından ve ortodoks politikalarla birleştirilememesinden kaynaklanmıştır¹⁷⁶.

1970'lerin ikinci yarısında, kamu sektörünün ekonomik aktivitelere müdahalesini en aza indirmek ve hükümetin ekonomideki rolünü yeniden belirlemek amacıyla yapılan yapısal reformlar, uluslararası ticaretin ve sermaye girişlerinin serbestleştirilmesi yolunda atılan adımlar ve finans piyasalarında yapılan düzenlemeler sonunda Şili, 1980-1981 döneminde ekonomisi yarı açık serbest piyasa mekanizmasının işlemeye başladığı ve sermaye hareketlerinin kısmen serbestleştirildiği bir konuma gelmiştir¹⁷⁷. Fakat bu dönemde, sabit kur politikası uygulandığından reel kur değerlenmiş ve dış ticaret dengesi bozulmaya başlamıştır. Bütçe fazlası, sabit kur, sıkı para politikası ve ücretlerin geriye dönük endekslenmesi sonucu, enflasyon kontrol altına alınmış olmasına rağmen, reel ücretler artmaya başlamış, işsizlik oranı %20'ler seviyesine çıkmış ve ekonomik daralma ciddi boyutlara ulaşmıştır. Ayrıca 1981'de, Dünya bakır fiyatlarının %10 oranında düşmesi, Şili'nin ihracat gelirlerinde önemli kayba neden olmuştur¹⁷⁸. Bu gelişmeler karşısında, zamanında önlem alınamaması ekonomik daralmayı beraberinde getirmiştir. Merkez bankasının sermaye girişini sterilize etmeye çalışması, faiz oranlarının artmasına neden olmuştur. Diğer Latin Amerika ülkelerinde yaşanan finansal problemlerin etkisi, aşırı değerli kur politikası ve devalüasyon beklentileri sonucunda, 1982 yılında enflasyondan kaynaklanmayan yeni bir finansal kriz yaşanmıştır.

1982 Şili İstikrar Programı, yapısal reformlar yerine daha çok ihracat ve ithalatta, uygun olacak reel kur politikasını belirlemeye yönelik politikardan oluşan, üç

¹⁷⁵ PARASIZ, 2001, s.244.

¹⁷⁶ Michael BRUNO, **Crisis, Stabilization and Economic Reform, Therapy by Consensus**, Clarendon Press, Oxford, 1993, s.159.

¹⁷⁷ BAHÇECİ, 1997, s.40.

¹⁷⁸ BRUNO, 1993, s.166.

yıllık bir süreci kapsayan, IMF, Dünya Bankası ve ABD destekli bir istikrar programıdır. Bu programla birlikte, kur ayarlamalarını da içeren yeni bir ortodoks istikrar programı çerçevesinde, uzun dönem büyüme sürecinin oluşturulması hedeflenmiştir¹⁷⁹. Bu amaca yönelik olarak, ihracatın teşvik edilmesine, yurtiçi kaynakların optimal dağılımına ve finans kesiminin iyileştirilmesine öncelik verileceği açıklanmıştır. Sabit kur sisteminin çökmesiyle birlikte, Peso %15 oranında devalüe edilmiş ve kur dalgalanmaya bırakılmış, daha sonra da kontrollü kur uygulamasına geçilmiştir. Özelleştirme sürecine devam edilmiş, sermaye piyasalarını düzenlemeye yönelik olarak bazı yasalar çıkarılmıştır. 1976-1981 dönemindeki finansal liberalizasyon reel faizlerin çok yükselmesine, bankaların ve firmaların kırılgan bir yapıya sahip olmasına neden olduğundan, bu programla bankacılık sisteminin ve iş çevrelerinin güçlendirilmesi, tasarrufların arttırılması ve bankacılık zararlarının en aza indirilmesi hedeflenmiştir. Özellikle kriz döneminde bazı bankalar batmış ve bankacılık sisteminde yaşanan olumsuz gelişmeler sonrası, ciddi boyutta ülke dışına sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu da ödemeler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Bankacılık sisteminde yapılan yeni düzenlemeyle, bankaların öz sermayelerinin %2'sinden fazla borç vermeleri yasaklanmıştır. Bankaların sadece vadesiz mevduatları devletin sigorta kapsamına alınmıştır¹⁸⁰.

Para politikasında da bazı değişiklikler yaşanmıştır. 1978-1982 döneminde, sermaye girişleri nedeniyle artan para tabanını dengelemeye yönelik olarak, yurtiçi krediler azaltılmıştır. 1982'den itibaren istikrar programı ile birlikte sıkı bir para politikasının uygulanmasına geçilmiştir¹⁸¹. Ayrıca, hem finans ve sermaye piyasalarını güçlendirmeye, hem de sosyal güvenlik sistemiyle ilgili sorunları çözmeye yönelik olarak, devlet yönetimindeki emekli aylıkları özel kuruluşlara devredilmiştir. Özel emeklilik fonları, devletin ücretler üzerinden verdiği %10'luk vergiler ile finanse edilmiştir. Bu transfer ilk anda bütçeye belli bir yük getirmiş olmasına rağmen, daha sonra emeklilik fonları sermaye piyasasına fon yaratan bir kaynak haline dönüşmüştür¹⁸².

İstikrar programının ilk yılında, ekonomide derin bir daralma yaşanmıştır. Yatırımlar düşmüş, işsizlik artmış, dış borçlar yükselmiş ve rezervler azalmıştır. 1979-

¹⁷⁹ BAHÇECİ, 1997, s.42.

¹⁸⁰ YILDIRIM, 2003, s.74.

¹⁸¹ Felipe MORANDE, **Chile: Recent Past, Prospects and Challenges, Problems of Developing Countries in the 1990s**, World Bank Discussion Papers, 1990, s.16.

¹⁸² BRUNO, 1993, s.170.

1981 döneminde hızlı büyüme sürecinin geriye dönük endekslenmesinin yoğun olarak kullanılması, Şili ekonomisinde reel ücretlerde hızlı bir artışa yol açmıştır. Ücret fonundaki hızlı artış ise, reel sektördeki finansman sorunlarını arttırmıştır. Bunun üzerine hükümet 1982'de, ücretlerin geçmiş dönem enflasyona endekslenmesini kaldırmış, bunun sonucunda da reel ücretler çok düşmüştür¹⁸³. Bu dönemde devalüasyona rağmen enflasyon artmamış, 1981-1988 döneminde %15-25'ler seviyesinde kalmıştır. Enflasyonun artmamasının ardındaki en önemli etken, işsizliğin artması ve reel ücretlerin azalması sonucu, işgücü piyasalarının esnek hale getirilmesi olmuştur. Bunun yanında uygulanan politikalara yeterli desteğin verilmesinin de büyük önemi vardır. Aynı dönem de, diğer Latin Amerika ülkelerinde yaşanan yüksek enflasyon deneyimleri nedeniyle, talebin arttırılmasına yönelik programlardan sonra enflasyonun artacağı ve kaos yaşanacağı öğrenildiği için, yüksek maliyetler ödemek pahasına, enflasyonun artmasına izin verilmemiştir¹⁸⁴.

1982'de uygulamaya konulan sıkı para politikası 1983-1985 döneminde, daha çok merkez bankasının finans krizinden etkilenen borçlulara yaptığı müdahalelere göre belirlenmiştir. 1985'de yeni bir ekip merkez bankası ve maliye bakanlığının yönetimine getirilmiş, faizler, enflasyon ve ithalattaki gelişmelere göre şekillenen yurtiçi kredilere dayalı bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır¹⁸⁵. 1984 ve 1985'de yapılan devalüasyonlardan sonra, enflasyon artışı kur artışının altında, ücret artışının ise üzerinde seyretmiştir. Ücret endekslemesinin kaldırılması sonucu reel ücretler düşmüştür. Düşük reel ücretlerin işsizliği azaltma yönündeki etkisinin işlememesine ve işsizliğin artmasına rağmen, verimlilik artışından kaynaklanan üretim artışı sağlanmıştır.

1986-1989 döneminde Şili ekonomisi %6'dan fazla büyümüş, sıkı para politikasının da etkisiyle, aynı dönemde enflasyon %20'lerin altında tutulmuştur. Cari işlemler dengesi iyileşmiş ve işsizlik azalmıştır. Bu başarının diğer ülkelere göre kısmen daha kısa sürede ve daha kolay sağlanmasının bir nedeni, yapısal dönüşüm reformlarının çoğunun önceden yapılmış olmasıdır. Bunun yanında istikrar sürecinin ve elde edilen başarıların baskıcı bir politik yönetim altında gerçekleştirilmiş olması, gözardı edilmemesi gereken çok önemli bir noktadır. 1982 krizi sonrası uygulanan istikrar programı, 1970'lerin sonunda başlatılan yapısal reformlar ve liberalleşme

¹⁸³ E. BARANDIARAN, L. HERNANDEZ, **Origins and Resolution of a Banking Crisis:Chile 1982-1986**, Banco Central de Chile Working Papers No.57, 1999.

¹⁸⁴ BAHÇECİ, 1997, s.41-42.

¹⁸⁵ MORANDE, 1990, s.16.

girişimlerine ters düşmemiş, hatta onları destekler yönde gerçekleşmiştir. Fakat bu süreçte gelir dağılımıyla ilgili reformlara öncelik verilmemiş, 1981'den beri düşük ve orta gelir gruplarının yaşam standartları giderek kötüleşmiştir. 1990'lı yıllara gelinceye kadar, toplumun büyük bir kesiminin reel ücret kayıpları ve işsizlik anlamında ödediği maliyet oldukça yüksek olmuştur¹⁸⁶. Şili'de 1989 yılında çıkartılan yeni merkez bankası yasası enflasyon hedefinin alt yapısının hazırlanması açısından önemli bir rol üstlenmiştir. Bu yasa ile birlikte Şili Merkez Bankasına bağımsızlık verilmiş ve ayrıca merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu kabul edilmiştir¹⁸⁷. Ancak, 1990 yılındaki Körfez Savaşına bağlı petrol fiyatları şoku ve genişletici maliye politikaları nedeniyle artan enflasyon oranlarının önüne geçmek amacıyla, Eylül 1990'da 1991 yılı için ilk enflasyon hedefi ilan edilmiştir¹⁸⁸.

Sonuç olarak Şili, ödediği yüksek sosyal maliyetin karşılığında, güçlü bir makroekonomik performans elde etmiştir. Fakat, düşük tasarruf ve yatırım oranları uzun dönem büyüme performansı üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. 1989'da demokrasiye geçişle birlikte artık yeni hedefler; gelir dağılımını iyileştirmek, işsizliği azaltmak, tasarrufları arttırmak, kamunun sosyal hizmetlerini ve yatırımlarını arttırmak olarak belirlenmiştir.

4. Asya Ülkelerinin Deneyimi

Asya ekonomileri finansal liberalizasyon sürecine 1980'li yılların başında girmişlerdir. O yıllarda başlayan finansal sisteme yönelik aktif reform çabaları, halen de ısrarlı bir şekilde devam etmektedir. Bu ülkelerin finansal liberalizasyon sürecine erken girmeleri bir dizi iç ve dış olumsuz faktörün sonucudur. Dış faktörler, GOÜ'nün ihracat ürünlerinin dünya fiyatlarının düşmesi, faizlerin yükselmesinden kaynaklanan dünya genelinde görülen ekonomik durgunluk, bozulan dış ticaret hadleri, enerji ve faiz maliyetlerinde giderek artan darboğazların oluşturduğu finansal sorunlardır. İçsel nedenler ise, dışsal şokların ağırlaştırdığı ve yurtiçi finansal piyasalarda görülen sorunlardır. Yurtiçi sorunlar finansal baskı ortamının doğmasına yol açan, sübvansede edilmiş faiz oranları, yönlendirilmiş krediler ve doğrudan parasal kontrol önlemleridir. Kaynakların harekete geçirilmesinde ortaya çıkan eksiklikler, kredilerin kullanımında karşılaşılan etkinsizlikler ve fiyat istikrarının sürdürülmesinde yaşanan zorluklar da bu

¹⁸⁶ BAHÇECİ, 1997, s.43.

¹⁸⁷ Ferya KADIOĞLU, Nilüfer ÖZDEMİR, Gökhan YILMAZ, **Inflation Targeting in Developing Countries**, CBRT Discussion Paper, September 2000, s.42.

¹⁸⁸ O. LANDERRETCHÉ, F. MORANDE, K.S-HEBBEL, **Inflation Targets and Stabilization in Chile**, Central Bank of Chile Working Papers, No:55, 1999, s.2.

sorunlara eklendiğinde çoğu GOÜ, ya IMF destekli ya da bağımsız olarak süresi, amacı ve sonucu farklılaşan finansal liberalizasyon programlarını yürürlüğe koymuştur¹⁸⁹.

4.1. Asya Ekonomilerinin Özellikleri

Asya ülkelerinin 1980'lerin ikinci yarısı ile finansal krize girdikleri 1997 yılına kadar olan dönemdeki olağanüstü ekonomik büyümesi için birçok iktisatçı "mucize" kelimesini kullanmaktadır. Japonya, Malezya, Güney Kore, Endonezya ve diğer bölge ülkeleri yılda %9'lara varan büyüme oranlarına sahiptir. Bu büyüme performansı ABD ve diğer Batı ülkelerindeki büyüme oranlarının birkaç katı anlamına gelmektedir. Yüksek büyümenin yanısıra, düşük işsizlik ve zengin ile yoksul arasında neredeyse hiçbir boşluk olmaması, performansın diğer özellikleri olarak ortaya çıkmaktadır.

İktisatçılar, Asya ülkelerinin dehşet verici yoksulluktan dünyanın en güçlü ekonomileri haline gelmelerini hayretle karşılamışlardır. Örneğin G. Kore. K.Kore ile yaşadığı 1953'te sona eren korkunç iç savaştan sonra zayıf ve yoksul bir ülke olarak çıkmıştır. G. Kore, 1960-1990 arasında kayda değer bir ekonomik büyüme yaşamış; daha zengin olan Brezilya ve Arjantin gibi ülkeleri geride bırakarak dünyanın en güçlü 11. ülkesi olmuştur. Diğer bir çok Asya ülkesinin benzer ekonomik başarı öyküleri vardır. G. Kore, Hong Kong, Tayvan ve Singapur küresel piyasadaki hızlı ve saldırgan ekonomik büyümeleri nedeniyle "dört kaplan" olarak bilinmektedir. Diğer "kaplan" ekonomiler Japonya, Malezya, Endonezya ve Tayland'dır. Bunların da her birisi çok kısa sürede büyük refah artışları yaşamıştır.

Asya ekonomilerinin en belirgin özellikleri arasında dinamik tarımsal sektör, hızlı büyüyen ihracat, hızlı demografik değişim, yüksek tasarruf-yatırım oranları ve insan kaynaklarına yüksek düzeyde yatırım ilk sıralarda gelmektedir¹⁹⁰. Bu faktörlerin birbiriyle karşılıklı etkileşim içinde olduğu kuşkusuzdur. İhracatın 1980-1993 dönemindeki büyüme oranı Güney Asya'da %7.3, Latin Amerika'da %3.4 iken; ithalatın büyüme oranı Güney Asya'da %3.7, Latin Amerika'da %0.3'tür. Doğu Asya ülkelerinde ise, Japonya hariç, ihracatın büyüme oranı ithalata oranla çok daha yüksektir. Doğu Asya'da nüfus artış hızı da önemli bir faktör olarak gözükmektedir. 1980-1993 döneminde ortalama yıllık nüfus artış hızı bu bölgede %1.5'tir. Tıptaki gelişmeler, savaşların yokluğu ve refah düzeyindeki yükseliş, nüfusun artışında önemli etkenler

¹⁸⁹ Trevor M. SIKORSKI, *Financial Liberalization in Developing Countries*, Edward Elgar, Cheltenham, 1996, s.211.

¹⁹⁰ Jack BOORMAN, *Managing Fiscal Crises: The Experience in East Asia*, IMF Working Paper, WP/00/107, Haziran 2000.

olarak karşımıza çıkmaktadır. Tasarruf oranları gelişmiş ekonomilerde ortalama %20 dolayında iken, bu oran Doğu Asya ekonomilerinde %30-40 dolayındadır. Çalışan nüfusun okullaşma oranındaki artış, en yüksek düzeyde Doğu Asya ülkelerinde gerçekleşmiştir¹⁹¹.

Asya ekonomilerinde bürokratlar belirli endüstrilerin geliştirilmesinde öncü rol oynamakta, teşvik edilen sektörler vergi kolaylıkları tanınmakta ve parasal teşvikler verilmektedir. Asya bölgesinde serbest piyasanın yol göstericiliğinin yerini, önemli ölçüde bürokratik ve politik tercihler ve kararlar almıştır. Asya modelini savunanlar, özellikle gelişmekte olan ülkeler için bu modelin gerekli olduğuna inanmaktadırlar. Bunlara göre, politika belirleyiciler, yatırımları yüksek büyüme potansiyeline sahip endüstrilere kanalize etmelidir; çünkü kendi haline bırakıldığında bunlar yüksek riskli olarak görülebilirler. Nitekim, Asya ekonomilerinde büyümenin eşitlikle birlikte ortaya çıktığı, IMF programlarıyla bu birlikteliğin bozulabileceği ileri sürülmektedir¹⁹².

Asyalı politik liderler yurtiçi endüstrileri uluslararası rekabetten korumak için tarifeler ve diğer önlemleri uygulamışlardır. Böylece uluslararası piyasalarda güçlü büyük şirketlerin ortaya çıkması özendirilmiştir. G. Kore'de 30 büyük aile holdingi (chaebol) özel sektöre hakim durumdadır. Devlet, bu holdinglere düşük faizli kredi vermeleri konusunda bankalara baskı yapmakta, holdingler sıkıntıya düştüklerinde de kurtarma operasyonlarına girişmektedir. Bu holdinglerden en önde gelen 5 tanesi HYUNDAI, SAMSUNG, LG, DAEWOO ve KIA olup dünyanın en büyük şirketleri arasında yer almaktadırlar¹⁹³.

Asya ekonomilerinin bir diğer özelliği, 1990'lı yıllarda yoğun bir şekilde portföy yatırımı şeklindeki sermaye akımlarına maruz kalmış olmalarıdır. 1997 Krizinden önce hacmi iyice artan bu akımların büyüklüğü, Tayland'da GSYİH'nin %14'üne, Güney Kore'de %9'una ulaşmıştı. Bir bütün olarak bölge ülkelerine akan fonların 1996-1997 dönemindeki hacmi 105 milyar ABD Doları'dır. Bu rakam sözkonusu ekonomilerin GSYİH'lerinin %10'unu aşmaktadır¹⁹⁴.

Asya ülkeleri, ekonomideki büyük başarılarına rağmen, otoriter yönetimleri, sınırlandırılmış bireysel özgürlükler ve örgütlü işgücünün kısıtlanması gibi insan hakları

¹⁹¹ Steven BUTLER, "New Attitudes in Asia", **U.S. News & World Report**, December 29, 1997 – January 5, 1998.

¹⁹² TOPRAK, 2001, s.110.

¹⁹³ BULUTOĞLU, 2002, s.127.

¹⁹⁴ Joseph E. STGLITZ, "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", **World Development**, Vol. 28, No. 6, 2000, s.1076.

konusundaki düşük performansları nedeniyle genellikle eleştiri konusu olmaktadır. Bu çerçevede uluslararası kuruluşlar tarafından düzenli aralıklarla kamuoyuna açıklanan insan hakları ihlalleri raporlarında Asya ülkeleri, ekonomik büyüme uğruna insan haklarını baskı altında tutmakla suçlanmaktadır. Bununla birlikte, Japonya ve Tayvan gibi ülkelerde görece güçlü demokratik kurumlar mevcuttur.

4.2. Mucizenin Sonu: 1997 Krizi

Asya ekonomilerine ilişkin olarak yukarıda ana hatları verilen özellikler, olumlu olmasına rağmen, bu ülkelerin, etkileri tüm dünyada hissedilen hatta kalkınma ve finans teorilerinin sorgulanmasına yol açan bir finansal krize girmelerini engelleyememiştir. Olumlu gidişat 1997 yılından itibaren tersine gelişmeye başlamıştır¹⁹⁵. Temmuz 1997'deki ekonomik kriz başta sadece Tayland finansal piyasaları ile sınırlı iken, daha sonra hızla bölgenin diğer ülkelerine sıçramıştır. İktisatçılar artık Asya bulaşıcısından (asia contagion) söz etmektedirler. Japonya ve Çin gibi güçlü bölge ülkelerinin de böyle krizlerden ciddi şekilde etkilenme riskleri her zaman vardır. Nitekim resmen açıklanmış bilgilerden Japonya'nın 1996 sonu itibariyle krize giren Asya ülkelerine 261 milyar ABD Doları civarında kredi açtığı ortaya çıkmaktadır¹⁹⁶.

Bölge paraları devalüe edildiği için, bölge ülkelerindeki bankalar ve şirketler, yabancı paralar cinsinden olan iç ve dış borçlarını ödemede güçlüğüne düşmüşlerdir. Sonunda bir çok iflas gündeme gelmiş, hükümetler yardım etmek zorunda kalmışlardır. Aile şirketi uygulamasının yaygın olması ve cemaatçi kültür, bu modelin aynı zamanda en zayıf noktalarını da oluşturmuştur. Bu nedenle IMF'nin devletin ekonomideki rolünün azaltılması yönündeki talepleri, en çok da şirketler ve bankalar tarafından tepkiyle karşılanmıştır¹⁹⁷.

Diğer bölge ülkelerinin paraları gibi Tayland para birimi olan baht da istikrar bakımından ABD Doları'na bağlanmıştı (baht çeşitli paraların oluşturduğu bir sepete bağlanmış, ancak sepetin %80'ini ABD Doları oluşturmuştur). Son yıllarda ABD Doları'nın güçlenmesi ve dolayısıyla değer kazanması, buna bağlanan paraları ve ülkeleri de önemli ölçüde etkilemiştir. Bölge ülkelerindeki insanlar ve yabancılar da bölge paralarının aşırı değerli olduğu ve devalüasyon olacağı beklentisine

¹⁹⁵ Krizin ilk tetikleyicilerinin 1994'te Çin'in Yunan'ı %30 oranında devalüe etmesi ve 1995'ten itibaren doların hızla değer kazanması sonucu sözkonusu ülkelerin hızla rekabet güçlerini kaybetmeleri olarak da değerlendirilmektedir. BAŞOĞLU vd., 2001, s.112.

¹⁹⁶ Tuna TURAGAY, **Doğu Asya Krizi**, www.dtm.gov.tr

¹⁹⁷ TOPRAK, 2001, s.111.

girmişlerdi¹⁹⁸. Malezya, Endonezya ve G. Kore süratle kriz ortamına girdi. Kriz, Japon ve Çin ekonomilerine bulaştığı gibi, genel olarak dünya ekonomisinin büyümesini de yavaşlatmıştır. Bu krizin aşılması için bölgeye 100 milyar ABD Doları'nın üzerinde fon aktarılmıştır. Devlet öncülüğünde kalkınma, aile şirketi modeli, bürokrat-bankacı-iş dünyası arasındaki rüşvet ve kirli ilişkiler, Asya Modelinin ciddi biçimde sorgulanmasını gündeme getirmiştir. Asya ülkeleri, devletin piyasaya müdahalesini sınırlama ve piyasa ekonomisini güçlendirme yönünde önemli adımlar atmaya başlamışlardır.

Krizin startını veren Tayland'da, halkın ve yatırımcının elindeki nakit ulusal parayı ABD Doları'na çevirmesi, döviz cinsinden olan dış borçların pahalı hale gelmesi, ayarlanabilir sabit kur sistemine göre kendisini ayarlayan bankacılık kesiminin zora girmesi gibi gelişmeler ekonominin topyekun çöküşü tehlikesini beraberinde getirmiştir. Kriz, Ağustos 1997'de Tayland hükümetinin uluslararası yardım çağrısında bulunmasına neden olmuştur. IMF ve bölge ülkeleri 16 milyar ABD Doları tutarındaki bir miktarla Tayland finansal sistemini desteklemişlerdir. Ülkede vergiler arttırılmış, 40 civarında finansal kurum kapatılmış, bankaların riskli kredi vermeleri önlenmiştir. IMF, kriz çıktıktan sonra müdahale ettiği için istikrarsızlığın bölgeye yayılması önlenememiştir. Bölge ülkeleri ellerindeki döviz rezervlerini kullanarak yerli paralarını piyasadan çekmeye başlamışlardır. Malezya, Endonezya ve G. Kore gibi ülkelerin paraları %40 civarında değer kaybetmiştir. Japonya ve Hong Kong gibi ülkelerde bile borsa büyük düşüşler yaşamıştır. Dow Jones endeksi de bu krizden nasibini almıştır. Endonezya 43 milyar ABD Doları, G. Kore ise 57 milyar ABD Doları tutarındaki dış destekle IMF koordinatörlüğünde ekonomilerini tedavi etmeye çalışmışlardır. G. Kore'nin bu fonu, 1994 Meksika krizinde kullanılan 48 milyar ABD Doları tutarındaki fonu geride bırakmıştır¹⁹⁹.

Asya krizinin büyük ölçüde aşırı yurtiçi yatırımlardan kaynaklandığı yönünde, geniş bir mutabakat vardır. Asya'daki ekonomik büyümenin süreceği yönündeki iyimser beklentiler, firmaların büyük borçlarla çalışmalarına ve gayrimenkul yatırımlarına yönelmelerine yol açmıştır. Bu yatırımlardan kâr sağlanamayınca, borçları sürdürmek için yeniden borçlanmak gerekmiştir. Bir çok durumda bu ödünçleri sağlayan bankaların da bir çok şirketi olduğu için bir fasit daire içinde sirkülasyon gerçekleşmiştir. Bazı durumlarda da hükümetin baskıları ile bankalar borç vermek zorunda kalmıştır. 1997 yılında Asya'daki şirketlerde borç/öz sermaye oranı 3/1 - 6/1 düzeyine kadar

¹⁹⁸ S. RADALET & J. SACHS, **The Onset of The Asian Financial Crisis**, mimeo, Harvard Institute for International Development, 1998.

¹⁹⁹ TOPRAK, 2001, s.113.

çıkmiştir (ABD'de bu oran 1/1 civarındadır). Yerli paraların devalüe edilmesiyle iflaslar furyası başlamıştır. G. Kore'de büyük şirketlerin (chaebol) yaklaşık üçte biri iflasın eşiğine gelmiştir. Ülkelerin kısa vadeli dış borçları büyük meblağlara ulaşmışken, uluslararası rezervleri büyük düşüşler yaşamıştır. Rüşvet ve yolsuzluk bölgenin bütün ülkelerinde büyük boyutlara ulaşmıştır. G. Kore'de 11 tanınmış iş adamı, banker ve politikacı usulsüz kredi kullanmak, kullandırmak ve rüşvet almakla suçlanmış ve yargılanmışlardır²⁰⁰.

1997'de başlayan Asya ekonomik krizinin önemli olayları kronolojik olarak şöyle gelişmiştir²⁰¹:

- Tayland, 2 Temmuz'da bahtı devalüe etti. Bu operasyon, bahtın aşırı değerli olduğunu düşünen yabancı spekülörlerin baht satışlarından sonra yapıldı.
- Spekülörlerin baskılarından sonra 18 Temmuz'da Asya'daki bütün paralar hızla değer kaybetmeye başladı. Singapur Doları, Malezya Ringgiti ve Endonezya Rupisi hızla düşmeye başladı.
- IMF, 11 Ağustos'ta Tayland ekonomisine istikrar kazandırmak amacıyla 17 milyar ABD Doları tutarındaki bir kurtarma paketini koordine etti.
- 22 Ekim'de Güney Kore hükümeti ülkenin en büyük holdinglerinden birisi olan KIA grubuna yardım için müdahale etti. KIA, 1997 yılında borçları nedeniyle krize giren beşinci holdingdi.
- IMF, 31 Ekim'de Endonezya için 33 milyar ABD Doları tutarında bir paket sözü verdi. Ertesi gün hükümet işleyemez duruma düşen 16 bankayı kapattı.
- Tayland Başbakanı 3 Kasım'da, Tayland'ın ekonomik krizinin üzerinden haftalar geçtikten sonra istifa etti.
- 19 Kasım'da Malezya, Başbakanı Mahathir bin Muhammed liderliği ile ilgili bir güven oylaması yaptı. Oylama, Mahathir'in uluslararası para spekülörlerini ve Yahudileri ülkesinde ekonomik problemlere yol açmakla suçlamasını takiben yapıldı.
- 21 Kasım'da G. Kore Maliye Bakanı Lim Chan Yuel, ülkesinin IMF'den en az 20 milyar ABD Doları alarak borç krizini atlatabileceğini ilan ediyordu. Yıl

²⁰⁰ TOPRAK, 2001, s.114.

²⁰¹ TOPRAK, 2001, s.115.

başından bu tarihe kadar, G. Kore parası Won, ABD Doları'na karşı %20 değer kaybetmişti.

- 24-25 Kasım'da 18 üyeli APEC'in yıllık toplantısı esnasında, ticaret grubu Asya ekonomilerini istikrara kavuşturmak için bir ticari liberalizasyon taslağı hazırladı. Bu planda, IMF'nin bölgeye yardımına vurgu yapılıyordu.
- 3 Aralık'ta Güney Kore, o güne kadar düzenlenmiş en büyük meblağ olan 57 milyar ABD Doları tutarındaki IMF kurtarma paketi üzerinde anlaşma sağladı.
- 14-16 Aralık'ta Kuala Lumpur'da (Malezya) düzenlenen ASEAN'ın bir toplantısı sırasında, ASEAN liderleri bölgenin ekonomik krizi ile mücadele için daha fazla yardım istediler. Liderler daha fazla ulusal, bölgesel ve uluslararası çaba çağrısında bulundular.
- 18 Aralık'ta, muhalefetteki Kim Dae Jung, Güney Kore'de beş yıldır devam eden tek parti iktidarını sona erdirerek başkan seçildi.

4.3. Asya Ekonomilerinde Makroekonomik Göstergelerin Gelişimi

Asya krizinde ülkelerin yurtiçi hasıllarının gelişiminde önemli miktarda bir korelasyon söz konusudur. Asya krizinden bölgenin Çin, Tayvan ve Singapur gibi ülkelerinin ciddi şekilde etkilenmediği söylenebilir, ancak bu ülkelerin de büyüme oranlarında özellikle 1998 yılında önemli düşüşler meydana gelmiştir.

Tablo 11: Asya Ekonomilerinde Reel GSYİH'nın Gelişimi (%)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G.Kore	Japonya	Çin	Tayvan	Singapur	Ort.
1982-91	5,5	6,3	1,3	8,1	8,9	4,1	9,5	8,1	7,1	6,5
1992	7,2	8,9	0,3	8,1	5,4	1,0	14,2	6,8	6,5	6,5
1993	7,3	9,9	2,1	8,4	5,5	0,3	13,5	6,3	12,7	7,3
1994	7,5	9,2	4,4	9,0	8,3	0,6	12,6	6,5	11,4	7,7
1995	8,2	9,8	4,8	8,9	8,9	1,5	10,5	6,0	8,0	7,4
1996	8,0	10,0	5,8	5,9	6,8	5,0	9,6	5,7	7,5	7,1
1997	4,5	7,3	5,2	-1,7	5,0	1,6	8,8	6,8	8,4	5,1
1998	-13,0	-7,4	-0,6	-10,2	-6,7	-2,5	7,8	4,7	0,4	-3,1
1999	0,3	5,6	3,3	4,2	10,7	0,2	7,1	5,7	5,4	4,7
2000	4,0	6,0	4,0	5,0	8,8	1,4	7,5	6,5	7,9	5,7
2001	5,0	6,0	4,5	5,0	6,5	1,8	7,3	6,0	5,9	5,3
Ort.	3,9	6,5	3,4	4,3	5,9	1,1	9,9	6,1	7,4	5,4
St.Sapma	6,4	5,2	2,1	6,0	4,8	1,9	2,7	0,6	3,4	3,7

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

1980'li yıllarda en yüksek büyüme performansını sırasıyla Çin, G. Kore, Tayland ve Tayvan sağlarken; 1990'larda sıralama Çin, Singapur, Malezya ve Tayvan şeklindedir. Ancak, 1980'ler ve 1990'lar arasında Asya ekonomileri için ekonomik büyüme performansının ciddi bir eğilim değişikliği gösterdiği söylenemez.

Asya ekonomilerinde enflasyonun son yirmi yılda genel olarak istikrarını koruduğu söylenebilir. 1980'lerde en yüksek enflasyonu sırasıyla Filipinler, Endonezya, Çin ve Güney Kore yaşarken; 1990'larda sıralama Endonezya, Filipinler ve Çin şeklindedir.

Tablo 12: Asya Ekonomilerinde Enflasyonun Gelişimi (%)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G.Kore	Japonya	Çin	Tayvan	Singapur	Ort.
1982-91	8,3	2,7	13,6	3,8	6,9	1,9	7,1	2,3	2,5	5,5
1992	7,5	4,7	8,6	4,1	7,6	1,7	6,4	3,9	1,5	5,1
1993	9,7	3,5	6,9	3,4	7,1	1,2	14,7	3,5	3,3	5,9
1994	8,5	3,7	8,4	5,1	7,7	0,7	24,1	1,9	2,9	7,0
1995	9,4	3,4	8,0	5,8	7,1	-0,1	17,1	1,9	2,6	6,1
1996	7,9	3,5	9,0	5,9	3,9	0,1	8,3	2,7	1,3	4,7
1997	6,6	2,7	5,9	5,6	3,1	1,7	2,8	1,9	0,7	3,4
1998	58,0	5,3	9,7	8,1	5,1	0,6	-0,8	2,1	-1,8	9,6
1999	20,8	2,8	6,7	0,3	-1,6	-0,3	-1,4	-0,7	-1,3	2,8
2000	3,2	3,2	5,0	1,7	1,7	-0,2	0,5	1,2	1,4	2,0
2001	5,2	3,6	5,9	2,6	0,1	0,5	1,2	2,7	2,1	2,7
Ort.	13,7	3,6	7,4	4,3	4,2	0,6	7,3	2,1	1,3	4,9
St.Sapma	16,3	0,8	1,6	2,3	3,3	0,7	8,7	1,3	1,7	4,1

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Krizin en hararetli olduğu 1998'de bölgenin enflasyon ortalaması bir önceki ve bir sonraki yılın birkaç katı düzeyinde gerçekleşmiştir. 1980'ler ve 1990'lar arasında, bölgenin genel olarak enflasyon performansında küçük de olsa olumlu bir gelişme söz konusudur.

Tablo 13: Asya Ekonomilerinde Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nın Oranı)

	1998	1999	2000	2001	Ortalama
Endonezya	4,2	3,7	3,7	1,3	3,2
Malezya	12,9	15,8	13,6	7,4	12,4
Filipinler	2,4	9,4	8	3,8	5,9
Tayland	12,7	9,1	7,2	5,9	8,7
G. Kore	12,8	6,1	2,3	0,4	5,4
Japonya	3,2	2,5	2,6	2,6	2,7
Çin	3,1	1,6	1,6	1,3	1,9
Tayvan	1,3	2,5	2,1	2,2	2,0
Singapur	25,4	25	23,6	22,8	24,2

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Asya ekonomileri genelde cari işlemler fazlası veren ülkelerdir. 1998'den bu yana yurtiçi gelirinin oranı olarak en yüksek cari fazlaları sırasıyla Singapur, Malezya, Tayland, Filipinler ve G. Kore vermektedir.

Asya ekonomileri Filipinler ve Japonya dışında genel olarak kamu kesimi gelir gider dengesini sağlamış ülkelerdir. En azından 1997 yılına kadar bu böyledir. Ancak, özellikle krizin patlak verdiği 1997'den sonra kamu kesimi de önemli açıklar vermeye başlamıştır. Malezya'nın kriz yılında kamu açığı vermemesi dikkat çekicidir.

Tablo 14: Asya Ekonomilerinde Kamu Açıklarının Gelişimi (GSYİH'nın Oranı)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G. Kore	Japonya
1994	0,0	3,3	-1,8	1,9	1,0	-2,3
1995	0,8	2,2	-1,4	3,0	1,3	-3,6
1996	1,2	2,3	-0,6	2,5	1,0	-4,2
1997	-0,7	4,1	-0,8	-0,9	-0,9	-3,3
1998	-1,9	-0,4	-2,7	-2,5	-3,8	-4,7
1999	-1,5	-3,8	-4,4	-2,9	-2,7	-7,4
2000	-3,6	-1,5	-3,1	-2,4	-1,6	-8,2
Ortalama	-0,8	0,9	-2,1	-0,2	-0,8	-4,8

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Asya ekonomilerinin dış borçlarının GSYİH içindeki payı tehdit edici boyutlarda değilken, 1997 krizi sonrası dış borç/GSYİH oranında çoğu ülkede ciddi artışlar olmuştur. Kriz sonrası duruma bakıldığında Endonezya ve Filipinlerde dış borçların GSYİH oranı bakımından kritik noktada olduklarını söylemek mümkündür.

Tablo 15: Asya Ekonomilerinde Dış Borçların Gelişimi (GSYİH'nın Oranı)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G. Kore	Japonya
1994	57,0	39,0	61,4	44,9	22,0	7,7
1995	56,3	37,6	54,9	49,1	26,0	13,0
1996	53,4	38,4	55,0	49,8	31,6	16,4
1997	63,9	43,8	61,6	62,0	33,4	17,9
1998	149,4	58,8	81,7	76,9	46,9	30,6
1999	96,5	53,4	75,7	61,4	33,4	38,2
2000	93,8	49,3	78,9	51,7	26,5	46,3
Ortalama	81,5	45,8	67,0	56,5	31,4	24,3
St.Sapma	34,9	8,3	11,4	11,0	8,1	14,3

Kaynak: IMF, World Economic Outlook, 2002.

Asya ekonomilerinin temel makroekonomik göstergelerinin (fundamentals) yıllar itibarıyla böylece verdikten sonra ülke uygulamalarına daha yakından bakabiliriz.

4.4. Tayland Deneyimi

Tayland'da GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %8.1'dir. 1992-95 döneminde büyüme oranı %8-9 arasında gerçekleşmiştir. Büyüme oranı 1995'teki %8.9 oranından, 1996 yılında %5.9'a gerileyerek önemli bir düşüş yaşamıştır. 1997 yılında %1.7'lik bir küçülmeyi, 1998'de %10.2'lik bir küçülme şoku takip etmiştir. Krizin başladığı ülke olarak, bölge ülkeleri arasında en büyük daralmayı Tayland yaşamıştır. Ancak ekonomik büyümede, 1999 yılından itibaren (%4.2) tekrar bir toparlanma eğilimine girilmiştir. 1992-2001 dönemi ortalama büyüme oranı %4.3 iken standart sapma 6'dır. Tayland'ın 1990'lardaki ekonomik büyüme performansı, 1980'lerdeki ekonomik büyüme performansının ancak %53'ü düzeyindedir. Tayland, bölgedeki krizi en yoğun yaşayan ve görece en istikrarsız büyüme trendine sahip ülkedir.

Tayland'da enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin 1998 yılı (%8.1) hariç, genelde istikrarlı bir seyir izlediği söylenebilir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %3.8 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %4.3'tür. Standart sapmanın oldukça düşük olması, enflasyon oranındaki istikrarın göstergesi olarak alınabilir. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre iyileşme göstererek 0.5 puanlık bir azalma kaydetmiştir. 1998 yılında enflasyon oranı bir önceki ve bir sonraki yıla göre oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Krizin başladığı ve simge olduğu ülke olmasına rağmen, Tayland'ın enflasyon performansının oldukça yüksek olduğu söylenebilir.

Tayland'da GSYİH'nin oranı olarak kamu kesimi, 1997'den itibaren sürekli açık vermiştir. 1994-2000 arasında yıllık ortalama kamu açığı GSYİH'nin %0.2'sidir. Bu açık oranının oldukça düşük olduğu söylenebilir. Son yıllardaki artan açığın, genişletici veya enflasyonist etkisinden söz etmek mümkündür.

Tayland'ın dış borçları 1994-2000 aralığında ortalama olarak GSYİH'sının %57'si dolayındadır. Ancak bu oran, özellikle 1997'den itibaren yükselmeye başlamıştır. Dış borcun milli gelire oranı, 1998 yılında %77'ye kadar yükselmiş; ancak sonraki yıllarda önemli düşüşler göstermiştir. Son yıllarda dış borcun milli gelire oranı %50-55 arasındadır. Dış borcun milli gelire oranının düzeyi, Tayland'ın dış borçların çevrilmesinde ciddi bir sıkıntı ile karşılaşmasının beklenmediği şeklinde yorumlanabilir.

Tayland'ın 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nin oranı olarak ortalama %9 dolayında fazla vermektedir. Dolayısıyla Tayland'ın bir cari işlemler açığı

sorunu yoktur. Ancak 1998'de %13'e yaklaşan cari fazla sürekli azalma kaydetmiştir. Bu fazlada düşüşün sürmesi halinde kamu açıklarının ekonomi için sorun oluşturacağı söylenebilecektir.

Tayland hem para hem de bankacılık krizi yaşamıştır. Ayarlanabilir sabit kur sistemi, büyük cari işlemler açığı, işleyemez hale gelen bankalara likidite desteği bu krizin önemli unsurlarıdır. 1996 yılı itibariyle, Tayland'ın cari işlemler açığı GSYİH'sının %8'ine ulaşmıştı. Büyük sermaye girişleri ve kredi patlaması gayri menkule ciddi bir yönelime ve dolayısıyla finansal aktiflerde fiyat şişkinliğine yol açmıştı. Bu şişkinlik patladığında ise gayri menkule yatırım yapan bir çok finans kurumu sıkıntıya düştü. Başlangıçta hükümet bu kurumlara GSYİH'nin %10'u kadar likidite desteğinde bulundu. 1997'nin ortaları itibariyle, bu kurumların işleyemez duruma düşmelerinin ilan edilmesiyle, yetkililer müdahale edilenlerden ikisi hariç hepsini kapatmak zorunda kaldılar. 1997'nin başında özel sermaye girişleri zaten azalmaya başlamıştı. Daha sonra kitlesel kaçışlar olunca kriz patlak verdi. Cari işlemlerde meydana gelen fazlalar, ithalattaki azalma ve gelirdeki düşüşlerle sağlanıyordu, yoksa ihracat artışının sonucu değildi. Sonuç da kitlesel bir resesyon olmuştu.

Krize gelindiğinde, Tayland bahtının değeri 10 yıl boyunca değişmemişti, bu da piyasa katılımcılarının bir para riski beklentisine girmesine neden olmuştu. Bu arada sıkı para politikası iç faizleri uluslararası faizlerin çok üstüne çıkarmış ve yerlilerin kendilerini offshore ile fonlamalarını teşvik etmişti. Yetkililer ya parayı dalgalanmaya bırakıp banka sistemine zarar verecek ve dolaylı olarak para krizine yol açacaktı, ya da her neye mal olursa olsun sabit kuru devam ettirecekti. Sonunda döviz rezervlerini tükettikten sonra dalgalanmaya bırakmaktan başka seçenekleri kalmadı. Ancak bu karar çok geç geldiği için, yerleşiklerin para riskini daha çok dikkate almaları da gecikmiş oldu.

Temmuz 1997'de Tayland'ın parasını devalüe etmesiyle, finansal kesiminde başlayan kriz kısa sürede bütün bölgeyi kapladı. Krizin çıktığı ilk ülke olan Tayland, IMF ile Ağustos 1997'de 17 milyar ABD Doları tutarındaki bir kurtarma paketi üzerinde anlaşma yapmıştır. Hükümet, harcamaları kısmayı, finansal sektörü yeniden yapılandırmayı, şirketlerde şeffaflığı artırmayı, rüşvet ve yolsuzlukla etkin biçimde mücadeleyi taahhüt etmiştir. Aralık 1997'de banka dışı finansal kurumlardan 56 tanesi

kapatılmıştır. Ekonomik istikrar kısmen sağlanmasına rağmen, politik düzensizlik devam etmiştir²⁰².

Tayland günümüzün krizlerini gösteren tam bir prototiptir. Büyük kısmı bankacılık kesimi yoluyla gelen büyük bir sermaye girişi olmuştur. Offshore bankacılığa izin verilmiştir. Böylece yabancı bankalar vergi ödemeden kaçınarak şube açabilmiştir. Tayland bankaları bu bankalardan offshore ABD Doları borçlanmışlar ve ülke içinde kim istiyorsa ona borç olarak verebilmişlerdir. Bu şekilde borç alınan paranın çoğu yatırımlara gitmemiş; lüks tüketime, gayrimenkule ve borsada spekülatif yatırımlara yönelmiştir. Sağlam olmayan finansal yatırımın tehlikeli her çeşidi gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında bankaların yeniden yapılandırılması çerçevesinde devletleştirilmeleri sağlanmıştır. Tayland'da geçim standardında %10-15 dolayında bir düşüş yaşanmıştır²⁰³.

4.5. Güney Kore Deneyimi

Güney Kore'de GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %8.9'dur. 1992-97 döneminde ise büyüme oranı yıllık ortalama %6.7 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranı 1996'daki %6.8 oranından, 1997 yılında %5'e gerileyerek önemli bir düşüş yaşamıştır. Ekonomide, 1998 yılında %6.7'lik bir küçülme şoku meydana gelmiştir. Ancak 1999 yılından itibaren tekrar yüksek büyüme (%10.7) eğilimine girilmiştir. 1992-2001 dönemi ortalama büyüme oranı %5.9 iken, standart sapma 4.8'dir. Güney Kore'nin 1990'lardaki ekonomik büyüme performansı, 1980'lerdeki ekonomik büyüme performansının ancak %66'sıdır. Güney Kore, bölgedeki krizi görece ılımlı büyüme kayıplarıyla atlatabilmiş bir ülkedir. Güney Kore büyüme oranının nispeten istikrarlı bir trende sahip olduğu söylenebilir. İşsizlik %2 civarından, finansal krizle birlikte %6 civarına yükselmiş ve bu düzeyde kalmıştır.

Güney Kore'de enflasyon oranı olarak milli gelir deflatörünün gelişimine bakıldığında, GSYİH deflatörünün genelde istikrarlı bir seyir izlediği söylenebilir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama enflasyon %6.9 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %4.2'dir. Standart sapmanın görece düşük olması, enflasyon oranındaki istikrarın göstergesi olarak alınabilir. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre önemli bir iyileşme göstererek 2.7 puanlık bir azalma kaydetmiş ve önceki döneme göre %40'lık bir düşüş yaşamıştır. 1998 yılında enflasyon oranı bir önceki ve bir sonraki yıla göre oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Krizin önemli ölçüde etkilediği

²⁰² Paul KRUGMAN, özel internet sitesi, www.pcarchive.org

²⁰³ TOPRAK, 2001, s.123.

ülkelerden biri olmasına rağmen, G. Kore'nin enflasyon performansının oldukça iyi olduğu söylenebilir.

IMF'den alınan borcun bir bölümü 1999'da ödenmesine rağmen, borç oranı yükselme kaydetmiştir. Ancak dış borçlar içinde kısa vadeli borçların oranı 1996 yılında %52.3 iken, 1998'de %29.3'e düşmüştür.

Güney Kore'de kamu kesimi 1997'den itibaren sürekli açık vermiştir. 1994-2000 arasında yıllık ortalama kamu açığı GSYİH'nin %0.8'idir. Bu açık oranının oldukça düşük olduğu söylenebilir. Son yıllardaki artan açık oranının, genişletici veya enflasyonist etkisinden söz etmek mümkündür.

Güney Kore'nin dış borçları 1994-2000 aralığında ortalama olarak GSYİH'sının %31'i dolayındadır. Bu oran, 1998'de %47'ye yükselmiş; ancak sonraki yıllarda önemli düşüşler göstermiştir. Dış borcun milli gelire oranının düzeyi, G. Kore'nin dış borçların çevrilmesinde ciddi bir sıkıntı ile karşılaşmasının beklenmediği şeklinde yorumlanabilir.

1998-2001 arasında, Güney Kore'nin cari işlemler dengesi GSYİH'nin oranı olarak ortalama %5 dolayında fazla vermektedir. Güney Kore'nin bir cari işlemler açığı sorunu yoktur. Ancak 1998'de %13'e yaklaşan cari fazla sürekli bir düşüş kaydetmiştir.

G. Kore, dünyanın en büyük onbirinci ekonomisi olarak, IMF'den 57 milyar ABD Doları alma şansına sahip olmuştur. G. Kore, serbest piyasanın yerleşmesi konusunda reformları gerçekleştirmeyi, yerli firmaların yabancılar tarafından satın alınması konusundaki sınırlamaları azaltmayı, menkul kıymet piyasasını yabancılarla tamamen açmayı, işgücü piyasasına esneklik getirmeyi, iflas etmiş finansal kurumları kapatmayı, banka kredilerinde hükümet kontrolünü kaldırmayı kabul etmiştir²⁰⁴.

G. Kore'de, kriz süreci Tayland'dakine görünürde önemli benzerlikler göstermektedir. Kriz öncesi son birkaç yılda para birimi sürekli değerlenmiştir. Özel sektör de hızla yabancı para cinsinden borçlanmış, bankaların yanısıra, ülkenin özel şirketleri de çok önemli büyüklükte açık pozisyonda krize yakalanmışlardır. Şirketler kesiminin özkaynak oranı çok düşüktü. Borç/özsermaye oranı 4 (dört) civarındaydı. Bankacılık sektöründe hem yabancı para cinsinden açık pozisyonlar hem de "ilişkili krediler" (back to back credits) nedeniyle önemli miktarda risk birikmişti. Yine belirli sektörlerde çok fazla yatırım yığılması söz konusuydu. Krizle birlikte yabancı yatırımcılar, Won cinsinden finansal sözleşmelerini satarak ülkeyi ardı ardına terk etmeye başlamıştı. Sonunda G. Kore'de ABD Doları hızla yükseldi, borsa düştü.

²⁰⁴ TOPRAK, 2001, s.125.

Döviz rezervlerinin bu saldırı için gerekli savunmayı sağlayamayacağını düşünen G. Kore, sonunda, Won'u serbest dalgalanmaya bırakma kararını uyguladı. G. Kore Aralık 1997'de IMF ile bir stand-by anlaşması imzaladı. Anlaşmayla, G. Kore'ye 21 milyar ABD Doları tutarında bir kaynak taahhüt edildi. Anlaşma uyarınca G. Kore sıkı para ve maliye politikası uygulayarak, döviz kurunda istikrar sağlamaya çalışmıştır. IMF'nin yüksek faiz politikası, G. Kore'de ekonominin hızla küçülmesine neden olduğu için yoğun olarak eleştirilmiştir. Yüksek oranda borçlu şirketlerin ve kısa vadeli borçla faaliyetlerini finanse eden bankaların kasıtlı olarak zora sokulduğu iddia ediliyordu. Döviz kurunda istikrarı amaçlayan sıkı para politikası bir nominal çıpaya, yani Merkez Bankası'nın açıkladığı enflasyon hedefine bağlı olarak biçimleniyordu.

IMF ile anlaşma Aralık 1997'de imzalanmış ancak, bankacılık reformu 3 Haziran 1998'de başlatılabilmştir. Bu gecikmede, kamu kaynaklarının kullanılması halinde, maliyetin üstlenilme kaygısı egemen olmuştur. Bankacılık kesimi, bu çekingenliği kullanarak, yeniden yapılanmayı geciktirmeye çalışmıştır. Çünkü, operasyon geciktikçe, banka sahibinin elinde kalmaya devam etmektedir. Ödemeler sistemi krizi doğmasın diye kamu kaynakları zaten kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, kaynaklar zayıf ve kapatılması gereken kurumlara doğru aktarılmıştır. İlk adımda beş batık banka hemen kapatılmış, kötü durumdaki altı banka üç büyük bankayla birleştirilmiştir. İki büyük bankanın yabancılara satışı kararlaştırılmış, bir yılda 27 finansal kurum daha kapatılmıştır. Kapatılan finans kurumları arasında aracı kurumlar ve sigorta şirketleri de vardır. Operasyonun ilk faturası milli gelirin %16'sı civarında olmuştur. Kötü kredilerin tahsilatındaki gecikmeler, maliyetin azalmasını engellemiştir. Ülke açısından önemli bir zafiyet kaynağı olan bankacılık sektörü ve chaebol (holding) yapısı ciddi biçimde gözden geçirilmiştir.

4.6. Endonezya Deneyimi

Endonezya'da GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %5.5'tir. 1992-96 döneminde büyüme oranı %7-8 arasında gerçekleşmiştir. Büyüme oranı 1996'daki %8 oranından, 1997 yılında %4.5'e gerileyerek keskin bir düşüş yaşamıştır. 1998 yılında ise %13'lük bir küçülme şoku meydana gelmiştir. 1999 yılında büyüme sifıra yakın gerçekleşmiş (%0.3) ve 2000 yılından itibaren tekrar bir toparlanma eğilimi gözlenmiştir. 1992-2001 dönemi ortalama büyüme oranı %3.9 iken, standart sapma 6.4'tür. Endonezya'nın 1990'lardaki ekonomik büyüme performansı 1980'lerdeki ekonomik büyüme performansının ancak %71'i düzeyindedir.

Endonezya'nın 1990'larda yaşadığı büyümenin görece olarak önemli ölçüde istikrarsız olduğu söylenebilir.

Endonezya'da enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin 1998 (%58) ve 1999 (%20.8) yılları hariç genelde istikrarlı ve tek haneli olduğu görülmektedir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %8.3 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %13.7'dir. Standart sapmanın görece düşüklüğü enflasyon oranında önemli bir istikrara işaret etmektedir. 1998 ve 1999 yıllarına ait enflasyon oranları hariç tutulduğunda, dönemin enflasyon oranı ortalama %7 civarındadır. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre küçük de olsa olumsuz bir gelişme kaydetmiştir.

Endonezya'da GSYİH'nin oranı olarak kamu kesimi açığı 1998 yılından itibaren bir artış eğilimine girmiştir. Ancak 1994-2000 döneminde açık oranı ortalama olarak %0.8'dir. Endonezya'da kamu kesimi açıklarının makro ekonomide istikrar bozucu etkisinin ihmal edilebilir boyutta olduğu söylenebilir.

Endonezya'nın dış borçları 1994-2000 aralığında, GSYİH'sinin ortalama olarak %82'si dolayındadır. Ancak bu oran, özellikle 1997'den itibaren yükselmeye başlamıştır. Dış borcun milli gelire oranı, 1998 yılında %149'a kadar yükselmiştir. Endonezya, son yıllarda ağır bir dış borç yükü altına girmiştir.

Endonezya'da 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nin oranı olarak ortalama %3 dolayında fazla vermiştir. Dolayısıyla Endonezya'nın bir cari işlemler açığı sorunu yoktur.

Endonezya için, IMF 43 milyar ABD Doları tutarında bir kurtarma paketi hazırlamıştır. Fakat başkan Suharto önerilen sert tedbirleri alma konusunda isteksizlik göstermiş ve IMF'ye şiddetli eleştiriler yöneltmiştir. IMF, Endonezya'dan çoğunluğuna Suharto'nun dost ve akrabalarının sahip olduğu çeşitli tekellere sağlanan sübvansiyonları ve vergi indirimlerini kaldırmasını istemiştir. Sonuçta, Endonezya'da iç kargaşalar artmış ve 32 yıllık diktatör Suharto devrilmiştir²⁰⁵.

Kriz sürecinde ve sonrasında yoksulluk ve toplumsal huzursuzluk artarak devam etmiştir. Suharto önce IMF programını kabul etmiş, ancak sonra para kurulunu tercih etmiştir. Ancak, sermaye kaçıışı hızlanmış ve banka iflasları artmış ve bu politikayı sürdürmek mümkün olmamıştır. Sonunda Suharto ile birlikte ahbab-çavuşları

²⁰⁵ Christopher L. CULP, Steve H. HANKE, Merton MILLER, "The Case for an Indonesian Currency Board", **Journal of Applied Corporate Finance**, Winter 1999, ss.57-65.

da gitmiş ve ticarete temiz bir zemin oluşturulmaya başlanmıştır. Ne var ki, şirketler ve bankalar dış borçlarını ödemede acze düşmüş ve bu borçlar 4 yıl ve daha fazla bir süre için yeniden yapılandırılmıştır. Endonezya'ya yatırım yapanlar, bu nedenle ciddi zararlara uğramıştır. Borçların yeniden yapılandırılması sayesinde, cari işlemler ve ödemeler dengesi sorunu bulunmamaktadır. Endonezya IMF programına sadık kalmaya çalışmış, parasal tabanı kontrol altında tutmuş, kamu harcamalarını artırmamış, üretken olmayan sektörel sübvansiyonları kısmıştır. Bütün yapılanlar parayı istikrarlı tutmak içindir. İthalat çok az olduğu için ticaret fazlası, borç ödenmediği için de cari işlemler fazlası ortaya çıkmaktadır. Ancak bu ortamın ülke için sonucu, görece düşük yatırım ve düşük büyüme oranlarıdır²⁰⁶.

4.7. Malezya Deneyimi

Malezya'da GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %6.3'tür. 1992-96 döneminde büyüme oranı %9-10 arasında gerçekleşmiştir. Büyüme oranı 1996'daki %10 oranından 1997 yılında %7.3'e gerileyerek önemli bir düşüş yaşamıştır. 1998 yılında %7.4'lük bir küçülme şoku meydana gelmiştir. Ancak 1999 yılından itibaren (%5.6) tekrar bir toparlanma eğilimine girilmiştir. 1992-2001 dönemi ortalama büyüme oranı %6.5 iken, standart sapma 5.2'dir. Malezya'nın 1990'lardaki ekonomik büyüme performansı, 1980'lerdeki ekonomik büyüme performansı ile aynı düzeydedir. Bölgedeki krize rağmen, Malezya'nın görece istikrarlı bir büyüme trendine sahip olduğu söylenebilir.

Malezya'da enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin 1992 (%4.7) ve 1998 (%5.3) yılları hariç genelde istikrarlı ve %3 dolayında olduğu görülmektedir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %2.7 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %3.6'dır. Standart sapmanın oldukça düşük olması, enflasyon oranında büyük bir istikrara işaret etmektedir. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre küçük de olsa olumsuz bir gelişme kaydetmiş ve yıllık enflasyon 1 puan daha yüksek olmuştur.

Malezya'da 1998 yılından itibaren GSYİH'nin oranı olarak kamu kesimi açığı meydana gelmeye başlamıştır. 1994-97 arasında kamu kesimi gelir fazlası sözkonusudur (ortalama %3). 1994-2000 arasında kamu kesimi dengesi, GSYİH'nin ortalama %0.9'u kadar fazla vermiştir. Malezya'da kamu kesimi gelir gider dengesinin, makro ekonominin yönetimi bakımından istikrar bozucu herhangi bir etkiye sahip

²⁰⁶ TOPRAK, 2001, s.128.

olmadığı söylenebilir. Malezya ekonomisinde harcama eğilimleri bakımından bir durgunluk sözkonusu olmadığı için, meydana gelen fazlaların durgunluğu artırma olasılığından da söz etmek güçtür.

Malezya'nın dış borçları 1994-2000 aralığında ortalama olarak GSYİH'sının %46'sı dolayındadır. Ancak bu oran, özellikle 1998'den itibaren yükselmeye başlamıştır. Dış borcun milli gelire oranı, 1998 yılında %59'a kadar yükselmiş, fakat sonraki yıllarda gerilemiştir. Dış borcun milli gelire oranı, Malezya için borcun çevrilmesinde herhangi ciddi bir sıkıntının bulunmadığını göstermektedir.

Malezya'da 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nın oranı olarak ortalama %12 dolayında fazla vermektedir. Dolayısıyla Malezya'nın bir cari işlemler açığı sorunu olmadığı gibi, cari fazlanın dikkat çekici yüksek düzeyi, kendi başına soruna yol açabilecek potansiyeldedir.

Malezya, IMF yardımı talep etmemesine rağmen, krizden önemli ölçüde etkilenmiş bir ülkedir. Aralık 1997'de Malezya Ringgiti %35 değer yitirmiş ve menkul kıymetler borsası ABD Doları cinsinden yıl başına göre %70'ten fazla düşüş yaşamıştır. Başbakan Mahathir Muhammed ilk başta spekülörleri bütün olanlardan sorumlu tutarak suçlarken, daha sonra üslubunu yumuşatarak aslında ülkenin finansal kesiminin ciddi reformlara ihtiyacı olduğunu açıklamıştır. Malezya hükümeti sert tedbirler içeren bir reform paketini yürürlüğe koyarak kamu harcamalarında kesinti ve bankacılık konularında radikal düzenlemeler yapmıştır. Krizin Malezya ekonomisine yönelik faturası, enflasyon, iflaslar, işsizlik, yüksek faiz hadleri şeklinde ortaya çıkmıştır.

Malezya, aslında yabancıların da yoğun olarak bulunduğu iyi bir imalat sanayiine sahiptir. Ancak diğer başka yerlerde olduğu gibi burada da verimsiz yatırımlar sözkonusudur. Ahbap-çavuş (crony) kapitalizmi, diğer bir çok Asya ülkesinde olduğu gibi, bu ekonominin de hastalıklı yanını oluşturmuştur ve halen bu durum pek fazla değişmemiştir. Düşük büyüme sendromunu aşma çabası içinde olan Malezya ekonomisinin baş ağrıtan sosyal sorunları mevcuttur. Ülkede, etnik çatışmalara açık bir nüfusun yanısıra, bölgesel çatışma tehlikeleri de sözkonusudur. Taylar ile Malaylar, Müslümanlar ile gayrimüslimler, ülkenin kuzey bölgesi ile güney bölgesi arasındaki gerilimler bu açıdan önem arz etmektedir.

Ülke krize girdikten sonra krizin nasıl aşılacağı konusunda yönetimde fikir ayrılığı oluşmuştur. Başbakan Yardımcısı Enver İbrahim, krize çözüm olarak bankaların yeniden yapılandırılmasını, rekabetin arttırılmasını, yabancı sermaye girişinin önündeki engellerin kaldırılmasını öngören bir politikayı benimserken, Mahathir, yabancı

sermayenin çözüm olmak bir yana, sorunun kaynağı olacağını düşünüyordu. Mahathir'in reddetmesine rağmen başbakan yardımcısı Enver İbrahim, IMF reçetesini kabul etmiştir. Ülke yönetimi IMF'den para talebinde bulunmamıştır. Bu reçeteyle, sıkı para ve maliye politikası, ekonomiyi yabancı sermayeye açma yoluyla sorunları çözme hedeflenmişti²⁰⁷.

Bu çerçevede Ağustos 1998'de Enver İbrahim görevinden olduğunda ve IMF programı reddedildiğinde ülkede ilginç politik gelişmeler yaşanmıştır. Gerçekten Enver İbrahim sadece ekonomi politikasındaki yanlışlığıyla değil, aynı zamanda yüz kızartıcı cinsel ilişkileri iddiasıyla da suçlanmıştır. Burada ilginç olan hükümette geçirdiği 15 yıl boyunca Enver İbrahim'in gözden kaçan suçlarının birden ortaya çıkivermesi ve Enver İbrahim'in de bu süre zarfında Mahathir'in uygulayageldiği ekonomi politikalarının nasıl olup da yanlışlığını yeni keşfettiğidir.

Bu olup bitenin ardından Mahathir faizleri keskin bir şekilde düşürmüş ve paranın yurtdışına çıkışını yasaklamıştır. Böylece yeni yabancı yatırımcılar, dışarıya çıkaramayacakları paraları Malezya'ya götürmeye istekli olmamışlardır. Ancak, Malezya ekonomisi büyük ölçüde yabancı yatırım ve ticarete dayandığı için, ekonomik büyüme önemli bir darbe yemiştir. Daha sonra Mahathir spekülasyon sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirerek dalgalanmaları önemli ölçüde engellemiştir.

Malezya, IMF politikalarının tam tersini yapmış, faizi düşürmüş ve kuru sabitlemiştir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının kâr transferleri dışındaki sermaye çıkışlarını ya yasaklamış ya da zorlaştırmıştır. Fakat bunu, sırf yakın kriz tehdidini savmak için yapmamış, kısa vadeli sermaye hareketlerini zorlaştıran, ancak uzun vadeli harekete dokunmayan içerikte bir program hazırlamıştır. Ne var ki, getirilen bu tür kısıtlamalar, uzun vadeli spekülasyon olmayan sermaye hareketleri için de caydırıcı olabilmekte ve dolayısıyla büyümeyi olumsuz etkileyebilmektedir²⁰⁸.

4.8. Filipinler Deneyimi

Bölgenin yükselen ekonomileri arasında en düşük performansı gösteren ülke Filipinler'dir. Filipinler'de GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %1.3'tür. 1992-97 döneminde ise büyüme oranı ortalama %3.8'dir. Büyüme oranı 1997'deki %5.2 oranından, 1998 yılında %eksi 0.6'ya gerileyerek keskin bir düşüş göstermiştir. 1999 yılından itibaren tekrar bir toparlanma gözlenmiş, büyüme oranı

²⁰⁷ <http://worldbank.org/wbi/edimp/eastasia>

²⁰⁸ TOPRAK, 2001, s.131.

%3.3 ila %4.5 arasında seyretmiştir. 1992-2001 dönemi ortalama büyüme oranı %3.4 iken, standart sapma 2.1'dir. Filipinler'in 1990'lardaki ekonomik büyüme performansı, 1980'lerdeki ekonomik büyüme performansını aşarak 2.6 katına ulaşmıştır. 1990'lardaki büyümenin görece istikrarlı olduğu da söylenebilir.

Filipinlerde enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin genelde istikrarlı olduğu görülmektedir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %13.6 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %7.4'tür. Standart sapmanın oldukça düşük olması, enflasyon oranında ciddi bir istikrarı göstermektedir. Son on yılın enflasyon ortalaması, önceki on yıla göre neredeyse yarı yarıya düşerek önemli bir gelişme kaydetmiştir. 1998 yılında enflasyon oranı bir önceki ve bir sonraki yıla göre oldukça yüksek düzeyde gerçekleşmiştir (%9.7).

Filipinler'de GSYİH'nın oranı olarak kamu kesimi açığı 1994-2000 arasında sürekli açık vermiştir. Ancak açıklar 1998'den itibaren oransal olarak artmaya başlamıştır. 1994-2000 arasında yıllık bazda kamu kesimi gelir-gider açığı ortalama %2.1'dir. Bu düzeydeki açığın, genişletici veya enflasyonist etkisinden söz edilebilir.

Filipinler'in dış borçları 1994-2000 aralığında ortalama olarak GSYİH'sının %67'si dolayındadır. Ancak bu oran, özellikle 1997'den itibaren yükselmeye başlamıştır. Dış borcun milli gelire oranı, 1998 yılında %82'ye kadar yükselmiş, sonraki yıllarda küçük düşüşler göstermiştir. Son yıllarda dış borcun milli gelire oranının %80'lerde seyretmesi, artık Filipinler için dış borcun çevrilmesinde ciddi sıkıntıların başladığının göstergesi olarak kabul edilebilir.

Filipinler'in 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nın oranı olarak ortalama %6 dolayında fazla vermektedir. Dolayısıyla Filipinler'in bir cari işlemler açığı sorunu yoktur.

Asya'nın hasta adamı olarak adlandırılan Filipinler'in bu adı hak etmesinde diğer ülkelerdeki gibi hızlı bir ekonomik büyüme sağlamaması etkili olmuştur. Filipinler, krizden diğer ülkeler kadar etkilenmemekle birlikte; parası diğer bölge paraları kadar olmasa da devalüe olmuş, ancak, geniş çaplı iflaslar yaşanmamıştır. Filipinler ekonomisi 30 yılı aşkın bir süredir çeşitli programlar yoluyla IMF gözetiminde olmakla birlikte, yoksulluk, azgelişmişlik ve rüşvet-yolsuzluk bu ülkede yaygın olarak mevcuttur.

Filipinler ekonomisi, bölgenin diğer ekonomileri ile ticaret akımları yoluyla önemli bir entegrasyon içindedir. Ancak, ihracatının önemli bir kısmını ABD'ye ve AB'ye yapmaktadır. ABD ekonomisindeki büyüme de önemli bir düzeyde olduğundan,

Filipinler için bir rahatlama sözkonusu olabilmektedir. Ancak dış borç/milli gelir oranı oldukça yüksektir. Yine bütçe açıklarının, ekonomik büyüme sıfıra yaklaştığında önemli bir sorun olduğu söylenebilir. İç kaynaklarla bu açığı kapatmak hem borç servisi hem de çeşitli sektörlerde yapılan devlet sübvansiyonları nedeniyle mümkün görünmemektedir. Devlet örgütlenmesinin başıbozuk bir yapıyı ortaya çıkarması nedeniyle bu ülkede ne etkin şekilde vergi toplamak ne de kamu harcamalarını denetlemek mümkün olabilmektedir. Bu nedenle, ekonomik büyüme yavaşladığında, bütçe açıkları da artmaktadır. Aktör Estrada'nın popülist politikaları savunarak seçimi kazanması sonucu bir ümit belirmiş ancak 2001 Nisan sonunda, Estrada yolsuzluk ve rüşvet suçlamalarıyla hapse atılmıştır²⁰⁹.

Japonya, Çin, Singapur ve Tayvan gibi bölgenin diğer ülkeleri de Asya krizinden farklı derecelerde de olsa etkilenmişlerdir. Ancak bu, elbette doğrudan etkilenen ülkelerdeki düzeyde değildir. Bu nedenle, kriz esnasında ve sonrasında, Japonya ve Çin ekonomilerindeki başlıca eğilimlere kısaca değinmekte yarar vardır.

Japonya'da, 1980'lerdeki ekonomik sıçrayışlardan sonra 1992 yılında durgunluk süreci başlamıştır. 1997 yılı boyunca finansal sektör skandal ve iflaslarla çalkalanmıştır. 1997 yılı sonunda Japon işsizlik oranı %3.5 seviyesine ulaşarak 1953 yılından bu yana kadar olan dönemde en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 1997 sonunda vergi indirimi için 16 milyar ABD Doları ve çoğunluğu bankacılık kesimi için olmak üzere 237 milyar ABD Doları tutarındaki paket açıklanmıştır.

Bölgenin ekonomik lokomotifini Japonya olduğu için, krizin çıkmasında ve çözümünde önemli bir rolü vardır. Japon ekonomisinde yaşanan büyüme ve küçülme şeklindeki gelişmeler bölgenin diğer ülkelerinde de paralel gelişmeler şeklinde ortaya çıkmaktadır. Japonya'da 1990'lı yıllardaki resesyonu bu çerçevede değerlendirmek gerekir. Ülkede, banka sisteminin geri dönüşü zor olan 100 trilyon yen kredi stokunun yanısıra, vergi sisteminden dolayı tasarruftan ziyade tüketimi teşvik eden bir eğilim mevcuttur.

Japonya'da GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %4.1'dir. 1992-2001 döneminde ise bu oran yıllık ortalama %1.1 olarak gerçekleşmiştir. Büyüme oranının krizi takip eden yıl olan 1998'de eksi %2.5 olarak gerçekleşmesi Japon ekonomisinin bölgedeki krizden önemli ölçüde etkilendiğinin bir göstergesi olarak yorumlanabilir. 1999 yılında sıfıra yakın düzeyde gerçekleşen büyüme oranı (%0.2),

²⁰⁹ TOPRAK, 2001, s.133.

izleyen yıllarda %1'in üzerine çıkmıştır. Japonya'nın 1990'lardaki büyüme performansı, 1980'lerdeki büyüme performansının sadece %26'sı civarındadır. Japonya, büyüme oranının görece istikrarsız bir trende sahip olduğu söylenebilir.

Japonya'da enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin genelde istikrarlı bir seyir izlediği ve sıfıra yakın düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %1.9 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %0.6'dır. Standart sapmanın ortalamaya göre yüksek olmasında, bazı yıllarda tüketici fiyatlarındaki düşüş etkili olmuştur. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre önemli bir iyileşme göstererek 1.3 puanlık bir azalma kaydetmiş ve önceki döneme göre %60'lık bir düşüş yaşamıştır. 1997 yılındaki enflasyon (%1.7), 1994 yılından itibaren yaşanan en yüksek enflasyondur. Japonya'nın Asya krizinden enflasyon açısından çarpıcı bir şekilde etkilenmediği anlaşılmaktadır.

Japonya'da kamu kesimi 1994-2000 aralığında sürekli açık vermiştir. Açık oranı sürekli artış kaydetmiştir. 1994-2000 arasında yıllık ortalama kamu açığı GSYİH'nın %4.8'idir. Bu açık oranının oldukça yüksek olduğu söylenebilir. Açıklardaki artışın Japonya'daki durağan hatta gerileyen fiyatları artırması ve ekonominin canlanmasına katkı yapması umulmaktadır.

Japonya'nın dış borçları 1994-2000 aralığında ortalama olarak GSYİH'sının %24'ü dolayındadır. Ancak bu oran, 1998'den itibaren sürekli yükselmeye başlamış ve 2000 yılında %46'ya ulaşmıştır. Dış borcun milli gelire oranının düzeyi, Japonya'nın dış borçların çevrilmesinde ciddi bir sıkıntı ile karşılaşmasının beklenmediği şeklinde yorumlanabilir.

Japonya'nın 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nın oranı olarak ortalama %2.7 dolayında fazla vermektedir. Japonya'nın bir cari işlemler açığı sorunu yoktur. Hatta Japonya'nın dış ödemeler fazlası vermesinin hem bölgede, hem de bir bütün olarak dünya ölçeğinde durgunluğu artırdığı yönünde suçlamalar sözkonusudur. Bu nedenle, Japonya gibi büyük çaplı ülkelerin açık vermeleri diğer ülkeler açısından enflasyonist, fazla vermeleri ise deflasyonist sonuçlara yol açabilmektedir.

Çin'de GSYİH büyüme oranı 1982-91 döneminde yıllık ortalama %9.5'tir. 1992-2001 döneminde büyüme oranı yıllık ortalama %9.9'dur. Asya krizinin Çin'in ekonomik büyüme oranı üzerindeki etkisi diğer ülkeler dikkate alındığında, oldukça düşük olmuştur. Çin'in 1990'lardaki yüksek büyüme performansı (%9.9), 1980'lerdeki

performansını %5 civarında aşmıştır. Çin'in büyüme oranının oldukça istikrarlı bir trende sahip olduğu söylenebilir.

Çin'de enflasyon oranı olarak tüketici fiyatlarının gelişimine bakıldığında, TÜFE'nin istikrarsız bir seyir izlediği görülmektedir. 1993 (%14.7), 1994 (%24.1) ve 1995'te (%17.1) enflasyon oranı çift hanelidir. Diğer yıllarda ise oldukça düşük düzeylerde seyretmektedir. 1982-91 döneminde yıllık ortalama tüketici enflasyonu %7.1 iken, 1992-2001 dönemi için bu oran %7.3'tür. Standart sapmanın ortalamaya göre yüksek olmasında, bazı yıllarda tüketici fiyatlarındaki yüksek artış etkili olmuştur. Son on yılın enflasyon performansı, önceki on yıla göre önemli bir farklılaşma göstermemektedir. 1998'den itibaren enflasyon oranında gerilemeler başlamıştır. Çin'in, Asya krizinden enflasyon çerçevesinde belirgin bir şekilde etkilenmediği anlaşılmaktadır.

Tayvan ve Singapur, bölgenin ekonomik bakımdan güçlü ülkeleri olarak krizden enflasyon hareketleri çerçevesinde ciddi boyutlarda etkilenmemişlerdir. Ancak Singapur'da 1980'lerde enflasyon oranı ortalama %2.5 iken, 1990'larda ortalama %1.3 olmuş; Tayvan'da ise %2.1-2.3 arasındaki düzeyini korumuştur. Her iki ülkedeki enflasyon oranı son yirmi yıllık periyotta ciddi bir değişiklik göstermemiştir. Singapur'da enflasyon ortalamasına ait standart sapmanın görece büyük olması, özellikle 1998 ve 1999'da fiyat düzeyindeki gerilemelerden kaynaklanmaktadır.

Çin'de 1998-2001 arasında cari işlemler dengesi GSYİH'nın oranı olarak ortalama %1.9 dolayında fazla vermektedir. Dolayısıyla Çin'in bir cari işlemler açığı sorunu yoktur. Çin gibi, devasa bir ülkenin fazlaları kuşkusuz bölge ve dünya için durgunluğu artırmada önemli bir faktördür.

Tayvan, 1998-2001 arasında yıllık ortalama %2.2 dolayında cari fazla vermiştir. Singapur'un son dört yılda verdiği fazla ortalama olarak GSYİH'nın %24'ünü aşmaktadır. Singapur, yurtiçi üretimin bir buçuk katı kadar dış ticaret yapan 'tam açık' bir ülkedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'NİN FİNANSAL LIBERALİZASYON DENEYİMİ VE EKONOMİK İSTİKRARIN GELİŞİMİ

1. Liberalizasyon Sürecinde Ekonominin Finansal Yapısı ve Gelişmeler

Türkiye 1980 yılı itibariyle ekonomik büyüme ve kalkınmada yeni bir strateji izlemeye başlamıştır. 1960 ihtilalinin ardından geçilen ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikasının omurgasını oluşturduğu kalkınma stratejisi terk edilerek dışa açık ekonomi modeli benimsenmiştir. Benimsenen modelin temel unsurlarından birisi de liberalizasyon süreçleri ile ilgilidir.

Bu çerçevede 24 Ocak 1980'de açıklanan ortodoks nitelikli istikrar programının ışığında finansal alanda yapılan düzenlemeleri ve bu düzenlemelerin makroekonomik istikrar açısından sonuçlarını iki bölümde ele almak gerekmektedir. Bunlardan ilki, 1980-1989 döneminde yapılan düzenlemeleri (iç finansal liberalizasyon) kapsamakta olup, ikincisi 1989 sonrası döneminde yapılan düzenlemeleri (dış finansal liberalizasyon) içermektedir. Bu iki alt döneme ayırdığımız süreci incelemeye geçmeden önce bir karşılaştırma yapabilmeye imkan vermesi açısından 1980 öncesi dönemin gelişmelerini kısaca ele almak uygun olacaktır²¹⁰.

1.1. 1980 Öncesi Dönem ve Gelişmeler

İkinci Dünya ve Kore savaşları sonrasında dünya'da tarım ve hammadde fiyatlarının önemli ve sürekli düşüşler kaydetmesi, sanayileşmesini tamamlayamamış ülkeleri son derece olumsuz etkilemiş, bu durum karşısında içe dönük, ithal ikameci politikalar önem kazanmış ve uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye de bu gelişmelere bağlı olarak 1961 yılından itibaren planlı kalkınma modelini tercih etmiş, karma ekonomik modeli esas alarak istikrarlı ve hızlı büyümeyi hedeflemiştir.

İthal ikamesine dayalı sanayileşme politikasını esas alan kalkınma stratejisinin uygulandığı bu yıllara (1960-1978) literatürde "Planlı Kalkınma Dönemi" adı verilmektedir. Bu dönemde ekonominin – öngörülen yıllık %7 artış hızına uygun olarak - istikrarlı bir büyüme trendi izlediğini söylemek mümkündür. Gerçekten de 1960-78 yılları arasında, GSYİH'nın büyüme hızı Birinci Beş Yıllık Kalkınma Plan (1.BYKP)

²¹⁰ Türk Ekonomisinin 1980 sonrası gelişmelerini ele alan ve finansal liberalizasyon, küreselleşme ve sermaye hareketleri, kriz ve istikrar programları, para ve maliye politikalarının etkinliği bağlamında inceleyen bir çok çalışmada bu ayırım benimsenmiştir.

döneminde yılda ortalama %6.4 (1963-67), 2.BYKP ve 3.BYKP yıllarında ise sırası ile %6.7 (1968-72) ve %7.2 (1973-77) olmuştur. Bir karşılaştırma yapmak gerekirse; 1960-77 arasında ekonominin ortalama yıllık büyüme hızı, Türkiye ile aynı kategoride yer alan 55 orta gelirli ülkenin yaklaşık %6'lık büyüme oranının üzerinde gerçekleşmiş, Portekiz, İspanya ve Yunanistan gibi Güney Avrupa ülkelerinin aynı dönemde gerçekleştirdikleri büyüme hızlarının altında kalmıştır²¹¹.

Bu çerçevede, içe dönük politikalarda sanayileşme ve kendi kendine yeterlilik kapsamında; önemli ara malları dışında yerli üretimin yabancı rekabete karşı korunması ve ihracatı teşvik için vergi iadesi ve düşük faizli kredi olanaklarının sağlanması esas alınmıştır. Sanayileşmenin büyük ölçüde KİT'ler kanalıyla yapılması temel öncelik olarak belirlenmiştir. 1960-1970 döneminde bu politikalar ilk yıllarda başarıyla uygulanmış, ancak 1964 yılından başlayarak kamu kesimi dengesindeki bozulmaların kaynağını oluşturduğu artan cari işlemler açığı nedeniyle 1970 yılında döviz darboğazına girilmiştir. Bu gelişmelerin ortaya çıkmasında ekonominin yapısal sorunlarının yanısıra, tekrar ortaya çıkan enflasyon olgusu ve para politikasında uygulanan sabit kur rejiminin dış ticaret açıklarını ağırlaştırıcı etkisi rol oynamıştır²¹². 1970 Ağustos ayında ortaya çıkan döviz darboğazını gidermek, iç ve dış fiyatlar arasında gerekli dengeyi sağlamak gibi amaçlarla Türk Lirası'nın değeri %66.7 oranında devalüe edilmiş ve 1 dolar 9 liradan 15 liraya çıkarılmıştır²¹³.

1974 yılında yaşanan petrol şoku özellikle gelişmiş batı ülkelerinde enflasyonla birlikte üretimde gerilemelere yol açarken, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu bazı gelişmekte olan ülkeler, petrol şokunun yarattığı etkileri uzun bir zaman aralığında çözmeyi denemişlerdir. Bu süreç içinde Türkiye, petrol şokunun doğurduğu dış ödeme açığını rezerv hareketleri ve kısa vadeli dış borçlanma ile finanse etmiştir. Bu kapsamda döviz politikalarında değişiklikler yapılmaya başlanmış; ilk olarak 20 Eylül 1974 tarihinde belirtilen şartları haiz bankalara belirlenen limitler dahilinde döviz

²¹¹ A. Aydın ÇEÇEN, A. Suut DOĞRUEL, Fatma DOĞRUEL, **Türkiye'de Ekonomik Büyüme, Yapısal Dönüşüm ve Kriz**, 3. Baskı, Ege Yayınları 3, Bilim Dizisi 2, İstanbul, 1996, s.45.

²¹² A. Kemal ÇELEBİ, **Türkiye'de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal-Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F., Manisa, 1998, s.131.

²¹³ Beyhan ATAÇ, **Kuramda ve Türkiye'de İstikrar Politikası Açısından Parasal ve Mali İşlemler**, Eskişehir İ.T.İ.A. Yayınları No:131/153, Eskişehir, tarihsiz, s.29.

pozisyonu tutma, döviz kredisi verme ve faizli döviz mevduat hesabı açma yetkisi verilmiş ve uygulama 1975 yılı Mart ayında başlamıştır²¹⁴.

1976 yılında, özellikle Almanya'da çalışan işçilerin tasarruflarının değerlendirilmesinin sağlanması amacıyla Dresdner Bank aracılığıyla kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı uygulaması başlatılmıştır. 1977 yılında yetkili bankaların öngörülen bazı malların ithalatı ile kabul kredili ithalatın finansmanını kendi döviz pozisyonlarından yapabilmeleri imkanı sağlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda petrol şokunun gerektirdiği uyarılama mekanizmasının işletilmesi 1978 yılına kadar ertelenebilmiştir. Ancak, bu dönemde petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak cari işlemler hesabı açıklarının artması, kamu açıklarının kontrol altına alınamaması, çalışma barışının bozulması ve aşırı sübvansiyonlar ekonomide aşırı likidite genişlemesine yol açarak enflasyonist baskıların artmasına neden olmuştur. Kısa vadeli dış borç yükü hızla artarken, ihracatta önemli bir gelişme sağlanamamıştır.

1978 yılında başlatılan uyarılama süreci çerçevesinde ekonomik istikrar önlemleri uygulamaya konulmuştur. Faiz oranları arttırılmış, Merkez Bankası kredileri azaltılmış, TL devalüe edilmiştir. Ancak, ihracat arttırılmadığı ve dış kaynak bulma olanakları daraldığı için, bu uyarılama mekanizması, dış ödeme açığının ithalatın kısılması yoluyla azaltılması yönünde işlemiştir. Ara malları ve yatırım malları ithalatının kısılması ise bir yandan sanayide kapasite kullanım oranını düşürerek sanayi üretiminin gerilemesine, diğer yandan da yatırımların düşmesine ve işsizliğin artmasına neden olmuştur. Türkiye bu ekonomik yapı içinde 1979 yılında ikinci petrol şokunun etkilerine maruz kalmıştır. Başlangıçta bu şok da piyasalara yansıtılmamaya çalışılmış ve sonuçta 1979-1980 döneminde bu problemler ekonomiyi büyük bir döviz darboğazı içine sokmuştur.

1960-1980 döneminde para, faiz ve döviz kuru politikaları, bütün bu gelişmeler çerçevesinde iç talep artışına dayalı kalkınma stratejisinin araçları olarak kullanılmışlardır. Faiz ve döviz kurları sabit tutularak, kaynaklar selektif kredi politikaları çerçevesinde yıllık programlarda belirtilen öncelikli yatırımların finansmanında kullanılmıştır. Bu çerçevede 1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:

²¹⁴ Memduh Aslan AKÇAY, **Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**, DPT, Yayın No:2483, Ankara, 1997, s.96.

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- Kişilerin portföylerinde döviz bulundurmaları yasaktı.
- Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.
- Kalkınmada öncelikli sektörler ucuz kredi sağlanmaktaydı.
- Finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi.
- Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti.
- Kurumsallaşmış bir finansal sistem yoktu.
- Yabancı ve yerli bankaların finansal sisteme katılmalarına (entry) önemli kısıtlar getirilmekteydi.
- Şirketlerin yegane finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması nedeniyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkanları yoktu. Pay sahipliği yolu ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş, büyük başarısızlıkla karşılaşmıştı (işçi şirketleri).
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- Şirket ve banka sahipliği içice geçmişti.

Tüm yukarıda sayılan unsurlar finansal baskı hipotezinin özelliklerini oluşturmaktadır. Sonuçta bu özelliklerin mevcudiyeti finansal sistemin etkinliğini önemli ölçüde azaltmaktaydı²¹⁵.

1.2. 1980 Sonrası Dönem ve Gelişmeler

Türkiye 1980 yılının başından itibaren liberal ekonomi modelini benimsemiş ve finansal liberalizasyon sürecine girmiştir. 24 Ocak 1980 tarihinde açıklanan Ekonomik İstikrar Tedbirleri ilk aşamada yükselen enflasyon sürecine müdahale etmeyi öngörüyordu. Türk Lirası yaklaşık %70 oranında devalüe edilirken, petrol ürünleri başta olmak üzere devlet kontrolünde üretilen mal ve hizmet fiyatlarına yüksek oranlarda zam yapıldı²¹⁶. 24 Ocak Kararları'nın ardından, 1980 yılında GSMH %1.1 oranında küçülürken, yıllık enflasyon düzeyi %100'ü aştı. Ancak, işbaşında bulunan koalisyon hükümetinin gerekli siyasi iradeyi sergileyememesi sonucunda istikrar programı uygulamasının tehlikeye girdiği bir sırada, 12 Eylül 1980'de silahlı kuvvetler ülke yönetimine el koydu ve askeri rejim 1983 yılında yapılan genel seçimlere kadar sürdü. Bu durum, ülkedeki siyasi koşullarda köklü bir değişikliğe yol açmış ve istikrar programı bu siyasi koşullar altında uygulanmıştır. Bu çerçevede anayasa tümüyle değiştirilmiş, ülke sosyal açıdan yeni bir döneme girmiştir.

1.2.1. 1980-1989 Dönemi Gelişmeleri

1979-1980 yıllarında meydana gelen ikinci petrol şokunun etkilerini bertaraf etmek için özellikle sanayileşmiş ülkelerde uygulanan sıkı para politikaları, reel faizleri yükseltmiş, ağır ödemeler dengesi ve dış borç problemleriyle karşılaşan gelişmekte olan ülkeler ise bu problemi aşmak için ihracata dayalı büyüme modellerine geçmeye başlamışlardır. Ekonomide Keynesyen politikalar yerine Monetarist politikalar tercih edilmeye başlanmıştır. Bankacılık sisteminin faaliyetlerini kısıtlayan, faiz oranları tavanları, kredi limitleri, finansal piyasalara katılım engelleri gibi konularda düzenlemelere gidilerek daha liberal uygulamalar başlatılmıştır. Risklerin azaltılması amacıyla yeni finansal araçlar yaygınlaştırılmaya başlanmıştır²¹⁷.

²¹⁵ Şükrü BİNAY & Kürşat KUNTER, **Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü**, TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9803, Ankara, 1998, s.13; Metin TOPRAK, **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 1996, s.71.

²¹⁶ Kamil YILMAZ, O. Cevdet AKÇAY, C. Emre ALPER, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul, 2002, s.21.

²¹⁷ AKÇAY, 1997, s.98.

Türkiye bu gelişmeleri göz önüne alarak içinde bulunduğu ekonomik bunalımdan çıkmak amacıyla 24 Ocak 1980 Kararlarını uygulamaya koymuştur. Değişim sürecinin başlamasını sağlayan bu önlemlerle; öncelikle enflasyonun kontrol altına alınması, ihracatın artırılması, kaynak kullanımında etkinliğin artırılması, büyümenin ihracatın öncülük ettiği bir sanayileşme politikası ile gerçekleştirilmesi ve ekonominin uluslararası rekabet ortamına uygun dinamik bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır. Başlangıçta ekonomideki makro dengesizlikleri gidermeye yönelik olarak alınan kararlar daha sonra ekonomide liberalleşme politikalarına dönüşmüştür. Bu çerçevede dış ticarete, finansal piyasalarda, uluslararası sermaye hareketlerinde devletin müdahalesini azaltmaya yönelik tedbirler alınırken, kaynak dağılımında piyasa güçleri ön plana geçirilmeye çalışılmıştır. İhracat teşvik edilmiş, kur ve faiz politikaları gerçekçi ve esnek hale dönüştürülmüş, ithalat serbestleştirilmiş, sanayide kamunun payını azaltıcı ve yabancı sermayeyi teşvik edici politikalar uygulanmaya başlanmıştır.

24 Ocak 1980'de açıklanan istikrar programının temel unsuru Türkiye'nin ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi amaçlamasıydı. İstikrar programının finansal kesimi ilgilendiren bölümünde ise devletin fonksiyonlarının azaltılarak, bütçe açığının daraltılmasının ve sistemin fonlarının yönünü finansal sektöre çevirme isteğinin bulunduğu söylenebilir.

Yapısal reformlara dayanan istikrar programlarında serbest piyasa ekonomisinin artacak rolü vurgulanmakta ve makroekonomik istikrar ve ekonomik büyümenin, kaynakların en etkin bir biçimde kullanılması ile mümkün olacağı, bunun için de finansal liberalleşmenin programın ayrılmaz bir parçası olduğunun altı çizilmektedir.

1.2.1.1. 1982 Bankerler Krizi²¹⁸

Yapısal uyum programının bir parçası olan finansal sektörde liberalleşmenin 1980 Temmuz ayında başlatıldığı söylenebilir. İlk olarak mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılarak bankacılık sektöründe rekabetin artırılması, reel faiz yoluyla yurtiçi tasarrufların yukarı seviyelere çekilmesi ve bu şekilde finansal sektöre derinlik kazandırılması amaçlanmıştır. Bunun yanısıra bankaların mevduat sertifikası

²¹⁸ Türkiye'de genel bir tanımla ekonomik krizlerin yeni bir olgu olduğunu söylemek mümkün değildir. 1923'te kurulan Türkiye Cumhuriyeti günümüze kadar olan süreçte çeşitli krizler yaşamıştır. Tarih düşürmek gerekirse 1958, 1970, 1979 krizleri örnek verilebilir. Ancak, 1980 öncesi yaşanan krizler daha çok mal ve emek piyasalarının gelişmediği, döviz piyasası ile para piyasalarının mevcut olmadığı ortamlarda doğmuş olan krizlerdi. Bu yapılarıyla da finansal liberalleşmeye bağlı veya küresel kaynaklı olmaktan uzaktılar. Muhammet AKDİŞ, **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 2000, s.113.

çıkarmalarına izin verilmiş ve vadeli mevduata uygulanan hükümler bu sertifikalar için de geçerli kılınmıştır. Rekabete hazır olmayan bankacılık sektörünün faizlerin serbest bırakılmasına tepkisi, büyük bankaların aralarında anlaşarak faizlerin belli bir düzeyin üzerine yükselmesini önlemek şeklinde olmuştur.

Finansal sistemi derinleştirmek amacıyla sağlanan serbesti, banka ve bazı holdinglerin “aracı kurumlar” kurmaları ve bu kurumlara mevduat sertifikalarını iskonto ile satmaları ile devam etmiştir. Aynı sertifikalar gene halka daha yüksek fiyatla satılmış ve buradan elde edilen tasarruflar genelde yüksek riskli yatırımlarda değerlendirilmeye çalışılmıştır. Halka, aracı kurumlar tarafından (bankerler) genelde mevduat sertifikalarının kendisi değil, senet verilmiştir²¹⁹. Bazı bankaların başlattığı bu uygulama, daha önce büyük bankaların aralarında yaptıkları ve 1 yıllık mevduata %30 faiz verilmesini öngören anlaşmayı (Centilmenlik Anlaşması) bozulmasına yol açmış, bankalar mevduatlarını arttırmak amacıyla faizleri önemli ölçüde yükseltmişlerdir. Sistem, sürekli mevduat sertifikası üreten ve bunu halka çok kere pazarlayan bir duruma dönüşmüştür (Ponzi Game)²²⁰.

Bu gelişmeler hiç kuşkusuz mevduatın bankalara olan maliyetini önemli ölçüde yükseltmiştir. Mevduatın yükselen maliyeti kredi kullanan firmaların durumlarını güçleştirmiş, bankaların geri ödenmeyen kredileri sonucunda mevduat faizleri daha da artmıştır. Özellikle küçük bankalar yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla faizlerini daha da yüksek seviyelere çekmek zorunda kalmışlardır. Bazı büyük bankaların da faiz yükseltme yarışına katılması 1982 yılında faizlerin daha da artmasıyla sonuçlanmıştır.

1982 yılında Hisarbank'ın 1 yıllık mevduata %80 faiz önermesiyle yeni bir dönem başlamıştır. Enflasyonun %30'lar düzeyinde olduğu bir ekonomik ortamda bu seviyede bir faiz, hükümet yetkilileri ile bankaların bir araya gelmesini gerekli kılmıştır. Toplantı sonucunda alınan önlemler şu şekilde sıralanabilir:

²¹⁹ Türk ekonomisinde bankerler uzun yıllardan beri faaliyet göstermekteydi. 1447 Sayılı Kanuna göre faaliyetlerini sürdüren ve “borsa bankerleri” olarak adlandırılan bu kuruluşlar firmaların çıkardığı tahvilleri komisyon karşılığında halka pazarlıyorlardı. Burada sözü edilen bankerler “para piyasası bankerleri” ya da kısaca “piyasa bankerleri” olarak adlandırılmaktadır. Faizlerin serbest bırakılmasından sonra 1981 yılı başında sadece İstanbul'da 1000'den fazla piyasa bankerleri vardı ve bunlara ilişkin herhangi bir yasal düzenleme olmadığı için yeterli sermayeleri yoktu. Kriz başlayıncaya kadar yerel yönetimden aldıkları basit bir ruhsatla işe başlayabilen bu bankerlerin arasında esas mesleği marangozluk, garsonluk olanlar mevcuttu. 1982 yılındaki bu banker krizinde pozitif reel faiz oranlarının oluşması için para otoritesinin bilerek piyasaya müdahale etmediği de ileri sürülmektedir. Murat A. YÜLEK, **Financial Liberalization and The Real Economy, The Turkish Experience**, Capital Markets Board of Turkey Publication Number:110, Ankara, 1998, p.13.

²²⁰ A. İhsan KARACAN, **Bankacılık ve Kriz**, Creative Yayıncılık, İstanbul, 1997, s.215.

- Bankaların mevduat sertifikalarının aracı kurumlar vasıtasıyla satılmasının durdurulması,
- Bankaların ortak faiz uygulamaları konusunda zorlanmaları
- Anlaşmaya uyulmaması durumunda çeşitli yaptırımların uygulamaya konulması.

Yaşanan paniği önlemek amacıyla Merkez Bankası piyasaya likidite vermeye devam etmiş, 1983 yılının Ocak ayında Merkez Bankası faiz oranlarını yeniden düzenlemiş ve faizlere sınır getirmiştir. Bu arada 4 banka kamulaştırılmış (İstanbul Bankası, Hisarbank, Odibank ve Bağbank), 5. banka olan İşçi Kredi Bankası ise İşbankası'na geçmiştir. Serbest faiz uygulamasının sürdüğü 18 aylık süre içinde 5 banka ve onlarca aracı kurum batmıştır. Finansal krizin ekonomiye maliyeti GSMH'nin %2.5'i kadardır²²¹.

1982 yılında yaşanan kriz, finansal sistemin yakından izlenebilmesi açısından denetim ve gözetimin ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Bu amaçla sınırlı bir mevduat sigortası sistemi 1983 yılı içerisinde hayata geçirilmiştir. Sadece vadeli tasarruf mevduatının korunduğu bu yasada mevduatların 3 milyon TL'ye kadar olan bölümlerinin %100'ü, 3-6 milyon TL arasında olan bölümlerinin ise %60'ı sigorta kapsamına alınmıştır. 6 milyon TL'nin üzerine ise koruma sağlanmamıştır. Bu sigortanın kaynağı olarak ise, tasarrufların bir bölümünün "Tasarruf Mevduatı Kurumu"na verilmesi düşünülmüştür. Bu düzenlemeye göre, sermaye yeterlilik rasyosu %8'in üzerindeki bankalar vadeli mevduatları toplamının %0.25'i, diğer bankalar ise %0.26'sı oranında katkıda bulunacaktır. Diğer taraftan finansal aracılığın (financial intermediation) maliyetini azaltmak amacıyla mevduat faizi gelirinden elde edilen stopaj vergileri 1983 ve 1984 yıllarında düşürülmüştür.

1983 yılında yapılan bir yasal düzenleme ile Bakanlar Kurulu'na geri dönmeyen krediler konusunda yetki verilmiştir. Bu düzenlemeye dayanarak 1985 yılında çıkarılan kararnamede, bankaların gecikmiş alacaklarına karşılık olması amacıyla ihtiyati karşılık ayırma zorunluluğu getirilmiştir. Yine 1983 yılında çıkarılan bir yasa ile 1986 yılından başlamak üzere Türkiye'deki tüm bankaların tek düzen hesap planına dahil olmaları zorunluluğu getirilmiştir.

²²¹ BİNAY & KUNTER, 1998, s.17.

1984 yılında yurtiçinde ikamet edenlerin döviz taşımaları, ticari bankalarda döviz cinsinden hesap açtırmaları, nakit döviz çekmeleri ve yurtdışına transfer etmeleri imkanı getirilmiştir. Döviz tevdiat hesaplarına uygulanacak faiz oranı konusunda banka ve müşteri arasında pazarlık yapılabilmesi, fakat uygulanacak oranların Euro piyasasında oluşan faizlerin üzerine çıkmasına izin verilmemesi kararlaştırılmıştır. Bu uygulamanın amacı bankacılık sisteminin kaynaklarını artırmak, bankaların yurtdışında bulunan döviz rezervlerini yurtiçine çekmek ve sermaye çıkışını durdurmaktır. Böyle bir uygulamanın olumlu etkilerinin yanısıra düzenlemenin enflasyonist bir ortamda yapılması TL'nin daha güçlü bir para ile ikame edilmesini sonucunu doğurabilecekti ki bu sonuca kısa sürede ulaşıldı. Döviz ikamesini önlemede uygulanacak en etkin yöntem hiç kuşkusuz TL varlıkların getirisini arttırmaktı. 1984 yılının Ağustos ayında ve 1985 yılının Haziran ayında mevduat faiz oranlarının arttırılması bu nedene bağlanabilir²²².

Bir diğer değişiklik makro para politikası kararlarını uygulamada ve hedeflerine ulaşmada Merkez Bankasının kullandıkları araçlardan biri olan reeskont kredilerinde yapılmıştır. Bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını karşılama ve kısa vadeli faiz oranlarını etkileme özelliği olan bu araçta yaşanan çeşitlilik azaltılarak ihracata yönelik reeskont kredilerine öncelik verilmeye başlanmıştır²²³.

Kamu finansman açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmasının likidite üzerinde yarattığı olumsuz etkiler nedeniyle, finansmanın iç borçlanma ile karşılanması çerçevesinde Mayıs 1985 tarihinde Hazine, ihaleli bono ve tahvil satışına başlamıştır. Her hafta Merkez Bankası tarafından yapılan ihaleler (miktar ihalesi) Hazine'nin ne kadar borçlanacağını açıklamaları ve piyasada oluşan serbest faiz düzeni üzerine kurulmuştur.

1986 yılı Merkez Bankası bünyesinde piyasaların oluşturulmaya başlandığı yıl olmuştur. 1986 Mart ayında Bankalararası Para Piyasası, 1987 Şubat ayında Açık Piyasa İşlemleri, 1988 yılının Ağustos ayında Döviz-Efektif Piyasası, 1989 Nisan ayında ise Altın Piyasası kurulmuştur.

Bu piyasaların kurulma amacı atıl tasarrufların finansal sisteme girişini hızlandırmak, alternatif yatırım alanları yaratmak, fiyatların serbestçe piyasada

²²² BİNAY & KUNTER, 1998, s.22.

²²³ Gazi ERÇEL, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", **İktisat İşletme Finans**, Yıl 11, Sayı 129, Aralık 1996, s.7

oluşmasını sağlamak, bunlardan daha önemlisi ise bankalar için fon idare yönteminin oluşturulmasına öncülük edilmesidir. Bu gelişmeler bankalara alternatif piyasalarda arbitraj imkanı sağlamıştır.

1986 yılı para politikası uygulaması yönünden bir geçiş döneminin başlangıç yılı özelliğini taşımaktadır. Para politikasında özel ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahale yerine, toplam rezervlerin kontrolüne yönelik para ve kredi politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Bu amaçla çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankasına bankacılık sistemini vergilendirirken onların rezervlerini de kontrol etme imkanı sağlayan dispo­nibilite ve münzam karşılıklar daha etkin şekilde düzenlenmiştir. Reeskont politikasının yalnızca orta vadeli kredilerle sınırlandırılması ve otomatik kredi temin mekanizmasının ortadan kalkması, bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılayabilecekleri bir mekanizma gerektirmiştir. Bu mekanizma Mart 1986'da uygulamaya konulan Bankalararası Para Piyasası'dır (Interbank Piyasası). Rezerv fazlası ve ihtiyacı olan bankaları karşı karşıya getirerek, bankaların rezerv yönetimini kolaylaştıran Bankalararası Para Piyasası, ayrıca, Merkez Bankası'nın bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmesine de imkan sağlamıştır. Bu önlemlerle mevduat bankaları rezervlerinin izlenmesi, rezervlerin açık piyasa işlemleri ile yönetilmesinde ilk adım olmuştur.

1986 yılında, 1983 yılında yapılan yasal düzenlemeye uygun olarak, bankacılık sisteminin gözetim ve denetiminin daha etkin olarak yapılabilmesi amacıyla tek düzen hesap planı uygulamaya konulmuş, sermaye piyasasının gelişmesi amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyete geçirilmiş, banka bonosu, finansman bonosu, banka garantili bonolar gibi yeni araçlar sisteme kazandırılmıştır. Döviz piyasalarında istikrarın sağlanması amacıyla zorunlu döviz devirleri, döviz pozisyonu, likidite oranı ve kur riski oranı ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Yine aynı yıl bankaların denetiminin artırılması amacıyla Merkez Bankası'nda "Bankaları Gözetim Müdürlüğü" kurulmuştur.

Bütün bu gelişmeler açık piyasa işlemlerinin yapılabilmesi için gerekli altyapıyı hazırlamış ve 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri de para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Açık piyasa işlemlerinin kamu kağıtları ile yapılabilmesi, devlet tahvilleri için ikincil piyasanın oluşturulmasına ve iç borçlanmanın günün koşullarına göre yürütülmesine de katkıda bulunmuştur. 1987 yılında menkul kıymet yatırım fonu, gelir ortaklığı senedi, dövize endeksli senetler ve kâr/zarar ortaklığı

senetleri gibi yeni finansal araçlar sisteme kazandırılmıştır. Özel kesim tahvillerinin faiz oranları serbest bırakılmıştır.

1.2.1.2. 1988 Krizi ve 4 Şubat Kararları

Finansal liberalizasyon sürecindeki Türk ekonomisi 1988 yılında bir kriz daha yaşamıştır. Düşük enflasyon oranlarına paralel olarak 1986 yılından başlamak üzere faiz oranları kademeli olarak düşürülmüştür. Faiz oranlarının düşmesine paralel olarak ise enflasyon oranı 1986 yılı sonunda düştüğü %24.5'lik düzeyinden, 1987 yılı sonunda %48.9'a çıkmıştır. 1987 yılının sonundan başlamak üzere faiz oranları negatife dönmeye başlamıştır. 1988 Şubat ayında TL'den kaçıışı durdurmak ve enflasyonu kontrol altına almak amacıyla faiz oranları tekrar yükseltilmiştir. Enflasyonun hızlanma dönemine girmesi nedeniyle reel faiz oranları negatif düzeyini bir müddet daha devam ettirmiştir. Sonuç olarak Merkez Bankası mevduat faiz oranlarını bir kez daha serbest bırakmak zorunda kalmıştır. Ancak faizlerin kontrolsüz yükselişi, Merkez Bankası'nın piyasalara müdahalesini tekrar gerekli kılmıştır. Merkez Bankası bu defa faizlere üst limit getirmiş, bankalardan ileriye dönük faiz oranlarını açıklamaları beklenmiştir. Tedbirler sadece faizlerle sınırlı kalmamış, zorunlu karşılık ve disonibilite oranları yükseltilirken, zorunlu devirlerin gecikme cezaları artırılmıştır.

Ekonomideki dengesizlikleri giderebilmek, TL cinsinden tutulan tasarrufların çekiciliğini artırmak, ithalatı frenlemek, ihracatı tekrar canlandırmak ve kamu harcamalarını kısarak ekonomideki aşırı ısınmayı soğutmak amacıyla 4 Şubat 1988 tarihinde yeni önlemler uygulamaya konulmuştur. Faizler yükseltilmiş, ihracat teşvik edilmiş, kamu malları fiyatları artırılmış, kamu açığının kapatılması amacıyla kamu yatırımları kısılmıştır. Bu önlemler sonucunda imalat sanayiinde durgunluk başlamış, cari işlemler dengesi fazla vermiştir. Ancak, yılın ikinci yarısında enflasyon yükselmiş, finansal piyasalarda dengeler bozulmuş, TL yeniden baskı altına girmiştir. Bu dengesizlikleri giderebilmek amacıyla Ekim 1988'de mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Ancak faizler hızla yükselmiş ve ekonomide durgunluğun 1989 yılına sarkmasına neden olmuştur.

1.2.2. 1989 Sonrası Dönemi Gelişmeleri

1990'lı yıllarda dünya ticaretinin geliştirilmesi hususunda önemli adımlar atılırken, ekonomik bloklasmalar da önem kazanmaya başlamıştır. Avrupa Birliği, NAFTA (Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi) ve Pasifik Bölgesinden oluşan üç kutuplu bir yapısal oluşum çerçevesinde, ülkelerin ekonomi politikalarında birbirlerine olan bağımlılığı da artmıştır.

1980'li yıllarda piyasa ekonomisi ağırlıklı ve dışa açık büyüme stratejileri çerçevesinde uygulanan ekonomi politikalarına 1990'lı yıllarda da devam edilmiştir. Bu dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde işsizliğin önemli bir sorun haline geldiği, kamu açık ve borçlarının büyüdüğü gözlenmiştir.

Bu dönemin en belirgin özelliği sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve Lira'nın konvertibl hale getirilmesidir. Başka bir ifade ile Türk Ekonomisinde 1980 yılı ile başlayan finansal liberalizasyon süreci bu dönemde alınan kararlar ile tamamlanmıştır. Bu kararlardan en önemlisi 11 Ağustos 1989 tarihinde yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'dır. Temel esası döviz işlemleri ile sermaye hareketlerini tümüyle liberalleştirmek olan bu kararın uygulamadaki amacı:

- daha liberal bir döviz sistemi oluşturmak, Avrupa Birliği ve diğer finansal piyasalarla bütünleşmeyi kolaylaştırmak,
- menkul kıymetlerin yurtiçi ve dışında alım-satımı önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak,
- sermaye hareketlerini serbestleştirmek, bu şekilde bankaların yurtdışından kredi bulmasını sağlamak olarak açıklanmıştır.

Bu yeni önlemler ile TL'nin konvertibl bir para olmasının yolu açılmıştır. 1990 yılının Şubat ayında da TL, Uluslararası Para Fonu ile yapılan anlaşmanın 8. Maddesi uyarınca konvertibl bir para olarak ilan edilmiştir. 32 sayılı Karar ve diğer düzenlemelerle; ithalatta tarife dışı engeller büyük ölçüde kaldırılırken, koruma oranları düşürülmüş, ihracata vergi iadesi (nakdi teşvikler) kaldırılmış, Türk Lirası konvertibl hale getirilmiş, yurtiçi-yurtdışı sermaye hareketlerindeki sınırlamalar büyük ölçüde kaldırılmıştır. Bankaların uluslararası normlara uygun hale getirilmesi amacıyla Bankalar Kanununda değişiklikler yapılmıştır.

Ayrıca, Ağustos 1989'da yabancıların borsada kayıtlı hisse senetlerini edinebilmeleri, Türkiye'de yerleşik kişilerin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları serbest bırakılmıştır. Konut sertifikası ile değişken faizli tahviller sisteme kazandırılmıştır.

Para politikası amaçlarına ulaşmak için ekonomik konjonktürdeki gelişmeler çerçevesinde 1980 öncesi dönemde ağırlıklı olarak dolaysız para politikası araçlarını kullanan Merkez Bankası, 1980-1988 döneminde dolaysız para politikası araçlarından dolaylı araçlara geçmeye başlamış, 1989 sonrasında ise dolaylı para politikası

araçlarından piyasa bazlı araçları ağırlıklı olarak kullanmaya başlamıştır. Orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına son verilmiştir.

1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile başlayan kısa vadeli dış kaynak girişinin yanısıra, ithalatta koruma oranlarında gerçekleştirilen hızlı düşüşler, reel ücretlerdeki hızlı artışlar ve yeni finansal araçların getirdiği imkanlar iç talebin önemli ölçüde canlanmasına yol açmıştır. Öte yandan 1989 yılında reel ücretlerdeki önemli sıçrama iç talebi canlandırırken ekonomiyi yüksek bir büyüme devresine sokmuştur.

Döviz işlemlerinin liberalleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, para politikalarının uygulanmasını karmaşık ve güç bir hale getirmiştir. Merkez Bankası bir yandan faizleri gözetirken, diğer yandan TL'nin istikrarını sağlamak amacıyla döviz piyasalarına müdahale etmek durumunda kalmıştır.

1990 yılında Merkez Bankası ilk defa "Para Programı" açıklamıştır. Kendi bilançosu üzerinden seçtiği büyüklüklere limitler koyan Merkez Bankası, programın amacını bilançosunun kompozisyonunu değiştirmek olarak açıklamıştır²²⁴.

Programın hedefleri şu şekilde açıklanmıştır:

1. Merkez Bankası Bilançosu
2. Merkez Bankasının iç yükümlülükleri
3. Merkez Bankasının toplam iç varlıkları
4. Merkez Bankası Parası

Para Programı hedefleri genelde tutturulmuş, fakat program sonunda TL aşırı değerli bir şekilde kalmıştır. 1990 yılında finansal dengede başlayan bozulma kötüleşerek devam etmiştir²²⁵. 1990 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG) GSMH'ya oranı %7.4 iken 1991'de bu oran %10.2'ye yükselmiştir.

1991 yılında finansal kesimdeki bozulma ve Körfez Krizi'nin döviz kuru üzerinde yarattığı baskı nedeniyle Merkez Bankası para programını açıklayamamıştır. Esas itibarıyla 1991 yılındaki Merkez Bankası politikası, rezervlerde büyük kayba yol açmadan kurlar üzerinde anormal bir baskının yaratılmasını önlemeye çalışmak olmuştur. 1983 yılında %10 olan disponibilitate oranı 1991 Mart ayında %35'e

²²⁴ BİNAY & KUNTER, 1998, s.28.

²²⁵ Ömer Faruk ÇOLAK, **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, 3.Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2001, s.31.

yükseltilmiştir. Özel sektörün kaynaklarını, kamu kesimine aktarma mekanizmasının en açık şekillerinden biri olan dispoñibilite oranının bu denli artırılması, kamu kesiminin finansal sistem üzerindeki baskısını gittikçe artırması şeklinde yorumlanabilir. Bu arada 1990 yılında para programı ile birlikte açıklanan uzun vadeli bilanço hedeflerinde önemli sapmalar gerçekleşmiştir.

Körfez Krizi'nin etkileri devam ederken 1992 yılında Merkez Bankası bir para programı daha açıklamıştır. Fakat gerek Hazine'nin kısa vadeli avansı yılın başında kullanıp bitirmesi, gerekse seçimin yarattığı harcamalar sonucu bozulan kamu dengesi programın uygulanmasını imkansız hale getirmiştir. 1992 yılında KKBG'nin GSMH'ya oranı 1991'in de ötesine giderek %10.6'ya ulaşmıştır.

1993 yılında ekonomi hızlı bir şekilde büyümüştür. Yüksek büyüme hızının altında iç talep genişlemesi yatmaktadır. İç talep genişlemesinin üç temel nedeni bulunmaktadır. İlki, yüksek kamu açığının GSMH içindeki payının 1980 yılından sonra tarihsel olarak en yüksek düzeyine ulaşması, ikincisi yurtdışından ucuz kaynak sağlayan bankacılık sektörünün kredilerindeki önemli reel artışın yarattığı finansman desteğidir. Sonuncusu ise 1989-1990 döneminde kurlardaki değerlenmenin yüksek büyümeyle beraber yatırım talebini arttırmasıdır. Tüm bu gelişmeler sonucunda dışarıdan kaynak ihtiyacı artmış ve cari işlemler açığının GSMH'ya oranı 1980 yılından bu yana rekor düzeye ulaşmıştır.

1993 yılı para ikamesinin hız kazandığı bir yıl olmuştur. Döviz tevdiat hesaplarının kabul edilmeye başlandığı 1984 yılından itibaren ilk defa DTH'larının GSMH içerisindeki payı, vadeli tasarruf mevduatının payını geçmiştir. 1993 yılının son aylarında finansal piyasalarda istikrarsızlığın artması ve döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar ekonomide geleceğe ilişkin kötümser beklentileri arttırırken belirsizlik ortamını da beraberinde getirmiştir.

Yükselen kamu açıklarına bağlı olarak artan iç faiz oranları sıcak para girişini hızlandırmış ve TL'nin reel olarak aşırı değer kazanmasına neden olmuştur. Bu gelişme işgücü maliyetindeki reel artışlar, doğrudan ve dolaylı ihracat teşviklerindeki azalma ile birleşerek Türk ekonomisinin rekabet gücünü hızla kaybetmesine yol açmıştır. Sonuçta, yüksek kamu açıklarından kaynaklanan ekonominin iç dengesizlikleri dış dengede de hızlı bir bozulmaya neden olmuş, ithalat hızla artmış, ihracat yavaşlamış ve dış ticaret açıkları önemli boyutlara ulaşmıştır. Bankaların açık pozisyon yoluyla sağladıkları kaynakların yanısıra, repo, varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK), A Tipi Yatırım Fonları

gibi yeni finansal araçlarla da fon temini, yüksek kamu açıkları, Merkez Bankasının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü zayıflatmıştır.

Hızla bozulan iç ve dış dengeler 1994 yılı başında para, sermaye ve döviz piyasalarında ciddi bir krize yol açmıştır. Bu durumun oluşmasında 1994 yılı başında yüksek kamu açıklarına rağmen faizlerin düşük tutulma isteğinin finansal piyasalarda tansiyonu artırması²²⁶ ve Hazinesin kısa vadeli avansı yılın hemen başında kullanılmasıyla piyasalarda oluşan aşırı likiditenin döviz üzerinde yarattığı baskının da önemli rolü vardır.

1.2.2.1. 1994 Krizi ve 5 Nisan Kararları

Türk ekonomisi dış finansal liberalizasyon sürecinde ilk krizini 1994 yılı başında yaşamıştır²²⁷. 1993 yılı sonlarından başlayarak etkisini göstermeye başlayan 1994 yılının ilk aylarında zirveye çıkan krizin iki temel nedeni bulunmaktadır²²⁸:

- 1989 yılında sermaye hareketlerinin liberalleştirilmesi ve bankaların yurtdışından sağladıkları ucuz kaynaklarla Hazine'yi fonlaması ve Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele çerçevesinde TL'yi değerli tutmaya çalışma politikasının yarattığı bankaların açık pozisyonlarının tehlikeli boyutlara ulaşmış olması,
- 1989 yılında şok olarak verilen yüksek ücret zamlarının iç talebi körüklemesidir.

Ayrıca Monetarist içerikli "kurala göre" politikalardan, Keynesyen içerikli "duruma göre" politikalara dönüş sürecinde büyük yanlışlıkların yapılması da krizin en önemli nedenlerinden biri olarak görülmektedir²²⁹.

Kısa vadede; enflasyonu düşürüp ekonomiyi hızla istikrara kavuşturmak, finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamak, orta vadede finansal piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek kamu açıklarını daraltmak, uzun vadede ise dış talebe dayalı bir büyüme yapısı oluşturmak ve ekonomik istikrarı sürekli kılacak yapısal reformları başlatmak gibi amaçlarla 5 Nisan 1994 tarihinde Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konulmuştur. Alınan önlemler çerçevesinde Merkez

²²⁶ KARACAN, 1997, s.178.

²²⁷ AKDIŞ, 2000, s.114.

²²⁸ BİNAY & KUNTER, 1998, s.32.

²²⁹ Kutlu Tekin COŞKUN, **Ekonomik Krizler**, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi:11, Ankara, 2004, s.54.

Bankasının özerkliğini artırıcı, kamu açıklarının azaltılmasını sağlayıcı, bankaların denetimini ve parasal kontrolü artırıcı düzenlemeler yapılmıştır.

5 Nisan Kararları ile birlikte para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için finansal piyasalar ile ilgili bir çok yeni düzenleme yürürlüğe konmuştur. Öncelikle, Merkez Bankası ile Hazine ve diğer kamu kuruluşları arasında var olan kredi ilişkisi yeniden düzenlenmiştir. Merkez Bankası parasal kontrolü artırabilmek ve piyasalarda kaybolan güveni sağlayabilmek amacıyla mevduat munzam karşılık oranları ve disponibilitate sisteminde değişikliğe gitmiştir. Bankaların tüm pasifleri üzerinden disponibilitate alınmaya başlanmış ve DTH lehine çalışan munzam karşılık uygulaması, TL mevduatlar lehine değiştirilmiştir. Bu arada bankalarda bulunan tasarruf mevduatının tümü güvence altına alınmıştır. IMF ile yapılan stand-by anlaşması doğrultusunda parasal bir çerçeve hazırlanarak 1994 Mayıs ayında uygulamaya konulmuştur. Parasal hedeflerin tamamı tutturulmuş ve yıl sonunda ekonomide istikrar büyük ölçüde sağlanmıştır.

Krizi takip eden yıl olan 1995'te yılının ilk on ayında uygulanan para politikası, 1994 yılı son yarısında uygulanan politikaların devamı niteliğindedir. Bu dönemde Merkez Bankası enflasyon ile mücadelede kurları nominal bir çıpa olarak kullanmayı sürdürürken, kur politikasının kredibilitatesini artırmak için dış varlık artışına önem vermeye devam etmiştir. Ekim ayı ile birlikte ekonominin bir seçim atmosferine girmesi piyasalarda öncelikle kurlar üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratmıştır. Serbest piyasalarda döviz satarak kurların dengede tutulmasının güçleşmesi Merkez Bankası'nın para politikasını yeni şartlara göre ayarlamasını zorunlu kılmıştır. Bu nedenle Merkez Bankası ileriye dönük olarak kur açıklamasına başlamış, böylelikle de Hazine'nin iç borçlanma yolu açılmıştır.

Belirsizlik içinde girilen 1996 yılında, Merkez Bankası reel döviz kurlarının istikrarlı hareket etmesini amaçlamış ve kurları yıl boyunca gözetmiştir. 1997 yılı da, 1996 yılından farklı olmamış siyasi belirsizliğe rağmen piyasalarda istikrar sağlanmış ve kurlar gözetim altında tutulmuştur.

1997-1999 yılları krizlerin yaşandığı, dünya üretim ve ticaret hacminin daraldığı bir dönem olmuştur. Bu durumdan en fazla gelişmekte olan ülkeler etkilenmiştir. 1998 yılında dünya ekonomisinde reel sektörü daraltan ve finansal krizlerin derinleşmesine neden olan olumsuzlukların giderilmesi amacıyla gelişmiş ülkeler tarafından para politikalarının gevşetilmesi, faizlerin düşürülmesi ve kriz yaşayan ülkelere yönelik finansal yardımlar şeklinde alınan önlemlere rağmen gelişmekte olan ekonomilerde

durgunluk ve daralma devam etmiştir. 1997 Asya, 1998 Rusya ve 1999 Brezilya krizleri gelişmekte olan ülkelerin hem mâli piyasalarını hem de reel sektörlerini önemli oranda etkilemiştir. Bu ekonomilerde, bir yandan üretim ve harcamalar daralırken, diğer yandan da azalan uluslararası rezervler ve genişleyici bütçe açıkları yeni ekonomik çözüm arayışlarını gündeme getirmiştir²³⁰.

Türkiye ekonomisinde 1994 İstikrar Programının etkisiyle 1995 yılından 1998 yılının ilk yarısına kadar olumlu gelişmeler yaşanmış, ancak 1998 yılının ikinci yarısından itibaren ülke ekonomisindeki yapısal sorunlara dünya krizinin etkilerinin de eklenmesiyle ekonomide daralma yaşanmış, 1999 yılında ekonomik daralma daha da derinleşmiştir²³¹.

Yaşanan kriz, ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, genelde Asya ekonomileri, yerel para değerinin düşmesi, sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması, uygulanan politikalara bağlı olarak iç talepte daralma, işsizlik oranında artış ve piyasalarda etkinliğin kaybolması gibi sonuçlar doğurmuştur.

Belirsizlik, insanların gelecekteki gelirlerini harcayamamasına neden olarak tüketimi azaltmıştır. Faiz oranları, risk priminin yükselmesi sonucunda artış göstermiş ve bu durum yatırımların durma noktasına gelmesine neden olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmeler, enflasyonu yükseltmiş ve reel ücretlerin önemli ölçüde azalmasına neden olmuştur. Gerek bireylerin gerekse de işletmelerin kazançlarındaki beklenmeyen bu düşüşler vergi gelirlerini önemli ölçüde etkilemiştir. Bununla birlikte, Asya ülkelerinde, bankaların ve işletmelerin yabancı para cinsinden yapmış olduğu borçlanmalar, problemlili krediler şeklinde temel sorun olarak ortaya çıkmış ve sonrasında finansal kuruluşların piyasalardan fon temin etmeleri güçleşmiş ve tüm bu gelişmeler dış kredi hacminin daralmasına yol açmıştır.

Türkiye ekonomisi, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren, içeride biriken sorunların taşınmaz hale gelmesi ve dışarıdaki gelişmeler üzerine yeniden ağırlaşan bir krize sürüklenmiştir. Asya ve Rusya'da yaşanan ekonomik kriz Türkiye'yi yeni bir stagfasyona sürüklemiştir. Sözü edilen bölgelerde yaşanan kriz üzerine başta ABD olmak üzere G-7 ülkelerinin krizdeki ülkelere sermaye aktarmaları, uluslararası kısa vadeli sermaye akımını etkilemiştir. Türkiye'den birkaç ay içinde 7 milyar dolar gibi bir

²³⁰ COŞKUN, 2004, s.68.

²³¹ Aysu İNSEL, "Türkiye Ekonomisinde Tüketim Davranışı", **İktisat İşletme ve Finans**, Haziran 2001.s.43.

sermaye çıkışı olmuştur. Bu arada, Asya ülkelerinin ihracatlarını arttırmak için devalüasyona gitmeleri ve dumping uygulamaları Türkiye'nin ihracatını etkilemiştir. Tüm dünyada talep daralması yaşanmaya başlanmış, ülkeler arası rekabet yoğunlaşmıştır. Başta tekstil ürünleri olmak üzere, Asya ülkeleri ile rekabet ettiğimiz ürünlerin dış satımında ciddi güçlükler yaşanmıştır. Türkiye'de öncelikle tekstil sektörü 1998 yılının ikinci yarısından itibaren krizden etkilenmiş, sonra kriz, otomotiv sanayiini ve öteki sektörleri etkisine almıştır²³².

Kriz sırasında İMKB, kuruluşundan sonraki ikinci en büyük düşüşü yaşamıştır. İMKB %13.12 oranında düşerek 2603 puana gerilemiştir. Yaşanan belirsizlik, Türkiye ekonomisini büyük bir krize sürüklerken Hükümet, duruma müdahale etmiş ve iki kez önlem almak zorunda kalmıştır. Bu önlemler sayesinde İMKB'deki hızlı düşüşün önüne geçilmiş, kararların ertesinde Hazine kağıtlarının faizleri büyük ölçüde gerilemiştir²³³.

Rusya'da krizin ağırlaşması, Türkiye'nin seçim ortamına girmesi, özellikle tekstil ve otomotiv sektöründeki yapısal sorunlar, Hükümeti 11 Aralık 1998 tarihinde üçüncü defa önlem almaya mecbur bırakmıştır. Ekonomik Krize Çözüm Paketi özetle şöyledir:

- Türkiye'ye dumpingli ithalat önlenecektir.
- Dahilde işleme rejimi kapsamında Türkiye'ye getirilip iç piyasaya verilen mallara karşı yeni önlemler alınmıştır.
- İhracatın artırılması amacıyla, ihracatın ve sanayicilerin finansman maliyetlerinin azaltılması için Eximbank'a kaynak aktarılmış, Bankanın sermayesi yükseltilmiştir.
- Tekstil sektörünü rahatlatmak amacıyla tarım satış birliklerinin ellerindeki pamuk stoklarının 6 aya kadar vade ve faizsiz olarak sanayicilere verilmesi kararlaştırılmıştır²³⁴.

Türkiye, 1998 yılında Vergi Reformunu gerçekleştirerek önemli bir finansal yapı düzenlemesi yapmıştır. Reform, gelirin tanımını değiştirerek, kapsamını genişletmiş, 30 Eylül 1998 tarihini, Mali Milat olarak belirlemiştir. Yasa, 30 Eylül'de kayıt dışı kaynakların bankalarda 1 gün süreyle bloke edilmesi zorunluluğunu getirmiş, bunun

²³² Hüseyin ŞAHİN, **Türkiye Ekonomisi**, 6.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2000, 228-229.

²³³ COŞKUN, 2004, s.70.

²³⁴ Rıdvan KARLUK, **Türkiye Ekonomisi**, 6.Baskı, Beta Basın Yayım Dağıtım, İstanbul, 1999, s.423.

yapılması halinde, geçmişe yönelik inceleme yapılmayacağı taahhüdü verilmiştir. Böylece yaklaşık 25 milyar dolarlık para, sermaye aktarımı ve yeni şirket kurulması yoluyla, 4 milyar dolarlık döviz bankalara yatırılarak kayıt altına girmiştir. Daha sonra gerek siyasi gerekse de ekonomik sebeplerle bu uygulama ertelenmiştir²³⁵.

1.2.2.2. 2000-2001 Krizi ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Nisan 1999 seçimlerinden sonra kurulan koalisyon hükümeti, içinde bulunulan konjonktürün de etkisiyle, kronik yüksek enflasyona çözüm bulmak amacıyla 2000-2002 dönemini kapsayan enflasyonla mücadele programını uygulamaya koymuştur. IMF ile birlikte yürütülen bu programda, enflasyonun yıl sonu itibariyle TEFE'de sırayla, %20, %10 ve %5; TÜFE'de %25, %12 ve %7; büyüme oranının her üç yılda da %5-6 aralığında gerçekleşmesi hedeflenmiştir.

Bu hedeflere ulaşmak amacıyla sıkı para, maliye, gelirler ve kur politikası yanında özelleştirmeye hız verilmesi amaçlanmıştır. Sıkı maliye politikası çerçevesinde 2000 yılında faiz ödemeleri ve deprem harcamaları dışında kamu kesimi fazlasının GSMH'nin %3.7'sine ulaşması, bütçe dışı fonların kademeli olarak tasfiye edilmesi, 1999'da %58 olan Kamu Borçları/GSMH oranının 2001'de %56.5'e ve 2002'de %54.8'e düşürülmesi, standart KDV oranlarının %15'den %17'ye, dayanıklı tüketim mallarında %23'den %25'e, kira ve serbest meslek gelirleri stopajının %15'den %20'ye çıkarılması, tütün ve alkollü içkilerdeki KDV oranlarının %20 arttırılması amaçlanmıştır²³⁶.

Sıkı para politikası çerçevesinde Merkez Bankasının net iç varlıklarına tavan, net dış varlıklarına ise taban sınırlaması getirilmiştir. Bu bağlamda, 18 aylık dönem boyunca piyasaya TL çıkışının önceden ilan edilen günlük kurlar üzerinden Merkez Bankasının döviz satın alımı yoluyla olması kabul edilmiştir. Uygulanan sıkı para politikası sonucu bankaların doğabilecek likidite sıkışıklığını hafifletmek amacıyla zorunlu karşılık oranı %8'den %6'ya düşürülmüştür.

Dışsal araçlar çerçevesinde 1 \$ + 0.77 € şeklinde bir sepet kur benimsenmiş ve sepet kurun 2000 yılında alacağı günlük değerler önceden ilan edilmiştir. 2000 yılında sepet kurundaki artışın hedeflenen TEFE oranında (%20) olması, 1 Temmuz 2001'de merkezi parite etrafında giderek genişleyen bir bant uygulamasına geçilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca, Cari Açık/GSMH oranının %1.5-2 düzeyinde seyretmesi ve 5.3

²³⁵ COŞKUN, 2004, s.71.

²³⁶ COŞKUN, 2004, s.72.

milyar doları 2000 yılında olmak üzere program boyunca 14.5 milyar dolar dış borç alınması öngörülmüştür.

Gelirler politikası çerçevesinde maaşların ve tarım destekleme fiyatlarının hedeflenen TÜFE oranında artması (2000 yılı ilk altı ayında %15, ikinci altı ayında %10), yeni eleman alımının devlet memurunda %80'i, kamunun tamamında ve KİT'lerde %15'i geçmemesi hedeflenmiştir²³⁷.

Program çerçevesinde 2000 yılında 7.6 milyar dolar özelleştirme geliri elde edilmesi amaçlanmıştır. Petrol Ofisi, Tüpraş, GSM Lisansı, Türk Telekom, Vakıfbank, Eti Holdingin bazı fabrikalarının ve Tekel'in bazı bölümlerinin özelleştirilmesi öngörülmüştür.

2000 yılında program tavizsiz uygulanmış, ekonomik büyüme, sepet kur artışı, net iç varlıklar ve net dış varlıklar programda öngörüldüğü gibi tutturulmuştur. Ancak 2000 yılı sonu enflasyon oranları program hedeflerini aşarak TEFE'de %32.7 ve TÜFE'de %39 olmuştur. Bu durum, kur makasının açılmasına, cari işlemler açığının ve devalüasyon beklentilerinin artmasına ve programa duyulan güvenin sarsılmasına neden olmuştur.

Türkiye'de 2000-2001 yıllarında yaşanan finansal krizlere ortam hazırlayan nedenler şu şekilde özetlenebilir:

- Aşırı değerli TL
- Cari işlemler açığının kritik sınırın üzerinde seyretmesi
- Sermayeden yoksun finansal sektör
- Açık pozisyonlar
- Kamu bankalarının görev zararları
- Bütün bunların sonucu olarak, özellikle finansal sektörün taşıdığı kur ve faiz riskinin artması²³⁸.

²³⁷ Osman DEMİR, "2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler", **İktisat İşletme Finans**, Yıl:16, Sayı:184, Temmuz 2001, s.59-61.

²³⁸ Nur KEYDER, "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl:16, Sayı:183, Haziran 2001, s.38.

2000 Programının uygulanması sırasında artan enerji fiyatlarının da etkisiyle enflasyon tahminin üzerinde gerçekleşmiş, yıl boyunca sadece %20 artmasına izin verilen kur karşısında TL, Aralık 1999'a göre Ocak 2001 itibariyle %17 aşırı değerli hale gelmiştir.

Kısmen aşırı değerli TL, kısmen de 2000 yılında %7 gibi yüksek düzeyde büyüme nedeniyle, ithalat %23 artarken, ihracat artışı sadece %2.2 olarak gerçekleşmiştir. Burada hızlı düşen faiz nedeniyle tüketici kredilerinin %300 artışı, bunun neden olduğu iç talep patlaması sonucu üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesi, ihracattaki olumsuz gelişmelerin diğer bir nedeni olarak görülebilir. 2000 yılında cari işlemler açığı 9.8 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve GSMH'nin %5'i seviyesine ulaşmıştır. Kritik sınır Türkiye için %2-3.5 olarak kabul edildiğinden, bu oran kritik sınırın üzerindedir²³⁹.

1990'larda banka kurmanın aşırı derecede kolaylaştırılması sonucu bankalar hızla çoğalmıştır. Önemli bir kısmı küçük ve sermayesi yetersiz olan bu bankalar sınırsız mevduat güvencesi nedeniyle, sağlıksız olmalarına karşın, piyasanın üzerinde faiz verebiliyorlardı. Bu durum zayıf bankaları aşırı derecede faiz riski taşıyor hale getirmişti.

Program sırasında uygulanan sepete bağlı yarı sabit kur, dış borcu ucuz kaynak haline getirmiş, özellikle kaynak yetersizliği çeken bankalar, açık pozisyonlarını gittikçe arttırmışlardır. Bu da bankacılık sistemini kur riskine açmıştır.

Bu nedenlere bağlı olarak krizin oluşumunu şu şekilde özetlemek mümkündür: Aralık 2000 döneminin ilk haftasında yaşanan ve iki bankaya el konulmasıyla sonuçlanan bir likidite krizi patlak verdi. Ödeme güçlüğü ve likidite sıkıntısı çeken Demirbank ve Park Yatırım Bankası bu sıkıntılarını aşmak için ellerindeki menkul kıymetleri paraya çevirmeye başladılar. 9 Aralık Kararlarındaki enflasyon-döviz kuru dengesinin tutturulamaması ile başlayan TL'nin değerlenme oranı günden güne artmış ve bunun bir sonucu olarak devalüasyon beklentileri yaygınlık kazanmıştı. Demirbank ve Park Yatırım Bankasının likidite sıkıntısını aşmak için menkul kıymetlerini satmasıyla birlikte, borsada başlayan satış rüzgarı, mevcut devalüasyon beklentilerini kamçılıyarak döviz talebinin artmasına ve borsanın düşmesine neden oldu. Merkez Bankasının döviz rezervlerinin yeterli gelmesi, IMF'nin kredi desteği ve likidite sıkıntısını aşmaya yönelik olarak izlenen politikalar neticesinde kriz ertelenmiş oldu.

²³⁹ COŞKUN, 2004, s.74.

Merkez Bankası, likidite krizini aşmak için bankalara TL aktarmaya başladı. 19 Şubat 2001 tarihindeki MGK toplantısında, yürütmenin iki başı arasında çıkan uyuşmazlığın kamuoyuna yansması krizin görünür sebebidir. Yaşanan siyasi kriz, devalüasyon beklentilerini arttırmıştır. Merkez Bankasının piyasaları ve bankacılık sektörünü rahatlatmak için arz ettiği TL, bankalar tarafından döviz alınarak değerlendirildi. Yani Merkez Bankası kendi döviz rezervlerini kendi likidite rezervleriyle eritmiş oldu. Daha sonra serbest kur sistemine geçildiğinin açıklanması keyfi bir karar değil, Merkez Bankasının döviz talebini karşılayamamasından kaynaklanmaktadır. Dalgalı kur sistemine geçilmesiyle gayri resmi bir devalüasyon yapılmış ve 9 Aralık İstikrar Kararları başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Kasım ve Şubat aylarında finansal piyasalarda yaşanan finansal kriz kısa sürede reel sektöre yayılmış ve tam anlamıyla ekonomik krize dönüşmüştür. Kriz, kısa bir sürede etkisini göstererek ekonomik göstergeleri ve reel sektörü altüst etmiştir. Krizin kısa vadede etkileri şunlardır²⁴⁰:

- Kasım ve Şubat Krizleri her finansal krizde olduğu gibi, reel ekonomi üzerinde önemli daraltıcı etki yapmıştır. İç ve dış finansman imkanlarının önemli ölçüde azalmasına bağlı olarak dış ve iç kredi hacmi küçülmüş, vadesinden önce geri çağrılan kredilerin de etkisiyle şirketler kesimindeki daralma nispeten daha etkili olmuştur. Finansman imkanlarının çöküntü ölçüsünde azalması, kredi faiz oranlarını çok yüksek düzeye çekmiş, bu durum kredi talebini de çökertmiştir. Böyle bir tablo hem iç talebi hem de üretim koşullarını ciddi boyutlarda kötüleşmesine yol açmıştır.

● 2001 yılının ilk üç aylık döneminde GSMH. %4.5 ve ikinci üç aylık dönemde %11.8 oranında azalmıştır. Böylece 2001 yılının ilk altı ayında, ekonomideki küçülme %8.5 gibi çok yüksek bir orana ulaşmıştır.

● Ekonomideki ortaya çıkan belirsizlik ve güven bunalımı sonucunda, ilk altı aylık dönemde, sabit sermaye yatırımları %23.3 oranında azalmıştır.

● Ocak-Temmuz döneminde protesto edilen senet tutarında % 76 oranında artış olmuştur.

²⁴⁰ Rıfat HİSARCIKLIOĞLU, "Türkiye Ekonomisinde Son Gelişmeler", **Ekonomik Forum**, Yıl:8, Sayı:9, Eylül 2001, s.8.

- 2000 yılı sonunda 36 katrilyon olan iç borç stoku, 2001 yılı Ağustos ayı itibariyle 98 katrilyon liraya yükselmiştir.
- Üretimin ve yatırımların büyük miktarlarda gerilemesi ile işsizlik yüksek boyutlara ulaşmıştır.
- Uygulanan kur politikası ile, yılın ilk yedi ayında ihracat %12 dolayında artmıştır. Bunun yanında turizm gelirlerimizde önemli artışlar olmuştur.
- Ekonomik daralma ve uygulanan kur politikası ile ithalatımız ilk yedi ayda %20 azalmıştır. İhracat ve ithalattaki gelişmeler sonucunda, cari işlemler fazla vermeye başlamıştır.
- Konsolide devlet bütçesinde, programın öngördüğü faiz dışı fazla hedefine ulaşılmış ve böylece iç borçların döndürülmesi kolaylaşmıştır. Ancak, uygulanan maliye politikası, iç talebin büyük ölçüde daralmasında etkili olmuştur.

Son on yıldır istikrarsızlık – kriz - yapay büyüme - istikrarsızlık sarmalında bocalayan Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarına bir çözüm getirmek amacıyla, kur çıpasına dayalı enflasyonu düşürme programının üst üste yaşanan iki krizle çökmesini göz önünde bulundurarak, 14 ve 15 Mayıs tarihlerinde iki aşamada açıklanan yeni bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. Önceleri Ulusal Program, daha sonra da Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) olarak tanımlanan yeni istikrar arayışının temel amacı; güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak, bir daha geri dönmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak ve Türkiye ekonomisinin olağanüstü bir dış yardıma muhtaç kalmayacak bir yapıya kavuşturulmasıdır.

Bu uzun vadeli temel amaca ulaşmanın ana şartı ise makro ekonomik dengelerin kurulmasıdır. Ancak, söz konusu dengelerin kurulması, ekonomide kısa vadede bir daralmayı gerektirmekte; bu ise toplumun değişik kesimlerinin fedakarlığını gerekli kılmaktadır. Nitekim 2001 yılı için milli gelirden %3 düzeyinde bir daralma ve ardından 2002'de %5, 2003'de ise %6 artış hızı öngörülmektedir.

Bu süreçte tüketici fiyatları endeksi artış hızı 2001 yılında %52.5, 2002'de %20 ve 2003'de de %15 olarak tahmin edilmektedir. Konsolide bütçeden net faiz ödemelerinin milli gelire oranı ise 2001'de %20, 2002'de %19.1, 2003'de de %16.1 olacaktır. Kamu

kesiminin net borç stokunun milli gelire oranının aynı yıllarda, sırayla %78.5, %70.4 ve %64.9 olacağı öngörülmektedir²⁴¹.

Programın ana hedefi olan kamu kesimi borçlanma dinamiğinin kırılması için gerekli olan koşul ise bankacılık kesimine yeniden işlerlik kazandırılmasıdır. Bu amaçla program, finansal piyasalar ve para piyasalarına ilişkin düzenlemeleri zorunlu görmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde mevcut program öncelikle parasal sermayenin krizden çıkış programı niteliğindedir.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın reel ekonomiye yönelik politikaları ve beklentileri ise açıktır. Temel olarak bu politikalar, yurtiçi talebin daraltılması ve ihracat için bir fazla oluşturulmasını amaçlamaktadır. Bunu gerçekleştirmek için bir yandan kamu kesimi harcamalarını kısarak, emek ve kırsal kesim gelirlerini bastırarak yurtiçi talebin azaltılması, öte yandan kur makası, ücret maliyetlerinden ve tarımsal ürün fiyatlarından sağlanacak tasarruflar aracılığı ile ihracatın teşvik edilmesi öngörülmektedir.

1.2.2.3. 2001 Krizi ve Sermaye Hareketleri

Türk ekonomisinde yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 Finansal Krizi üzerine teorik ve ampirik düzeyde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Krizin nedenlerini, sonuçlarını ve krizden kurtulmak için alınan önlemleri değerlendiren ve çıkartılabilecek dersler doğrultusunda öneriler getiren bu çalışmaların odak noktasını finansal liberalizasyon uygulamaları oluşturmaktadır. Finansal liberalizasyon ise, özü itibarıyla sermaye hareketleri ile doğrudan ilişkilidir. Bu bağlamda yapılan çalışmalardan birisi de Korkut Boratav'ın çalışmasıdır. Uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının ışığında sermaye hareketlerinin 2000-2001 krizine olan katkılarını inceleyen araştırmasında Boratav'ın elde ettiği bulguları ve önerileri şöylece özetlemek mümkündür²⁴²:

- 2000 yılının ilk on ayı içinde IMF ile imzalanan stand-by anlaşmasının desteği, nominal döviz kuru çıpasının inandırıcılığı ve sıcak para²⁴³ için pozitif arbitraj

²⁴¹ COŞKUN, 2004, s.79.

²⁴² Korkut BORATAV, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat İşletme ve Finans**, Eylül 2001.

²⁴³ Korkut BORATAV aynı makalesinde sıcak parayı şöyle tanımlamaktadır: "Yerli parayla ifade edilen getiri (faiz) oranı i , döviz fiyatındaki artışın beklenen oranı e olsun. Yabancı para (dolar) cinsinden beklenen arbitraj getirisi $r(\text{arb}) = \frac{(1+i)}{(1+e)} - 1$ olur. Bu getiri, risk marjı ile kırıldıktan sonra benzeri bir işlem (yatırım) için geçerli dış getiriden yüksekse sıcak para girişi gerçekleşir.

getirisinin düşen faizlere rağmen süregelmesi sayesinde net yabancı sermaye girişi hızla artmış ve 15.2 milyar dolara ulaşmıştır.

- Sermaye girişleriyle başlayan süreç; Merkez Bankasının pasif para politikasının katkısıyla reel faizleri sıfıra düşürmüş, iç talepteki genişleme reel olarak değerlendirilen yerli paranın da katkısıyla cari işlemler açığını hızla büyütülmüştür.

- 15.2 milyar dolarlık net yabancı sermaye girişinden dolaysız yatırımlar ve menkul değerlere dönük net yabancı sermaye çıkarılıp rezerv değişimleri içinde yer alan IMF kredileri eklenirse Ocak-Ekim 2000 döneminde dış borç artıran sermaye girişleri toplamı elde edilir. Bu da yaklaşık 14.2 milyar dolardır. Bir başka deyişle Türkiye 2000 yılının ilk 10 ayı içinde 7.6 milyar dolarlık cari işlemler açığını finanse ederken dış borcunu 14.2 milyar dolar arttırmıştır. Zira sermaye girişlerinin önemli bir bölümü rezerv birikimi ve yerli aktörlerin sermaye çıkarmalarının finansmanına tahsis edilmiştir. Bir başka deyişle sermaye girişlerinin cari işlem açığının finansmanı ile bağlantısı kopmuştur.

- Sermaye hareketleri bakımından ilk tehlike sinyalleri Eylül 2000'de, net sermaye hesabının negatife (net hata noksan hariç -243 milyon dolar) dönmesi ile ortaya çıkmıştır. Buna karşılık Ekim ayı içinde geçici ve aldatici bir düzelme meydana gelmiştir. Bu bağlamda yerli aktörlerin yurt dışındaki portföy yatırımları devam etmiş, kayıt dışı sermaye çıkışı önemli boyutlara ulaşmış, yabancıların banka mevduatlarında önemli bir erime görülmüştür (Bu üç kalemin temsil ettiği net sermaye akımı -1.4 milyar dolardır). Ancak diğer kalemlerdeki olumlu gelişmeler Ekim 2000'de net sermaye girişini hala pozitif değerlerde tutmuştur.

- Tabloyu tamamen tersine çeviren ilk darbe Kasım 2000'de yabancıların net 5.2 milyar doları menkul değer satarak dışarıya çıkarmaları ile gerçekleşmiştir. Bu şok hemen hemen olduğu gibi rezervlerdeki erimeye yansımıştır. Bu arada Aralık 2000-Ocak 2001 aylarında IMF'den gelen 7.9 milyar doların katkısıyla sermaye hareketlerinde geçici bir istikrar sağlanmıştır.

Örneğin yabancı rantıye borsadan hisse senedi alır veya TL mevduatına girer; yerli banka dıştan kısa vadeyle borçlanıp hazine bonosuna yatırım yapar; yerli firma dövizle kısa vadeli borçlanıp yerli parayla işletme giderlerini (ücret ödemelerini) finanse eder. Bütün bu işlemlerde önce yabancı para TL'na çevrilecek, vade bitiminde tekrar dövize dönülecektir. Bu işlemlerde inisiyatif yerleşiklerden kaynaklansa bile verdiğimiz örneklerin tümü (sermaye hareketinin kaynağına bağlı olarak) "yabancı kökenli sıcak para" grubuna girer ve bunlardan her biri nicel olarak saptanabilmektedir."

- Krizin Şubat 2001 ayağında ise büyük boyutlu sermaye çıkışları üç kanaldan, gerçekleşmiştir. Yabancıların tasfiye ettikleri menkul değerlerden 3.8, yabancı bankaların yenilemedikleri kısa vadeli kredilerden 1.3 ve kayıt dışı hareketlerden 1.2 milyar dolar olmak üzere, bu üç kalemden oluşan net sermaye akımı -6.3 milyar doları bulmuştur. Dolayısı ile Kasım ve Şubat aylarında net olarak 11.5 milyar dolarlık bir sermaye çıkışı gerçekleşmiş, bunun 10.3 milyarı yabancılardan kaynaklanmıştır.

- Kriz öncesinin on ayı sonraki sekiz ay ile karşılaştırılırsa Türk ekonomisinin net sermaye çıkışları nedeniyle karşılaştığı şokun büyüklüğü ortaya çıkmaktadır. Ocak-Ekim 2000 döneminde yabancı kökenli net sermaye akımları +15.2 milyar dolar, Kasım 2000 Haziran 2001 döneminde ise -10.4 milyar dolardır. İki büyüklük arasındaki fark 25.6 milyar dolardır.

- Yukarıda özetlenen büyüklükler finansal krizin oluşumuna sermaye hareketlerinin katkısını açıkça ortaya koymaktadır. Sermaye hareketlerinde GSMH'nin %12'si dolaylarında bir yön değiştirmenin parasal büyüklüklerde, faiz hadlerinde ve finansal sistemde yaratacağı şoklar izahtan varestedir.

- Türkiye'nin sermaye hesabı kevgir veya yol geçen hanı gibi açık olmasaydı, finansal sistemin yapısal sorunları ne olursa olsun, sermaye giriş ve çıkışları, arasında bu boyutta dalgalanmalar mümkün olmazdı. Ekonomide aşırı bir ısınma meydana gelse bile bunun başlangıcı sermaye hareketlerinden kaynaklanmaz, olsa olsa cari işlem açıklarının finansmanı sorunları ile karşılaşılır, sermaye çıkışlarının yol açtığı finansal kriz ve onu izleyen ağır bunalım olasılığı çok daha zayıf olurdu.

- Kısacası, sermaye hareketleri denetlenmeden; (i) Türkiye istikrarsız canlanma - finansal kargaşa ve kriz sarmalından kurtulamaz, (ii) Faiz ve döviz kuru, farklı iktisat politikası hedeflerini gerçekleştirebilecek ve birbirini kösteklemeyecek iki bağımsız politika olarak kullanılamaz, (iii) Devletin kamu hizmeti sağlayabilme yeteneğini felce uğratmış bulunan iç borç yükünü hafifletici radikal bir operasyon sermaye kaçıışı şantajı ile karşılaşılmadan yapılamaz, (v) Etkin bir maliye politikası izlenemez.

Türk ekonomisinin son 25 yıllık dönemindeki finansal liberalizasyona ilişkin gelişmeleri böylece verdikten sonra, makroekonomik istikrara ilişkin belli başlı göstergelerde meydana değişiklikleri incelemeye geçebiliriz.

2. Türkiye’de Ekonomik İstikrarın Gelişimi

Maliye bilimi açısından ekonomik istikrar, ekonominin gelişimi itibariyle dengeli halini ifade etmektedir. Bu durum ekonomide arz-talep, tasarruf-yatırım, ihracat-ithalat ve kamu gelirleri-kamu giderleri gibi eşitliklerin kalkınma ve büyüme sürecinde bozulmamasını içermektedir. Hemen belirtmek gerekir ki, tanımın geçerli olması, zaman içerisinde bu denge halinden sapmaların geçici ve takip eden dönemde kendiliğinden giderilebilmiş olması koşuluna bağlıdır. Aksi takdirde, yani dengesizliğin ekonomik hayatın akışı yön değiştirdikten sonra kendiliğinden eski yörüngesine dönemeyen bir nitelikte olması durumunda istikrarsızlık söz konusu olur.

Literatürde ekonomik istikrar kavramı daha özel bir anlam ve içerik kazanmıştır. Ekonomik istikrarın dar anlamdaki tanımı, mal ve para piyasalarındaki dengesizliğin neden olduğu ekonomik ve sosyal sorunlara göre yapılmaktadır. Buna göre ekonomik istikrar, fiyatlar genel seviyesinde ve/veya işsizlik düzeyinde anlamlı ve sürekli artışların olmaması hali olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım özellikle 1970’li yıllardan bu yana dışa açık ekonomiler kapsamında yapılmaya başlamıştır. Geniş anlamda ekonomik istikrar ise, verimlilikteki ve büyüme hızındaki artışları da kapsamaktadır²⁴⁴.

Yukarıda verilen tanımdan da anlaşılacağı gibi ekonomik istikrarın ölçülmesinde kullanılan başlıca göstergeler, büyüme ve enflasyon oranı, tasarruflar, yatırımlar, kamu kesimi ve cari işlemler dengesi, iç ve dış borçlar olarak sıralanabilir. Bunlara ilave olarak, finansal liberalizasyonun tanımında yer alan finansal derinleşme, reel faiz oranlarının ve reel döviz kurunun seyri, finansal kesimin kredi hacmi gibi göstergelerde makroekonomik istikrarın belirlenmesinde kullanılmaktadır.

2.1. Finansal Derinleşmedeki Gelişmeler

Finansal derinleşme kavramı, öncelikle finansal sistemin büyüklüğüne ve/veya ödünç verilebilir fon arzına bağlı bir kavramdır. Diğer bir ifade ile finansal sistem ne kadar büyükse finansal derinleşmenin o ölçüde arttığı söylenebilir.

Finansal derinlik ölçümlemesinde kullanılan kıstas, gösterge niteliğinde değerlendirilen çeşitli büyüklüklerin Gayri Safi Milli Hasılaya (GSMH) veya Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYİH) oranlarıdır. Bunlardan en önemlisi M2'nin ve Toplam Finansal Varlıkların GSMH'ya oranıdır. M2'nin değerine; dolaşımdaki para, mevduat bankalarındaki vadesiz mevduat ve merkez bankasındaki mevduattan oluşan M1'e

²⁴⁴ ÇELEBİ, 1998, s.3.

mevduat bankalarındaki vadeli mevduatların eklenmesiyle ulaşılmaktadır. M2'nin sağlıklı bir finansal derinlik ölçüsü olabilmesi için, ulusal para biriminin gerek ülkedeki değişim aracı ve hesap birimi, gerekse değer saklama fonksiyonlarını tam olarak yerine getiriyor olması gereklidir. Aksi halde bu para tanımı, ifade edilmek istenen, finansal büyüklüğü tam olarak karşılayamayacaktır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve ulusal paranın konvertibl hale getirilmesi, yaşanan enflasyonist süreçlerle birleşince para politikasının etkisizleşmesi sonucunu doğurabilmektedir. Böylelikle ulusal para değişim aracı, hesap birimi ve özellikle değer saklama fonksiyonunu tam olarak yerine getirememektedir. Bu fonksiyonlar kısmen uluslararası ödeme aracı olarak kullanılan temel paralarca yerine getirilmektedir (para ikamesi süreci/dolarizasyon)²⁴⁵.

Türkiye'de, özellikle 1984 yılından sonra döviz üzerinden mevduat tutma imkanının sağlanması, 1989 yılında Türk Parasının Kıymetinin Koruma Hakkındaki Kanunda yapılan düzenlenmeler sonucunda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve tam konvertibiliteye geçilmesi, para ikamesinin yaygınlaşmasını sağlamıştır. Bu yapı, yaşanan enflasyon sürecinde, ekonomik birimlerin ellerindeki nakit varlıkları, döviz tutarak korumaya yönelik çabalarını hızlandırmış ve döviz tevdiat hesaplarının toplam varlıklar içerisinde önemli bir yer tutması sonucunu doğurmuştur. Bu çerçevede düşünüldüğünde, finansal sistemin büyüklüğünü ve derinliğini belirlemede, M2 tanımlamasına döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle bulunan M2Y, M2'ye nazaran daha kapsayıcı bir ölçü olarak karşımıza çıkmaktadır.

Toplam finansal varlıklar, fon fazlası olan kesimler ve aracı kuruluşların, fon ihtiyacı olan kesimlere hangi finansal araçlar vasıtasıyla kaynak aktardığını göstermektedir. Bu anlamda toplam finansal varlıklar, fon fazlası olan kesimler ile aracı kuruluşların bilançolarının aktifini yansıtmaktadır. Bu çerçevede M2Y finansal sistem içerisinde yalnızca bankacılık kesiminin bilançosunun yükümlülük tarafının bir bölümünü, toplam finansal varlık büyüklüğü ise, finansal sisteme fon aktaran kesimlerin toplam bilançosunun varlık tarafını göstermektedir. Toplam finansal varlıklar değişkeni

²⁴⁵ Mustafa ÇELEN & B.Bülent BALI, "Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma", **Türkiye'de Kamu Borçlanması, (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler)**, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayın No:16, İstanbul, 2003, s.173.

bir stok değişkendir. Yukarıda anılan fon aktarımına yardımcı olan finansal araçların stok büyüklüklerinin toplamıdır²⁴⁶.

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ve ulusal paraların konvertibilite sürecine sokulması, finansal derinliği arttırmakta ve bu ekonomik gelişmeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Sermaye hareketlerine konulan kısıtlamaların kaldırılmasının finansal derinliği arttırdığına yönelik ampirik çalışmalar da mevcuttur²⁴⁷. Özellikle sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonucunda daha sığ olan finansal piyasalar ile daha derin finansal piyasaların birbirine yakınsadığını (convergence) söylemek mümkündür. Bu da kaynak dağılımındaki etkinliği sağlamak bakımından olumlu bir yapı oluşturabilmektedir²⁴⁸.

Ülkemizdeki finansal derinlik ve finansal baskınlık değerlerinin analizinde başlangıç yılı olarak 1987 alınmıştır. Bunda yeni milli gelir serilerinin bu yılda başlamış olması rol oynamıştır. Ayrıca finansal liberalizasyon, kamu finansman açıklarının iç borç ile karşılanması ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonuna hazırlık aşaması açısından da 1987 yılı önemli bir dönüm noktasıdır.

Türkiye'de toplam finansal varlıklar; Türk Lirası ve döviz mevduatı, devlet tahvili ve hazine bonoları, özel kesim tahvilleri, hisse senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve diğerler mali varlıklardan meydana gelmektedir. Bu çerçevede, toplam finansal varlıkların, M2'nin ve M2Y'nin GSMH'ya oranlarının 1987-2002 dönemindeki gelişimi aşağıda Tablo 16'da verilmiştir.

Bu tablodan da gözlenebileceği gibi 16 yıllık dönem içerisinde yurtiçi finansal varlıklarda neredeyse düzenli bir artış trendinin söz konusu olduğunu söyleyebiliriz. Bu düzenliliği bozan ekstrem yıllara rastlamak da mümkündür. 2001 yılı bunlardan biridir. Bunda, son yaşanan ekonomik kriz ile birlikte, kamu bankalarının bilançolarında gizlenen görev zararlarının kamu borçlanma kağıdı verilerek kapatılmasının etkisi büyüktür. Ayrıca BDDK tarafından yönetimine el konulan ve TMSF'na aktarılan, bankaların bilanço dengelerinin sağlanabilmesi ve tekrar satışa çıkarılması için verilen devlet iç borçlanma senetlerinin sürece katkısı olmuştur. Bu nedenle 2001 yılında kamu menkul kıymet stoku, gerek reel gerekse % olarak önemli bir düzeyde artmıştır.

²⁴⁶ Fatih ÖZATAY, Emin ÖZTÜRK, Güven SAK, **1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları**, TÜSİAD Yayınları No:189, İstanbul, 1996, s.18.

²⁴⁷ Michael W. KLEIN & Giovanni OLIVEI, "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", National Bureau of Economic Research Working Paper No:7384, October 1999.

²⁴⁸ ÇELEN & BALI, 2003, s.175.

Tablo 16: Finansal Derinlik Ölçülerinin Gelişimi (1987-2002) (%)

Yıllar	Toplam Yurtiçi Finansal Varlıklar/GSMH	M2/GSMH	M2Y/GSMH
1987	37,3	23,5	30,7
1988	35,1	21,1	28,4
1989	35,0	20,5	26,6
1990	32,0	18,0	23,5
1991	36,9	18,5	26,5
1992	42,0	17,3	26,6
1993	40,3	14,1	23,7
1994	46,4	16,2	30,7
1995	47,2	16,0	30,7
1996	58,2	20,0	35,9
1997	61,0	19,2	36,3
1998	63,9	21,3	37,8
1999	85,9	28,1	51,3
2000	79,4	26,0	43,8
2001	132,2	26,2	58,0
2002	--	22,5	49,2

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı.

1987 sonrası yurtiçi finansal varlıkların gelişimi hakkında genel bir değerlendirme yapmak gerekirse, 1980 sonrası dönemde gerçekleştirilen finansal liberalizasyon çerçevesinde toplam yurtiçi finansal varlık stokunun arttığı, bunun da kamu ve özel kesimce finansal piyasalardan gerçekleştirilen borçlanmaları nispeten kolaylaştırdığı söylenebilir. Böylelikle finansal piyasaların gelişmiş olmasının bir sonucu olarak, devletin de borçlanma araçlarını geliştirmesi nedeniyle aşırı borçlanmaya neden olduğu iddia edilmektedir²⁴⁹. Finansal liberalizasyonun diğer bir olumlu katkısı ise, tasarruflara sağlanan reel getiri sonucu özel tasarrufların GSMH'ya oranının artmasıdır. Yalnız aynı dönemde kamu tasarrufunun GSMH'ya oranında görülen düşme nedeniyle, toplam tasarruflarda 1987-2002 dönemi için önemli bir artış getirmemiştir. Bu yönüyle de finansal liberalizasyonun ekonomik gelişme ve yatırımlar üzerinde çok güçlü bir etki meydana getirmediği doğrultusunda görüşler mevcuttur²⁵⁰.

²⁴⁹ Hülya KIRMANOĞLU, "Mali Sistemler ve Devlet Borçlanması", **İstanbul Üniversitesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 34.Seri, İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul, 1993, s.77.

²⁵⁰ Güven SAK, **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of The Turkish Experience in The 1980's**, Capital Market Board Publication, Ankara, 1995, s.92.

Tablo 16'ya göre; gerek GSMH'daki dalgalanmaların, gerekse kriz dönemlerinde finansal piyasalarda yaşanan çalkantıların verilere yansması göz önüne alındığında, üç temel finansal derinlik kriterinin 1987-2002 sürecinde artış trendi izlediğini söyleyebiliriz. Tek tek derinlik ölçülerine baktığımızda ise; gerek M2 değeri, gerekse M2Y değeri Yurtiçi Toplam Finansal Varlıkların GSMH'ya oranına nispeten daha düzenli bir seyir izlemektedir. Bunda özellikle kriz dönemlerinde kamu borç stokundaki artış nedeniyle, toplam finansal varlıklarda yaşanan dalgalanmanın (volatilité) etkili olduğu söylenebilir. Parasal ölçüler içerisinde ise; M2Y'nin M2'ye nazaran daha sağlıklı bir gelişim gösterdiği izlenmektedir. Bunda da Türk halkının TL-yabancı para arasındaki portföy tercihlerini yabancı para lehine kullanma alışkanlığının ve yaşanan enflasyonist sürecin TL'nin değer saklama işlevini erozyona uğratmasının etkili olduğu söylenebilir²⁵¹.

2.2. Kamu Borçlanmasındaki Gelişmeler

Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte kullanılabilir fon arzında yurtdışı fonların önemi daha da artmış, fon talebinin bir kısmı yurtdışı fon arzı ile karşılanmaya başlamıştır. Özellikle yurtiçi fon maliyetlerinin yüksek olması ihracat ağırlıklı çalışan ve istenilen teminatları sağlayabilen özel sektör firmalarını yurtdışı fon arayışına itmiştir. Fon maliyetleri bakımından da yurtdışı fonların yurtiçi fonlara nazaran daha avantajlı olduğu söylenebilir. Yurtdışı fonlar, özel sektör haricinde, kamu kesimi finansman açıklarının karşılanması için de kullanılma yoluna gidilmiştir. Buradaki temel kaygı iç borçlanma maliyetlerini düşürebilmek ve yurtiçi finansman piyasasından özel sektörün dışlanmasını önleyebilmektir. Bilindiği gibi, yurtdışından fon temini devlet borçlanması anlamına gelmektedir. Özel sektörün yurtdışından borçlanmasının bu kategoriye girmeyeceği düşünülebilir. Ancak uluslararası fon arzedenerin son 25 yıllık dönemde ağırlıklı olarak özel sektör olduğu ve bu kurumların da fon arzetmek için kendi devletleri vasıtasıyla uluslararası kuruluşları devreye sokarak borç verilecek şirketlerin devletleri nezdinde güvence aradığı göz önüne alınırsa, son tahlilde bu borçların da devlet borcu olarak nitelendirilmesinin yanlış olmayacağı açıktır. Kaldı ki günümüz dünyasında devasa fonlara hükmeden derecelendirme kuruluşlarının yanısıra MIGA ve MAI gibi kuruluşlar da bu konuda etkin rol oynamaktadır.

Teorik açıdan kamu harcamalarının borçlanma ve/veya vergilerin arttırılması suretiyle finansmanının etkileri ile ilgili olarak başlıca üç yaklaşım mevcuttur: (i)

²⁵¹ ÇELEN & BALI, 2003, s.182.

finansman politikaları hem reel hem de enflasyon açısından etkisizdir, (ii) finansman politikaları yalnızca fiyatları etkilemektedir, (iii) finansman politikalarının reel etkileri bulunmaktadır. Teorik açıdan borçların ve kamu açıklarının etkilerini ele alan bu yaklaşımlardan birincisi Klasik görüş, ikincisi Neoklasik-Monetarist yaklaşım ve üçüncüsü de Tobin'in Portföy dengesi modeli olarak bilinmektedir²⁵².

1980 sonrasında uygulamaya konan liberal ekonomi politikalarının bu yaklaşımlardan ikincisiyle örtüştüğü açıktır. Bu çerçevede devletin dış borçlanmasının finansal liberalizasyon sürecinde makroekonomik istikrarı nasıl etkilediğini gösteren veriler Tablo 17'de yer almaktadır.

Tablo 17: Dış Borç Stokunun Gelişimi (1987-2002) (%)

	Toplam Dış Borç/GSMH	Kamu Sektörü Borcu/GSMH	Özel Sektör Borcu/GSMH	Kısa Vadeli Borçlar/GSMH	Uzun Vadeli Borçlar/GSMH
1987	46,1	38,8	7,2	8,7	37,4
1988	44,8	38,0	6,7	7,1	37,7
1989	38,4	32,4	6,0	5,3	33,1
1990	32,2	25,3	6,9	6,2	25,9
1991	33,1	26,0	7,1	6,0	27,2
1992	34,6	25,1	9,5	7,9	26,7
1993	37,0	23,9	13,1	10,2	26,8
1994	50,0	37,3	12,7	8,6	41,4
1995	42,6	29,6	13,0	9,1	33,5
1996	42,8	22,2	14,5	9,2	33,6
1997	42,8	20,2	17,0	9,0	33,8
1998	45,5	19,2	20,5	9,8	35,7
1999	54,0	22,6	26,0	12,0	41,9
2000	59,3	24,7	27,9	14,1	45,2
2001	76,9	31,6	29,2	11,0	65,9
2002	73,1	35,8	25,4	8,4	64,7

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı.

Tablodaki verilere göre dış borç stokunun GSMH'ya oranla gelişimine baktığımızda; 1994 kriziyle birlikte bir sıçrama yaptığını, bu tarihten itibaren 1999 yılına kadar dış borçlanma imkanının daraldığını ve net borç ödeyicisi durumunda olduğumuzu söylenebilir. Bu tarihten sonra uygulamaya başlanan istikrar programları dahilinde IMF ve Dünya Bankası'ndan sağlanan kaynaklar başta olmak üzere tekrar ve hacimli olarak dış borç stokunun arttığı gözlenmektedir. Özellikle 2001 krizinde IMF ve

²⁵² Hamdi BAĞCI, **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, SPK Yayınları No:135, Ankara, s.16.

Dünya Bankası'ndan sağlanan kredilerin iç piyasa üzerindeki baskıyı hafifletmedeki etkisi inkar edilemez. Ödünç verilebilir fon piyasasına kaynak sağlamak açısından yurtdışından gelen fonların önemi açıktır. Yurtdışı fonların hala ana kullanıcısı kamu sektörü olmasına rağmen özel sektörün payı gün geçtikçe büyümektedir. Yurtiçi finansal piyasalardaki gelişmelerin dışarıdan sağlanan fonlar üzerinde azaltıcı etki yaptığı söylenebilir. Dış borçlanma Türkiye'deki kullanılabilir fon arzının oluşmasında etkili olmasına rağmen, yurtiçi finansal piyasalarda görülen gelişmeler yurtdışı fonların görece önemini azaltmaktadır²⁵³.

Tabloda bir başka dikkati çeken nokta, kısa vadeli borçların GSMH içindeki payının dış finansal liberalizasyon sürecinde kriz yılları olan 1994 ve 2000-2001'nin hemen öncesi yıllarda yaklaşık %25'lik bir sıçrama yapmış olmasıdır. Benzer bir eğilimin uzun vadeli borçların payı için de söylenebilecektir. Bu açıdan vade yapısının kısıdan uzuna değişmesi ekonominin istikrarı için olumlu olarak nitelendirilebilir. Ancak bu durum toplam olarak borçların artışını etkilememektedir. Nitekim kriz yılı olan 2001'de toplam dış borç stokunun GSMH içindeki payı %77'ye varmıştır.

Öte yandan dış finansal liberalizasyon sürecinde iç borçların GSMH içindeki payının, vade yapısının, ortalama basit ve bileşik faizinin gelişimini Tablo 16 göstermektedir. Tabloya göre, ilk planda kamu kesiminin finansal kaynaklar üzerindeki giderek artan hakimiyetini doğrudan menkul kıymet ihracı yoluyla gerçekleştirdiğini söyleyebiliriz. Dış finansal liberalizasyon sürecinde, 1990, 1995 2002 yılları hariç tutulacak olursa, iç borçların GSMH içindeki payının sürekli artış içinde olması bunun en açık göstergesidir. Bu durum iç borçların toplam borçlar içindeki payının %60 gibi yüksek seviyeye ulaşması sonucunu vermektedir²⁵⁴.

İç borçlanma nispeten kolay bir finansman yoludur. Bu açıdan ülkede işbaşına gelen hükümetlerin genellikle tercih ettikleri finansman biçimidir. Ancak bu kolay yol istismara son derece açık bir özellik taşımaktadır. Şöyle ki, devletin ödünç verilebilir fonlar piyasasında etkin bir biçimde mevcut olması hem faiz oranları hem de miktar üzerinde yukarı yönde bir baskı oluşturmaktadır. Yüksek faiz oranları, finansal liberalizasyon teorisine uygun olarak, kamu borçlanma kağıtlarının oluşturduğu piyasayı yurtiçi yerleşikler (reel sektör firmaları, bireyler) açısından cazip kılmaktadır.

²⁵³ ÇELEN & BALI, 2003, s.183.

²⁵⁴ Mehmet ŞAHİN, "Kamu Borçlanması, Ahlaki Riziko ve Politik Yozlaşma", **Türkiye'de Kamu Borçlanması, (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler)**, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayın No:16, İstanbul, 2003, s.564.

Üstelik konvertibilite sayesinde yerleşik olmayan oyuncular da yurtiçi bankaları fonlamak suretiyle bu süreçte yer almaktadır. Sonuçta; reel sektör yerleşikleri bakımından esas faaliyet alanının dışında kazanç (500 büyük sanayii kuruluşu için 1994'te toplam gelirlerinin %50'si, 1999 yılında ise %88'i) elde etme gibi, yurtiçi bankalar bakımından ise, likidite riskinin yükseldiği zamanlarda kamu kağıtlarının fiyatının aşırı düşmesi sonucunda (aktifinin içi boşaltıldığı için) acze düşmeleri ve mevduat sigortası sayesinde pasifini – IMF gibi kuruluşlar vasıtasıyla – devletin dış borcu haline getirmeleri gibi çarpık bir durum yaratmaktadır²⁵⁵.

Tablo 18: İç Borç Stoku, Faiz Oranları ve Vade Yapısının Gelişimi (1987-2002)

	İç Borç Stoku / GSMH	Vade (Gün)	Ort. Basit Faiz	Ort. Bileşik Faiz
1987	23,0	--	--	--
1988	22,0	--	--	--
1989	18,2	233	53,9	59,8
1990	14,4	236	49,7	54,0
1991	15,4	211	69,8	80,5
1992	17,6	211	74,6	87,7
1993	17,9	257	79,3	87,6
1994	20,6	119	109,9	164,4
1995	17,3	206	98,9	121,9
1996	21,0	195	107,8	135,2
1997	21,4	349	110,7	127,2
1998	21,7	233	102,0	122,5
1999	29,3	479	94,0	109,5
2000	29,0	410	36,6	38,0
2001	69,2	148	75,9	96,2
2002	55,2	--	--	--

Kaynak: DPT, Hazine Müsteşarlığı.

2.3. Enflasyon Oranındaki Gelişmeler

Finansal liberalizasyon sürecinde Türk ekonomisinin yaşadığı en önemli sorun yüksek enflasyon olmuştur. Kronik hale gelen yüksek enflasyonun çok çeşitli sebepleri, ancak tek bir sonucu vardır: ekonomik istikrarı yok ederek belirsizlik yaratmak. Finansal

²⁵⁵ Selim SOMÇAĞ, "Türkiye'nin Ekonomik Krizi:Oluşumu ve Çıkış Yolları", Ağustos 2002, http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Diger/somcagAgu02.doc; Güngör URAS, "Sistemi sorgulamak zorundayız", <http://www.milliyet.com.tr/2001/07/30/yazar/uras.html>; M. Faruk AYDIN, "Türkiye'de Kamu Kesimi İç Borçlanması ve Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", <http://www.tcmb.gov.tr>; ŞAHİN, 2003, s.565.

liberalizasyon süreci, enflasyonist büyüme stratejisinin tersine, istikrarlı bir büyümeyi öngörmektedir. Tablo 19, bu süreçteki enflasyon oranlarının gelişimini vermektedir.

Tablo 19: Enflasyonun Gelişimi (1982-2003) (%)

	TEFE	TÜFE
1982 (1981=100)	27,0	--
1983	30,5	31,4
1984	50,3	48,4
1985	43,2	45,0
1986	29,6	34,6
1987	32,0	38,9
1988 (1987=100)	70,5	73,7
1989	63,9	63,3
1990	52,3	60,3
1991	55,4	66,0
1992	62,1	70,1
1993	58,4	66,1
1994	120,7	106,3
1995 (1994=100)	86,0	88,0
1996	75,9	80,4
1997	81,9	85,8
1998	71,7	84,6
1999	53,1	64,9
2000	51,4	54,9
2001	61,6	54,4
2002	50,1	45,0
2003	25,6	25,3

Kaynak: **Hazine İstatistikleri 1980-2003**, Hazine Müsteşarlığı, 2004.

Tablodan da görüleceği gibi Türk ekonomisinin 1980'lerden itibaren yaşamış olduğu kronik enflasyon sürecinde enflasyonun farklı platolara sıçramış olduğu görülmekte; ancak hiçbir zaman hiperenflasyon sürecine girilmediği gözlenmektedir²⁵⁶.

Daha önce belirtildiği üzere, Türk ekonomisinde 1980 yılında başlanmış olan yapısal dönüşümün temel amaçlarından biri enflasyonu düşürmek olmuştur. 1980'li yılların ilk yarısı incelendiğinde, programın büyüme oranını olumsuz yönde etkilemeden enflasyon oranlarını oldukça aşağıya çektiği görülmektedir. Ancak unutulmaması gereken nokta, enflasyonda 1981-1990 yılları arasında, 1980 yılında ulaşılan yüksek seviyeye oranla önemli bir gerileme kaydedilmekle birlikte, 1970-1979 yıllarındaki seviyenin üzerinde, %40'lar platosuna çıkmış olmasıdır.

²⁵⁶ YILMAZ vd., 2002, s.43; Ahmet ERTUĞRUL & Faruk SELÇUK, "Turkish Economy:1980-2001", (Editors) Aykut KİBRİTÇİOĞLU, Libby RITTENBERG, Faruk SELÇUK, **Inflation and Disinflation in Turkey**, Ashgate, England & USA, 2002, s.13.

1980'li yılların sonları incelendiğinde ise enflasyonun yeniden bir yükselme trendine girdiği görülmektedir. 1983 seçimlerinin ardından maliye politikasının zayıflaması ve reel kurun sürekli değer kaybetmesi, enflasyonun yeniden yükselme eğilimine girmesine neden olmuş; 1980'li yılların başlarında bastırılan reel ücretler tekrar artmaya başlamış; artan kamu açıklarının finansmanı nedeniyle faiz harcamaları yükselmiştir.

Kamu açıklarının çoğunlukla monetizasyon ile finanse edilmesi enflasyon üzerinde artırıcı etki yaratmış ve 1987 seçimlerinden sonra izlenen genişletici mali politikalar ile birlikte enflasyon tekrar %60'lar düzeyine sıçramıştır. Şubat 1988'de başlatılan anti-enflasyonist program başarısız olmuş ve enflasyonun bir üst platoya yerleşmesi önlenememiştir.

1990'lı yıllarda da yüksek enflasyon Türk ekonomisi için sorun teşkil etmeye devam etmiştir. 1989 yılındaki dış finansal liberalizasyona rağmen, Türkiye'de eşanlı olarak mali disiplin sağlanamamıştır. Büyük oranda kısa vadeli sermaye girişlerine dayalı ve tüketim ağırlıklı bir büyüme sürecine giren ekonomide zaman içerisinde gelirler politikasının da gevşetilmiş olması enflasyonist ortamın artarak sürmesine neden olmuştur. Özellikle, 1990'lı yıllarda maaş, kira ve ücret sözleşmelerinde geriye yönelik endekslemelere yüksek oranda başvurulması ve istikrarlı bir büyüme oranının sağlanamaması ileriye dönük enflasyon beklentilerini arttırmıştır²⁵⁷.

Bu süreç 1994 yılında ekonominin ciddi bir ekonomik kriz ile karşılaşmasına neden olmuş ve enflasyon %80'ler platosunda seyretmeye başlamıştır. 1995 yılında IMF ile yapılan istikrar programının gereği olarak Merkez Bankası'nın kamuya açtığı krediler sınırlandırılmış ve bir program çerçevesinde azaltılması planlanmıştır. Bu programın temel amacı ise enflasyonu önemli oranda düşürmek olarak belirlenmiştir. Ancak, 1995 yılında seçim nedeniyle yaşanan siyasi belirsizlik bu programın başarısını olumsuz yönde etkilemiştir.

1990'lı yılların sonlarında ise, Türkiye deneyiminde yüksek bütçe açıkları-kronik enflasyon ilişkisinin oldukça hakim olduğu ve bu durumun enflasyondaki atalet ve yapışkanlığı beraberinde getirdiği görülmektedir. Bir başka ifadeyle Türkiye'de bütçe açıklarının ve borç stokunun GSMH'ye oranının yüksek oranlarda seyretmesi iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini aşağıya doğru revize etmelerini engellemiş; bu durum

²⁵⁷ TCMB, "Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkisi", TCMB Yayınları, 2002.

da bozulan kamu dengeleri ileriye dönük olumsuz beklentiler kısır döngüsü ile enflasyonun yapışkanlığını artırarak yüksek oranlı enflasyona neden olmuştur²⁵⁸.

2.4. Dış Ticaret Açığı ve Cari İşlemler Dengesindeki Gelişmeler

1980 sonrasındaki dönemde Türk ekonomisindeki en belirgin yapısal dönüşümlerden biri dış ticaret politikalarında olmuştur. Bu dönemde ithal ikameci politikalar terk edilerek dışa açık ve ihracata dayalı bir dış ticaret politikası benimsenmiş, hükümetler Türkiye'nin dış dünyada rekabet gücünü artırabilmek için döviz kuru politikasını, teşvik ve sübvansiyonları ihracatı artırıcı şekilde kullanmışlardır.

Bu çerçevede ihracat hacmi 1980'deki 2,9 milyar dolar seviyesinden 1980'li yılların sonunda 12 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Bu dönemde ihracatın kompozisyonunda da belirgin bir farklılaşma oluşmuştur. Söz konusu dönemde sanayi ürünlerinin toplam ihracat içerisindeki payı yaklaşık %35'ler seviyesinden %75'ler seviyesine yükselmiştir. 1980'li yıllarda ithalat rejimi de serbestleştirilmiştir. Buna paralel olarak ithalatta da belirgin bir artış gözlenmiştir. 1980'de 7,9 milyar dolar civarında olan ithalat 1980'lerin sonunda 16 milyar dolar seviyesine yükselmiştir. Bu iki unsur, 1980 sonrasında ülke dış ticaretinin GSMH'ye oranının belirgin bir şekilde artması sonucunu getirmiştir.

1980'li yıllarda ortalama %70'ler seviyesinde olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 1990'lı yıllarda %60'lar seviyesine gerilemiştir. Bu durum dış ticaret dengesi üzerinde de olumsuz bir etkiye neden olmuştur. Nitekim 1980 yılında 5 milyar dolar açık veren dış ticaret dengesi, 1990 yılı sonunda 9 milyar dolar, 2000 yılı sonunda ise 26,7 milyar dolar açık vermiştir. Dış ticaret ve ödemeler dengesindeki söz konusu bozukluklar, zaman içerisinde, Türk ekonomisinin en önemli sorunlarından biri haline gelmiş ve yaşanan finansal krizlerin en önemli etkenlerinden biri olmuştur.

Diğer bir önemli nokta ise 1989 yılında gerçekleştirilmiş olan sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonrasında ödemeler dengesini finanse eden sermaye akımlarının yapısında meydana gelen değişim ile ilgilidir. Daha önce de belirtildiği gibi, 1990'lı yıllarda, orta ve uzun vadeli kredilerin yerini kısa vadeli kredilerin aldığı görülmektedir. Bu bağlamda yurtdışından sağlanan kısa vadeli portföy yatırımlarının sayısında hızlı bir artış görülmüştür. Uzun vadeli sermaye akımları değerlendirildiğinde ise 1983 yılından itibaren Merkez Bankası'nın yurtdışında çalışan işçilere sağlamış

²⁵⁸ YILMAZ vd., 2002, s.48.

olduğu mevduat aktarma olanağı dış alemden ülkeye giren dövizlerde bir artışa neden olmuştur. Tablo 20 dış ticaret açığı ile cari işlemler dengesinin liberalizasyon sürecindeki gelişimlerini GSMH'nın payları olarak göstermektedir.

Tablo 20: Dış Ticaret Açığı ve Cari Dengenin Gelişimi (1980-2001) (%)

	Dış Ticaret Açığı/GSMH	Cari İşlemler Dengesi/GSMH
1980	6,6	4,9
1983	4,8	3,1
1984	4,8	2,4
1985	4,4	1,5
1986	4,0	1,9
1987	3,7	0,9
1988	2,0	-1,8
1989	3,9	-0,9
1990	6,3	-1,7
1991	4,8	0,2
1992	5,1	-0,6
1993	7,8	-3,5
1994	3,2	2,0
1995	7,7	-1,4
1996	5,7	-1,3
1997	7,9	-1,4
1998	6,9	1,0
1999	5,6	-0,7
2000	11,1	-4,9
2001	3,1	2,4

Kaynak: Sayılarla Türkiye Ekonomisi, Gelişmeler (1980-2001) Tahminler (2002-2005), DPT, Ankara, 2002.

Tablodaki verilere göre Türk ekonomisi, 1997'de krize giren Asya ülkelerinin aksine, kronik dış ticaret açığı veren bir ülkedir. Liberalizasyon sürecinin ilk yıllarında azalma eğilimine giren açık oranı 1988 yılında en düşük seviyeyi gerçekleştirdikten sonra inişli çıkışlı bir seyir izlemektedir. Yine kriz yılları olan 1994 ve 2001'in hemen öncesinde dış ticaret açığının incelenen dönemde (1997 yılı hariç) zirve yaptığı görülmektedir. Kriz yıllarında ise uygulanan istikrar programlarının dominant önermesi olan devalüasyonun etkisiyle bu açık oranı hızla düşmektedir. Buna bağlı olarak cari işlemler dengesi de bu yıllarda pozitif dönmektedir.

2.5. Ekonomik Büyüme Oranındaki Gelişmeler

Türk ekonomisinin 1980 sonrasındaki performansı incelendiğinde, ekonominin özellikle 1984 yılından itibaren, 1990'lı yılların başlarına kadar oldukça yüksek oranda büyüdüğü görülmektedir. 1980-1984 döneminde, 1970'lerdeki büyüme oranları aşılmış olsa da, özellikle 1984-1990 döneminde büyüme belirgin bir ivme kazanmış ve milli gelir bu dönemde ortalama olarak %5'in üzerinde artmıştır²⁵⁹.

Ancak 1980'li yılların sonlarından itibaren, büyüme oranlarında dalgalı bir yapı oluşmuştur. Örneğin, 1990'da %9,4 gibi son derece yüksek bir seviyeye erişen ekonomik büyüme hızı hemen arkasından 1991 yılında, neredeyse hiç büyümemiştir. 1993 yılında yeniden yüksek bir büyüme hızına ulaşan ekonomi, 5 Nisan kararlarının alındığı 1994 yılında büyük bir çöküş yaşamıştır. 1995 yılında ise ekonomi %8'lik bir büyüme hızı yakalamıştır. 1990'ların son yıllarına ve 2000'li yıllara bakıldığında da büyüme istatistikleri benzer bir görünüm arz etmektedir. 1999 yılında %6,1 küçülen ekonomi 2000 yılında %6,3 büyümüş, 2001 yılında ise %9,5 gibi Cumhuriyet döneminin en derin küçülmesi kaydedilmiştir. 2002 yılında bu süreç yeniden tersine dönerek %7,8'lik bir ekonomik büyüme sağlanmıştır.

1980'li yıllardan günümüze kadar geçen sürede ekonomik büyümede hakim olan dalgalı yapı, 1980-2002 döneminde gerçekleşen üretimin potansiyel üretim düzeyinin etrafında inişli çıkışlı bir yapı sergilemektedir. Ayrıca, Türk ekonomisinin 1994 yılında yaşadığı kriz sonrası potansiyel üretimin seyrinin yapısal bir kırılma gösterdiği ve bu çerçevede yeni bir patikaya oturduğu dikkat çekicidir.

Türk ekonomisinde söz konusu dalgalı büyüme sürecine etki eden faktörler arasında aşağıdaki unsurlar önem arz etmektedir:

- Kronik enflasyonun piyasalarda belirsizliğe neden olması ve kaynak dağılımında dengesizlik yaratması;
- Yüksek kamu açıklarının temelde iç borçlanma ile finanse edilmesi ve bunun özel sektör yatırımlarını dışlaması;
- Kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmalar;

²⁵⁹ Okan AKTAN & Anne O. KRUEGER, "Swimming Against the Tide: Turkish Trade Reform in the 1980s", **International Center for Economic Growth**, 1992, s.38.

- Üretime etki eden girdilerden, ücretlerin ve kârların halihazırda dalgalı oluşu, faiz oranlarının sürekli artması ve değişken bir yapı göstermesi.

1980-2000 döneminde GSMH içerisindeki sektör payları bakımından tarım sektörünün payı gerilemiş, sanayi ve hizmetler sektörlerinin payı ise artmıştır. Nitekim 1980 yılında GSMH içerisindeki payı %24 olan tarım sektörünün payı 2000 yılında %13 seviyesine gerilemiş; söz konusu yıllarda sanayiinin payı %20'den 27'ye, hizmetler sektörünün payı ise %55'ten 59'a çıkmıştır.

Tablo 21 ve 22 ekonominin genel dengesindeki gelişmeleri 1987-2003 yılları itibariyle vermektedir. Tablo 20 bu gelişmeleri yıllık % değişimler halinde verirken, Tablo 22 GSMH'nin payları olarak göstermektedir. Tablolardaki verilere göre, ilk aşamada ekonominin büyümesinin inişli çıkışlı bir seyir izlediği, yani istikrarlı bir büyüme trendinin yakalanamadığı söylenebilecektir. Ancak, büyüme oranının 1990 yılından itibaren (1991 yılı hariç) 1988 ve 1989 yıllarındaki performansının çok üstünde bir platoya oturduğu da görülmektedir. Benzer bir çıkarsama sabit sermaye yatırımları için de yapılabilir.

Yine hemen dikkati çeken bir başka nokta, finansal liberalizasyon sürecindeki iki büyük kriz yılı olan 1994 ve 2001 yıllarında neredeyse tüm göstergelerin negatif değer almış olmasıdır. 1994 yılında sadece dış kaynak ve özel tasarruf yatırım farkı pozitif değerlidir. Ekonomide daralma olduğunda kamu ve özel tüketimin düşmesi beklenir. Ancak, tüketimden azalan bu kısmın tasarruflara ve yatırımlara dönüşmüş olması gerekmektedir. Krizi takip eden yıl olan 1995'te bu beklentinin özel sektör açısından gerçekleştiğini söylemek mümkün iken, kamu sektörünün tasarruflarının yaklaşık %80 oranında azaldığını, ancak her nasılsa kamu yatırımının %24,4 oranında arttığını görmekteyiz. 2001 ve 2002 yıllarında da benzer bir gelişme söz konusudur.

1994 yılında, ekonominin daralması bir önceki yıla göre %6,1 oranında olmuş, buna karşın dış kaynakların artışı %6,3 oranında gerçekleşmiştir. Toplam kaynaklardaki daralma daha büyük boyutludur. Ancak, esas darbeyi toplam yatırımlar yemiştir. Bu kalemdaki küçülme anılan yılda %28,6 oranındadır. Diğer taraftan kamu tüketimi rakamları genellikle pozitif değerler almaktadır. Gerçekten de 1988, 1994 ve 2001 yılları bir kenara bırakılacak olursa – ki son ikisi kriz yıllarıdır – kamu tüketiminde bir önceki yıla göre sürekli artış gözlenmektedir. Kriz yıllarından önce artış trendi ivme kazanan bu kalemin krizi takip eden yıllarda bu hızı önemli ölçüde düşmektedir. Bu duruma bağlı olarak kamu tasarrufu da dramatik bir şekilde negatif yüksek değerlerde

seyretmektedir. Bu, kamu sektöründe mali disiplinin sağlanamamış olduğunun açık göstergesidir.

Tablo 21: Ekonominin Genel Dengesi (1998 Fiyatlarıyla % Değişme)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GSMH	1,5	1,6	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,0
Dış Kaynak (1)	2,4	0,2	-4,3	1,0	0,1	-4,9	6,3	-3,2
Toplam Kaynaklar	-0,9	1,4	13,7	-0,6	6,2	12,8	-11,7	11,2
Toplam Yatırımlar	-3,0	2,5	26,6	-9,9	7,3	29,7	-28,6	30,4
Sabit Sermaye Yatırımı	0,8	3,2	14,9	-0,4	5,7	24,1	-14,8	8,8
<i>Kamu</i>	-17,5	4,7	7,7	1,5	5,8	8,2	-41,1	-1,1
<i>Özel</i>	13,4	2,5	16,6	0,5	5,7	31,7	-4,4	11,2
Stok Değişmesi (1)	-0,8	-0,2	2,8	-2,7	0,4	1,3	-3,9	4,2
<i>Kamu</i>	-0,6	0,2	1,9	-1,5	-0,7	0,7	-1,3	0,9
<i>Özel</i>	-0,2	-0,4	0,9	-1,2	1,1	0,6	-2,7	3,4
Toplam Tüketim	-0,3	1,1	10,2	2,4	5,8	8,0	-5,9	6,2
Kamu Harcanabilir Gelir	-0,6	-2,1	-0,9	-15,8	-3,1	-10,8	8,1	11,3
<i>Kamu Tüketimi</i>	-0,2	2,5	7,1	1,8	8,7	4,4	-5,9	1,6
<i>Kamu Tasarrufu</i>	-1,5	-12,5	-22,1	-80,0	-223,3	237,5	-62,5	-111,7
Kamu Yatırımı	-24,1	7,9	33,7	-15,3	-4,1	19,0	-57,8	24,4
Kamu (Tas.-Yat.) Farkı	-62,0	96,8	141,9	25,0	17,9	41,8	-59,0	-6,6
Özel Harcanabilir Gelir	1,9	2,4	11,5	3,4	7,9	10,7	-7,6	7,5
<i>Özel Tüketim</i>	-0,5	1,0	10,8	2,5	5,3	8,7	-5,9	7,0
<i>Özel Tasarruf</i>	12,0	7,6	15,5	6,5	16,8	17,1	-12,8	9,1
Özel Yatırım	11,3	0,0	23,0	-7,0	13,0	34,1	-17,7	31,6
Özel (Tas.-Yat.) Farkı	17,7	80,2	-25,4	95,5	37,6	-33,1	16,4	-84,5
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GSMH	7,1	8,3	3,9	-6,1	6,3	-9,5	7,8	5,0
Dış Kaynak	-0,4	-0,9	2,8	-2,1	-3,0	8,3	-1,2	-2,0
Toplam Kaynaklar	7,3	8,9	1,1	-4,0	9,1	-16,9	9,2	7,1
Toplam Yatırımlar	4,5	11,3	-1,4	-5,2	16,3	-46,1	41,0	16,4
Sabit Sermaye Yatırımı	12,3	14,2	-3,2	-13,7	14,6	-30,8	-4,0	5,5
<i>Kamu</i>	28,7	30,1	8,0	1,0	20,4	-29,5	10,7	-22,2
<i>Özel</i>	8,8	10,1	-6,6	-18,8	12,1	-31,5	-11,1	22,0
Stok Değişmesi	-1,8	-0,8	0,5	2,1	0,6	-4,6	7,1	2,4
<i>Kamu</i>	0,6	0,3	0,1	-0,5	0,0	-0,8	0,8	-0,1
<i>Özel</i>	-2,4	-1,0	0,4	2,6	0,6	-3,9	6,4	2,6
Toplam Tüketim	8,2	8,1	1,8	-3,6	6,9	-7,3	3,2	4,6
Kamu Harcanabilir Gelir	-14,3	34,7	-18,4	-32,0	15,5	-59,1	114,8	12,5
<i>Kamu Tüketimi</i>	1,0	6,0	6,9	5,1	4,3	-2,1	1,9	1,1
<i>Kamu Tasarrufu</i>	-1,704	-164,2	-308,6	185,4	-8,6	81,4	-35,4	-11,4
Kamu Yatırımı	47,2	34,5	8,5	-6,2	20,6	-39,6	27,5	-24,7
Kamu (Tas.-Yat.) Farkı	97,2	-11,7	62,1	35,4	7,2	7,7	-13,9	-18,2
Özel Harcanabilir Gelir	10,0	5,6	6,8	-3,5	5,7	-5,7	4,2	4,5
<i>Özel Tüketim</i>	9,5	8,5	1,0	-5,1	7,4	-8,2	3,4	5,3
<i>Özel Tasarruf</i>	11,5	-3,2	26,3	0,8	1,5	1,1	6,0	2,5
Özel Yatırım	-3,2	5,0	-4,9	-4,8	14,6	-48,8	47,6	33,8
Özel (Tas.-Yat.) Farkı	530,4	-47,6	365,8	13,5	-23,1	139,8	-18,7	-31,2

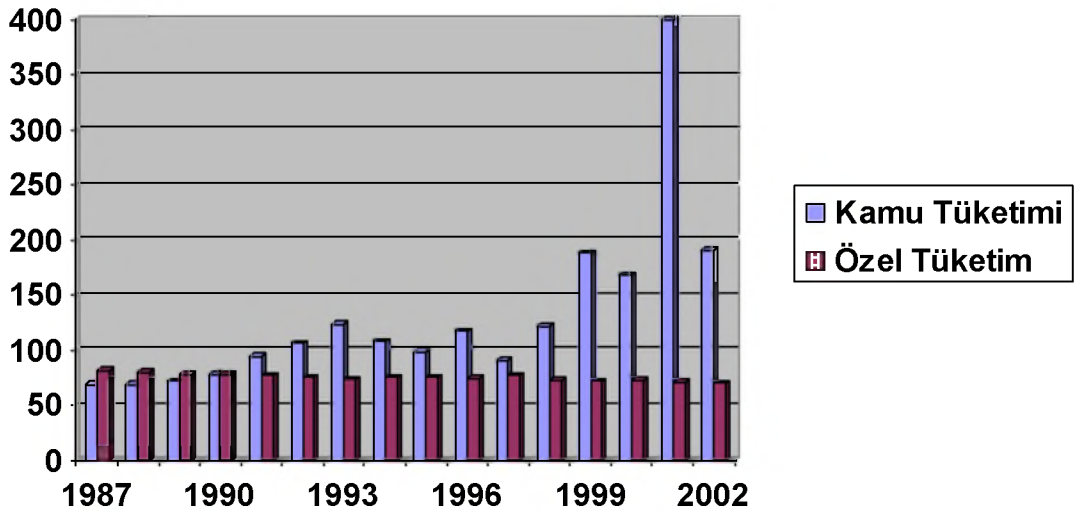
Kaynak:Hazine İstatistikleri 1980-2003, Hazine Müsteşarlığı, 2004.

Tablo 22: Ekonominin Genel Dengesi (GSMH İçindeki Pay 1998 Fiyatlarıyla)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
GSMH	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dış Kaynak	1,8	-0,5	-0,7	3,3	2,3	2,1	6,4	0,1
Toplam Kaynaklar	101,8	99,5	99,3	103,3	102,3	102,1	106,4	100,1
Toplam Yatırımlar	22,4	21,4	21,6	25,0	22,4	22,6	27,2	20,6
Sabit Sermaye Yatırımı	21,5	21,4	21,7	22,8	22,7	22,5	25,8	23,4
<i>Kamu</i>	8,8	7,1	7,4	7,2	7,3	7,3	7,3	4,6
<i>Özel</i>	12,7	14,3	14,4	15,3	15,3	15,2	18,6	18,9
Stok Değişmesi	0,9	0,0	-0,1	2,4	-0,2	0,1	1,3	-2,8
<i>Kamu</i>	0,3	-0,4	-0,2	1,6	0,1	-0,6	0,1	-1,3
<i>Özel</i>	0,6	0,4	0,0	0,9	-0,3	0,7	1,2	-1,5
Toplam Tüketim	79,4	78,1	77,7	78,3	79,8	79,4	79,3	79,5
Kamu Harcanabilir Geliri	18,4	18,0	17,3	15,7	13,2	12,0	9,9	11,4
<i>Kamu Tüketimi</i>	12,7	12,5	12,6	12,3	12,5	12,8	12,3	12,4
<i>Kamu Tasarrufu</i>	5,7	5,5	4,7	3,4	0,7	-0,8	-2,4	-1,0
Kamu Yatırımı	9,1	6,8	7,2	8,8	7,4	6,7	7,4	3,3
Kamu (Tas.-Yat.) Farkı	-3,4	-1,3	-2,4	-5,4	-6,7	-7,5	-9,8	-4,3
Özel Harcanabilir Gelir	81,6	82,0	82,7	84,3	86,8	88,0	90,1	88,6
<i>Özel Tüketim</i>	66,7	65,5	65,1	65,9	67,3	66,6	66,9	67,1
<i>Özel Tasarruf</i>	14,9	16,4	17,4	18,4	19,5	21,4	23,1	21,5
Özel Yatırım	13,3	14,6	14,4	16,2	15,0	16,0	19,8	17,3
Özel (Tas.-Yat.) Farkı	1,5	1,8	3,2	2,2	4,2	5,4	3,4	4,2
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
GSMH	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dış Kaynak	3,1	3,3	3,9	1,1	3,3	6,0	-2,6	-1,3
Toplam Kaynaklar	103,1	103,3	103,9	101,1	103,3	106,0	97,4	98,7
Toplam Yatırımlar	24,9	24,3	25,0	23,7	24,0	26,2	15,6	20,4
Sabit Sermaye Yatırımı	23,6	24,8	26,1	24,3	22,4	24,1	18,4	16,4
<i>Kamu</i>	4,2	5,0	6,0	6,3	6,8	7,6	6,0	6,1
<i>Özel</i>	19,4	19,7	20,1	18,1	15,6	16,5	12,5	10,3
Stok Değişmesi	1,3	-0,4	-1,1	-0,6	1,6	2,1	-2,8	4,0
<i>Kamu</i>	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	-0,8	0,0
<i>Özel</i>	1,7	-0,7	-1,6	-1,1	1,6	2,0	-2,0	4,1
Toplam Tüketim	78,2	79,0	78,9	77,3	79,4	79,8	81,8	78,3
Kamu Harcanabilir Geliri	11,8	9,4	11,7	9,2	6,6	7,2	3,3	6,5
<i>Kamu Tüketimi</i>	11,6	11,0	10,7	11,1	12,4	12,1	13,2	12,4
<i>Kamu Tasarrufu</i>	0,1	-1,6	0,9	-1,9	-5,7	-4,9	-9,9	-5,9
Kamu Yatırımı	3,8	5,2	6,5	6,8	6,8	7,7	5,1	6,1
Kamu (Tas.-Yat.) Farkı	-3,7	-6,8	-5,6	-8,7	-12,5	-12,6	-15,0	-12,0
Özel Harcanabilir Gelir	88,2	90,6	88,3	90,8	93,4	92,8	96,7	93,5
<i>Özel Tüketim</i>	66,5	68,0	68,1	66,3	67,0	67,6	68,6	65,8
<i>Özel Tasarruf</i>	21,7	22,6	20,2	24,6	26,4	25,2	28,1	27,7
Özel Yatırım	21,1	19,1	18,5	16,9	17,2	18,5	10,5	14,3
Özel (Tas.-Yat.) Farkı	0,6	3,5	1,7	7,6	9,2	6,7	17,7	13,3

Kaynak:Hazine İstatistikleri 1980-2003, Hazine Müsteşarlığı, 2004.

Tablo 21 ve 22'deki verilere göre, 1987-2002 döneminde Türk ekonomisi oluşturduğu ve dıştan temin ettiği kaynakların toplamını ortalama %22,95 oranında yatırıma ayırmış, %77,05 oranında tüketime harcamıştır. Toplam yatırımlar kaleminin GSMH içindeki payı ile sabit sermaye yatırımlarının payı birbirine oldukça yakındır. Sabit sermaye yatırımlarının kamu ve özel sektör arasındaki ayırımı incelendiğinde, kamunun payının ele alınan dönemde ortalama %6,5 civarında, özel sektörün payının ise 1997 yılına kadar artan bir eğilim içinde olduğu, bu yıldan itibaren 2003'e değin (2000 yılındaki artış hariç) düşüş gösterdiği gözlenmektedir. Özel sektörün sabit sermaye yatırımları açısından GSMH payının dönem ortalaması %14.93'tür. Bu oranlar bize, tasarruf ve yatırım bakımından, ekonomide özel sektörün rolünün artırılması hedefinin belli ölçülerde tutturulduğunu söylemektedir.



Şekil 8: GSMH'nin Payı Olarak Harcanabilir Gelirden Tüketimin Gelişimi

Şekil 11'den de görüleceği gibi, GSMH'nin payları olarak kamu kesimi harcanabilir gelirinin kullanımında kamu tüketimi giderek artan bir seyir izlemekte, özel tüketim ise istikrarlı bir gelişme göstermektedir. 2001 yılında kamu tüketimi harcanabilir gelirinin %400' oranında gerçekleşerek ele alınan dönemin zirvesini oluşturmaktadır. Öte yandan, kamu kesiminin yatırımlarının gelişimine bakıldığında GSMH'nin payı olarak tasarruflarının çok üzerinde yatırım oranlarının mevcut olduğunu görmekteyiz. Kamunun yatırımlarının bu düzeylerde gerçekleşmiş olması, devlet borçlarının anapara ve faiz ödemelerinin neredeyse bütçeyi yuttuğu gerçeği ile birlikte okunduğunda ödünç

verilebilir fonlar piyasasından özel sektöre yönelik olarak güçlü bir dışlama etkisinin varlığını düşündürmektedir.

2.6. Kamu Kesimi Dengesindeki Gelişmeler

Daha önceden de belirtildiği üzere 1980 İstikrar Programı'nın temel amaçlarından biri kamu maliyesindeki dengesizlikleri ortadan kaldırarak istikrarlı ve sürdürülebilir bir makroekonomik yapıya kavuşmaktır. 1980'li yılların başında uygulamaya konulan kamu maliyesi reform ve düzenlemelerinin etkisiyle kamu ekonomisinde belirgin bir mali disiplinin sağlandığı görülmektedir. Söz konusu dönemde uygulamaya konulan vergi reformu, KİT'lerin istihdam ve fiyatlandırma politikalarındaki ayarlamalar, kamu harcamalarının düzenlenmesi gibi girişimler kamu maliyesindeki iyileşmenin temel etkenleri arasında gösterilebilir. Ancak, kamu gelirlerinin harcamaları karşılayamaması nedeniyle, 1980'li yıllar boyunca kamu açıklarının finansmanı problemlili bir alanı yansıtmaya devam etmiş, bu durum 1990'lı yılların başlarından itibaren makroekonomik dengeler üzerinde oldukça olumsuz etkilere neden olmuştur²⁶⁰.

Bu çerçevede, özellikle 1990'lı yıllarda kamu açıkları yüksek seviyelere ulaşmış, borç stokunun da çarpıcı bir şekilde yükselmesi neticesinde artan oranlarda faiz dışı fazla verilmesine ihtiyaç duyulmuştur. 1990'lı yılların başlarında kamu açıklarının hızla artması sonucunda, Hazine iç piyasadaki yüksek miktarda borçlanmaya başlamış; bunun sonucunda yükselen faizler ise borçlanmanın maliyetini daha da artırmıştır. Dolayısıyla, takip eden dönemde yüksek reel faizlerin etkisi daha da belirgin hale gelmeye başlamıştır. Kamu kesimi dengesi ile ödemeler dengesindeki bozukluklar Türk Lirası'na olan güvenin kırılmasına ve piyasada artan likiditenin döviz piyasasına kaymasına neden olmuştur. Bu sürecin sonunda, 1994 yılında Türk ekonomisi ciddi bir finansal krizle karşılaşmıştır. Kriz ile birlikte enflasyonda da büyük bir sıçrama meydana gelmiştir. Alınan önlemler ile 1995 yılı başından itibaren enflasyonda gerileme sürecine girilmesine rağmen denge daha yüksek bir platoda oluşmuştur.

Yüksek kamu açıklarının yanısıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyici durumunda olması yeterince derin olmayan yurtiçi finansal piyasalar üzerinde baskı oluşturmuş ve reel faiz oranlarının yüksek seviyede kalmasına yol açmıştır. Enflasyonist ortam risk primini artırmak suretiyle reel faiz oranlarının yüksek seyretmesinde etkili olmuştur. Makroekonomik ortamın bozulmasında 1990'lı yılların

²⁶⁰ TCMB, 2002, s.29-34.

sonlarında Asya ve Rusya krizleri ile ülkemizde yaşanan deprem felaketleri de etkide bulunmuştur. Bu çerçevede, 1992-2001 döneminde yıllık ortalama GSMH büyüme hızı %3'ün altında kalırken, iç borçlanma reel faiz oranı %20'ler civarında oluşmuştur. Yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma gereğini daha da artırarak borç-faiz kısır döngüsünü ortaya çıkarmıştır. Borç stokundaki artışla birlikte borcun sürdürülebilirliği konusu gündeme gelmiştir.

Özetle, 1990'lı yıllarda kamu açıklarındaki artışlar Türkiye ekonomisindeki genel makroekonomik dengeler üzerinde en belirleyici etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu durumu ortaya çıkaran temel unsurlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Bütçe dışı fonlar, döner sermayeler ve yerel yönetimlerin harcamalarının kontrol altına alınamaması ve görev zararları başta olmak üzere bazı harcamaların kamu bankaları kanalıyla şeffaf olmayan bir şekilde karşılanması sonucu kamu maliyesindeki disiplinin bozulması;
- Kamu sektöründeki aşırı istihdam politikası ve verimlilikle uyumlu olmayan maaş ve ücret artışlarının makroekonomik dengeleri olumsuz etkilemesi;
- Sosyal Güvenlik Kurumlarının aktüeryal dengelerinin bozulması ve bu kurumların açıklarının hızla artmasının bütçeye ilave yük getirmesi;
- Verimsiz tarımsal destekleme politikaları ve yüksek maliyetle ve verimsiz olarak çalışan büyük bir KİT sisteminin varlığının kamu dengelerini bozması.

Bu faktörler 1990'lı yıllar boyunca artan bir oranda kendini hissettirmiş ve bu durum kamu dengeleri üzerinde olumsuz sonuçlara neden olmuştur. Bu çerçevede 1990'lı yıllar üç dönem halinde incelendiğinde, kamu kesimi borçlanma gereğinin yükselen bir eğilime sahip olduğu karşımıza çıkmaktadır. Borçlanma gereği, ortalama değerlerle, 1990-1994 döneminde GSMH'ye oran olarak %9,5 oranında gerçekleşmiş; bu oran 1995-1998 döneminde %7,5'lere gerilemesine rağmen 1999-2001 döneminde oldukça yükselerek %14,6 civarında gerçekleşmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğindeki son artış, büyük ölçüde 2001 yılındaki krizin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Tablo 23 konsolide bütçeye ilişkin seçilmiş göstergelerin 1980-2001 aralığında gelişimini vermektedir.

kapsamındaki kuruluşların da yer aldığı görülmektedir. Türkiye’de kamu kesiminin tüm parçaları açık verir vaziyettedir. Ancak, gerek faiz ödemelerinin konsolide bütçe kalemleri arasında yer alması, gerekse konsolide bütçenin kamu kesimi dengesi içinde önemli yer tutması nedeniyle biz bu çalışmada yalnızca konsolide bütçeye ilişkin göstergelerin gelişimini ele alıp inceleyeceğiz.

Tablo 23’deki verilere göre ilk söylenebilecek nokta, konsolide bütçenin kronik açıklarının GSMH’ya oranının 1994 yılından sonra yükselen bir platoya oturduğudur. Türk ekonomisinde konsolide bütçenin faiz dışı açığının GSMH’ya oranı ise 1980-1990 döneminde inişli çıkışlı bir seyir izlemiş, dönemin son üç yılında pozitif değer almıştır. Başka bir ifade ile bu üç yılda değerler düşük olsa da faiz dışı fazla sözkonusudur. 1991-2001 döneminde ise aynı gösterge ilk üç yıl açık şeklinde gerçekleşikten sonra 1994 yılından itibaren dönemin sonuna kadar 1996, 1997 ve 1999 yılları hariç tutulacak olursa artan bir seyir izleyen faiz dışı fazla haline gelmiştir. Bu üç yılın ikisinde Asya ve Brezilya krizlerinin yaşandığı göz önüne alınırsa, 1994 İstikrar Programındaki kamu bütçesinin faiz dışı fazla verme koşulunun (IMF’nin sıkı denetimi yardımıyla bile olsa) yerine getirildiği görülmektedir.

Tabloda bir başka dikkati çeken nokta, devlet borçları faiz ödemelerinin ulaştığı seviyedir. Bu kalemin yatırım harcamalarına oranı döneme %17 ile başlamış, 2001 yılında %1052 gibi dramatik bir boyuta ulaşmıştır. Faiz ödemelerinin transfer olduğu göz önüne alınırsa, bu kalemin transfer harcamaları içindeki payı da liberalizasyon süreci boyunca artış göstermiştir. Bu oranın dönem başı değeri %7,9 iken 2001 yılı itibariyle %73,7 değerini taşıdığı görülmektedir. Bunun anlamı, kamu bütçesinden yapılan sosyal ve iktisadi transferlerin dışlama etkisine maruz kalarak küçüldüğüdür. Bu durum sosyal devletin giderek ortadan kalktığı yolundaki eleştirilere haklılık kazandırmaktadır. Yine faiz ödemelerinin net borçlanma ve konsolide bütçe gelirlerine olan oranında da dönem boyunca önemli artışların yaşandığı görülmektedir.

Konuyu vergi gelirleri açısından ele alacak olursak, ilk söylenebilecek husus vergi gelirlerinin toplam harcamalara oranında yıllar içindeki azalmanın dikkat çektiğidir. Bunun nedeni vergi gelirlerinin artışına bağlanabilirse de, artan borç anapara ve faiz ödemelerinin oluşturduğu etkiyle toplam harcamalar kaleminin büyümesidir. Nitekim faiz ödemeleri dışarıda bırakıldığında vergi gelirleri/toplam harcamalar oranının yükseldiği, 2001 yılında %102,5 gibi bir düzeye ulaştığı anlaşılmaktadır. Konsolide bütçe toplam gelirlerinin faiz dışı toplam harcamalara oranında bu durum daha belirgin olarak gözükmemektedir. Vergi gelirlerinin GSMH içindeki payı ele alınan dönemin ilk

yarısında ılımlı bir seyir gösterirken, ikinci yarıda artış trendine girerek dönem sonunda %22, 2 gibi bir orana ulaşmıştır.

3. Türkiye'nin Finansal Liberalizasyon Deneyimine İlişkin Değerlendirme

Türkiye 1980 yılı ile birlikte liberalizasyon sürecine girmiş ve bu süreci 1989 yılında dış finansal liberalizasyon ile tamamlamıştır. Finansal liberalizasyon başta olmak üzere bu dönüşümden beklenen, ekonominin dışa açık, rekabetçi bir yapıda gelişmesini sağlayarak istikrarlı bir büyüme trendinin elde edilmesi olarak açıklanmıştır. Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye, kronik sermaye yetersizliği ve döviz açığı gibi iki soruna sahiptir. Başka bir ifade ile, yatırıma yönelecek tasarruflar yetersizdir ve kamu açıkları yüksek düzeyde seyreden enflasyonun kalıcı olmasında baş rolü oynamaktadır. Ülke istikrarlı bir kalkınma sürecinin önündeki bu sorunları çözmek için çeşitli yollar denemiştir. Bu süreçte uygulanan para politikalarının fiyat istikrarını sağlama ekseninde Binay ve Kunter (1998) tarafından ulaşılan sonuçlarını şöylece özetlemek mümkündür²⁶¹:

- Finansal liberalleşme amacıyla atılan adımlar bir müddet sonra kamu açığının kalıcı olarak finansman aracına dönmektedir. Bunun en somut örnekleri munzam karşılık ve disponibilite oranlardır. 1983 yılında % 10 olan disponibilite oranı 1991 Mart ayında kademeli olarak % 35'e yükseltilmiştir. Efektif munzam karşılık oranları ise 1980'de % 22 iken, 1997'de % 7.5'e kadar düşmüştür. Bir yandan sistemin kaynak maliyeti düşürülmeğe çalışılırken diğer yandan finansal sistem bu kaynağı daha çok devlet kağıdı alacak şekilde yönlendirilmiştir.

- Dış borçların ertelenmesi sonrasında (1980-81) Türkiye'nin uluslararası piyasalardan uzaklaşması, hükümetlerin Merkez Bankası aracılığı ile yaratıcılıklarını geliştirmeye itmiştir. Öncelikle reel sektörün 1977-80 arasında birikimi hızlanan yurtdışında tuttıkları tasarrufları çekmek için, katlı kur uygulaması (hayali ihracat), hayata geçirilmiştir. İkinci uygulama ile yurtdışındaki işçilerin ve resmi istatistiklere intikal etmeyen bazı işlemler sonucunda Türkiye'de kalan katma değer, yabancı paranın, döviz tevdiat hesaplarına izin verilmek sureti ile ekonomiye kazandırılmasıdır. Üçüncü operasyon ise yurtdışındaki işçilerimizin birikimlerini, kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı, 1994'te süper hesap, 1997'de bedelsiz ithalat kolaylığı isimleri altında, çok cazip faizlerle Türkiye'ye çekmek olmuştur.

²⁶¹ BİNAY & KUNTER, 1998, s.33-34.

- 1987-1989 arasındaki tıkanıklık ise otoyol kredileri ve son çare olarak sermaye hesabının liberalizasyonu (32 sayılı Karar) ile aşılmıştır.

- 1988'de Bankalararası Döviz İşlemleri Piyasası faaliyete geçmeden bazı bankaların öncülük ettiği güçlü spekülasyon atak, Merkez Bankası faiz paritesini gündeme getirmiştir. Faiz paritesinin keşfedilmesi sonrasında piyasa faizlerinin çok altında yaratılan paranın 32 sayılı Kararın var olduğu bir ortamda, para ikamesine yol açtığı ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası döviz rezervlerini olumsuz etkileyen, kısa vadeli sermaye girişini engelleyen hatta sermaye çıkışına sebep olan bu tür bir parasal genişleme, faiz paritesi, anti-enflasyonist politika adı altında korunmağa çalışılırken, Türk lirasına değer kazandırılması sonucu, ödemeler dengesinde ciddi sıkıntılar yaşanmıştır. Maliyeti anlaşıldıktan sonra ara-sıra kesintiye uğrasa da (1994 kriz öncesi), Merkez Bankası karşılıksız yarattığı paranın maliyetinin piyasa faizlerine denk olmasını hükümetlere kabul ettirmiştir.

- 1988 sonlarında, 1991 yılında ve 1994'te gözlemlenen ödemeler dengesi sıkıntıları, Merkez Bankası'nı, hükümetlerin faiz paritesini benimsemesi sonucunda, hükümetlerin artan kamu açıkları sonrasında artması gereken iç faizler konusunda duyarlı davranacağı önyargısını, sabit fikir haline getirmeğe yönlendirmiştir. Halbuki sonuç tam tersine olmuş, ödemeler dengesi korkusu ve zaman serileri ispatlı Türkiye ekonomisinin hiperenflasyon bağışıklığı, sıçrayan kamu harcamalarının, reel faizler ve bir sonraki bütçeye etkisinin, hükümetlerce tamamı ile gözardı edilmesine yol açmıştır.

- Sonuç, reel faizler ne olursa olsun, kamu harcamalarının reel faizlerden etkilenmemesidir.

- Özel sektör ise kamu harcamalarının reel faizlere duyarlı olmadığını fark etmiş ve yatırım davranışını buna uygun bir biçimde değiştirmiştir. Özel sektör yatırımları reel faize değil, kamu harcamalarının artışına dayalı iç talep gücüne duyarlı hale gelmiştir. Bunda, büyük özel sektör gruplarının banka sahibi olması sonrasında, artan iç borçlanma sıkıntısı nedeni ile Hazine ve Merkez Bankasının gözetim ve denetim sonuçlarını daha az dikkate almasının etkisi vardır. İç faizlerin, vergi planlaması ya da reel sektördeki şirketlere kaynak aktarımı aracı olarak kullanılmasının ve denetimli dış piyasaların anlatılan teorik çerçevede hareket etmesinin de özel sektör yatırımlarının iç faizlere duyarlılığının ortadan kaldırılmasında önemli rolü olmuştur.

Denetimsizlik gereği, artan reel faizler, az riskli müşteriye dışlamış, az riskli müşteri denetimli dış piyasalardan çok daha düşük maliyetlerle kredi bulmuştur. Banka sahibi grupların bankalarının kullandıkları krediyi (%100 mevduat sigortası nedeni ile) sadece mali bünyeleri ya da ödeyecekleri vergi sebebi ile bir muhasebe rakamı olarak görmeleri sonucu, iç faizlerin özel sektörün yatırım davranışı ile olan ilişkisi çok büyük ölçüde kopmuştur.

- Merkez Bankası ise, aktarım mekanizmalarının Türkiye'deki teorik geçerliliğine inanmaya devam ederek yarattığı güvenlik kozası illüzyonu ile, maliyeti gittikçe ağırlaşacak istikrar programına uyum sağlayacak politikalarını hayata geçirmek zorunda kalacaktır. Türkiye'de paranın zaman maliyetini hükümetlere öğretmekte başarısızlığa uğrayan bir Merkez Bankası'nın başka çaresi de yoktur. Bilinmelidir ki Merkez Bankası'nın bağımsızlığı kamu açığı ile ters orantılıdır.

- Diğer bir çıkarım ise Türkiye'de hükümetlerin sürdürülebilir istikrarı sağlamasının yolunun yerleşik düzeni rekabetçi hale getirmek olduğunu fark etmeleri ve bunu gerçekleştirmeye cesaretlerinin olmadığıdır. Hükümetlerin tercihi düzeni rekabetçi hale getirmek yerine, gelecekteki maliyetleri artıracığı bilirse bile, düzenin devamını sağlayacak yenilikleri yaratmak yönünde olmuştur.

Finansal liberalizasyon sonrası uygulanan politikalar fiyat istikrarı alanında başarılı olamamıştır. Aşırı yüksek ve oynak faiz oranları, kamu kesimi açıkları ve bunların yol açtığı parasal genişleme fiyat istikrarının sağlanmasında olumsuz etkenlerdir. Yüksek faiz oranlarının mevcut olduğu ve bunun sonucu artan sermaye girişinin teşvik ettiği ithalatın olduğu bir ekonomide özellikle ihracata dönük yatırım beklemek zordur. Ülkedeki enflasyonun kronikleşmesi gelir dağılımında adaletsizliğe yol açmakta ve ekonomik karar birimlerini kısa vadeli düşünmeye zorlamaktadır. Böylece, enflasyon olgusu finansal piyasalarla birlikte ekonominin potansiyel büyüme performansına ulaşmasına engel olmaktadır. Finansal liberalizasyon sonrası kaynak tahsisinde etkinliğin artması beklenirken, bunun gerçekleşmediği görülmektedir. Bunun sonucu, bankacılık sektöründe kredi tayinlemesine gidilmiştir. Ayrıca, kronik enflasyon süreci, ekonomik birimleri kendilerini enflasyonun olumsuzluklarına karşı korumaya yönelik davranış biçimleri yaratmaya zorlamıştır. Bu süreç içinde TL kullanımından vazgeçilerek, dövize yönelme olmuş ve para ikamesi olgusu ortaya çıkmıştır. Döviz tevdiat hesaplarının/toplam mevduat oranındaki artış TL'den yabancı paraya geçişi daha net olarak ortaya koymaktadır. Döviz tevdiat hesaplarının M2Y içindeki payı, 1984 yılı itibarıyla %5 civarında iken, 1994'te %47, 2001 yılında ise %56 seviyesine

ulaşmıştır. TL'nin reel getirisinin yüksek olduğu dönemlerde para ikamesi olgusunun bu boyutlarda gerçekleşmesi ayrıca önem taşımaktadır.

1980 yılından itibaren Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının amacı, "finansal baskının kalkmasıyla ve finansal derinleşmenin sağlanması sonucu artan tasarrufların finansal aracılığın yoğunlaşması sayesinde daha etkin bir şekilde üretken alanlara tahsis edilerek istikrarlı bir ekonomik gelişmeye ulaşılması olarak" ifade edilmişti. Ne var ki, Türkiye'nin bu amaçlara ulaştığı söylenemez. 1980'lerde başlayan faiz deregülasyonu politikası 1982 yılında reel faiz uygulamasına dönüşmüştür. Uygulanan faiz politikaları, mevduatlara genel olarak pozitif faiz getirisi sağlamada başarılı olmuştur. 1980 sonrası dönemde kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki farklarda önemli oranlarda artış olmuştur. Kısa vadeli mevduatlara yönelik faiz uygulaması, mevduat vadelerini kısaltmış ve bankacılık kesimi kısa vadeli kredi uygulamasına ağırlık vermiştir. Mevduat faiz hadlerinin yüksek düzeylerde tutulması, kaynak maliyetini yükseltmiş ve yatırımları olumsuz yönde etkilemiştir.

Faiz oranlarının arttırılmasından sonra ülkeye gelen yabancı sermaye faiz arbitrajından yararlanmıştır. Yabancıların yanında, yerli kuruluşlar da yurt dışında döviz cinsinden borçlanıp, TL cinsinden kredi vermişlerdir. Ülkeye giren büyük miktardaki para, ithalatı arttırdığı gibi ihracatı da olumsuz yönde etkilemiştir. Finansal liberalizasyon sonrası beklenen, kaynakların üretken kesime aktarılması gerçekleşmemiş, finansal kesim ile birlikte mali kesim de fon yönetimine ve spekülasyona başvurmuşlardır.

Reel faiz-kur makasının faiz lehine açılması, reel işlemlerden finansal işlemlere geçişi kolaylaştırmış ve spekülatif ortamın gelişmesi sağlanmıştır. Türkiye'de yükselen faiz hadlerine rağmen, yurtiçi tasarrufların önemli bir artış kaydetmediği ve hatta 1991 sonrası düşme eğilimine girdiği görülmektedir. Finansal derinleşme süreci içinde, tasarruf kompozisyonunda finansal tasarruflar yönünde gelişmeler olmuştur. Finansal piyasalarda kurumsallaşma ve finansal araçlardaki çeşitlilik tasarrufların likiditesi daha yüksek olan finansal aktiflere yönelmesi bakımından faydalı olmuştur.

Daha önce de belirtildiği üzere ekonomide sağlanan büyümenin istikrarsız bir çizgi izlediği görülmektedir. Büyümenin dinamizmini sağlayan unsurlardan yatırım ve tasarruflardan meydana gelen gelişmelere baktığımızda, bu göstergelerin düşük seviyelerde oldukları görülmektedir. Diğer taraftan, serbestleşme süreci içinde tüketim ve tüketim malları ithalatında artışlar sağlanmış ve tüketimi teşvik amacıyla tüketici

kredilerinin yaygınlaştırılması konusunda başarılı olunmuştur. Yüksek reel faizler ve TL'nin değer kazanması sermayenin uzun vadeli yatırımlara yönelmesini engelleyerek büyüme yapay bir şekilde, kısa vadeli sermaye girişleri vasıtasıyla ithalata dayalı olarak sağlanmıştır. Ekonomik istikrarsızlık, göreceli fiyatları kararsız bir duruma getirerek, kısa dönemli, düşük riskli finansal araçlara yönelmeyi daha cazip kılmış ve dolayısıyla sanayileşme arka plana itilmiştir. Hatta, değinildiği üzere özel sektör kuruluşlarının asli görevlerini bırakıp finansal piyasalarda spekülasyon faaliyetleri yürüttükleri gözlenmektedir.

Yurtiçi tasarrufların artması durumunda dahi, finansal liberalizasyon hipotezinde öne sürüldüğü gibi, yatırımların anında artması kesin olmayabilir. Çünkü, mevcut gelir beklentisi ve potansiyel gelişme süreci yanında bir çok faktör yatırımcıların kararlarını etkilemek bakımından önem arz eder. Ayrıca, faiz seviyesi, tasarruf eğilimi ve verimli yatırımlar arasında öngörülen otomatik işleyiş kesin değildir. Yüksek faiz oranları tasarrufları arttırıcı bir etki yapmayabilir. Türkiye örneğinde, reel faiz oranlarında önemli artış olmasına rağmen, toplam tasarrufta belli bir artışın olmadığı görülmektedir. Yüksek faiz oranlarının devlet bütçesi ve işletme üzerindeki olumsuz etkileri dikkate alınmalıdır.

Türkiye gibi bütçe açıklarının önemli oranlara yükseldiği ülkelerde faiz hadlerindeki artış ilave bir yük getirmektedir. İç ve dış borçlarda ve yurtiçi borçlanma faizlerinde meydana gelen artışlar, cari harcamaların yüksek seyretmesine neden olmuş ve cari harcamaların GSMH'ya olan oranı artış göstermiştir. 1992 yılından itibaren kamu tasarruflarının GSMH oranı negatif seyretmeye başlamıştır. Bunun sonucunda yatırımların finanse edilebilmesi ve cari giderlerin karşılanabilmesi için devlet iç ve dış borçlanma enstrümanlarına ağırlık verilmiştir.

Kamu iç borçlarının giderek artması bütçe içinde faiz ödemelerinin payını giderek yükseltmiştir. Kamu iç borçlanmasının faiz oranlarını yükselterek devam etmesi ekonomide dışlama etkisi meydana getirmiş, özel sektörün potansiyel yatırımlarında bir azalmanın oluşmasına sebep olmuştur. Diğer bir ifadeyle, finansal liberalizasyon sonrası uygulanan politikaların kamu kesimi finansman dengesi alanında da başarılı olduğunu söylemek zordur.

Türkiye, döviz girdisi sağlamadaki performansını vergi gelirlerini arttırmada gösterememiştir. Ülkenin vergi gelirleri sadece iç borç ve ana para faiz ödemelerine yetmemektedir. Kamu kesimi borçlanma gereği/GSMH oranı, bütçe açığı/GSMH oranı, iç borç stoku ve iç borç servisi/vergi gelirleri oranlarında yükselme eğilimi süreklilik kazanmıştır.

Devlet diğer hizmetlerin finansmanını iç ve dış borçlanmaya giderek sağlamak durumunda kalmıştır. Bu da ifade edildiği gibi enflasyon ve faizleri arttırıcı bir baskı yaratmıştır. Kamu borçlarının milli gelire oranı sürekli artma eğilimine girmiş, bu da bütçeden faiz ödemeleri vasıtasıyla yapılan ödemeleri hızlı bir şekilde attırmıştır. Ayrıca, Hazine'nin kamu açıklarının finansmanında önce Merkez Bankası kaynaklarına başvurması, sonra piyasalardan borçlanmaya ağırlık vermesi ve finansal liberalizasyon sonrası para ikamesi olgusunun ortaya çıkması da Hazinesin enflasyon vasıtasıyla kaynak elde etme imkanlarını sınırlı hale getirmiştir. Böylece, Hazinesin borç sorunu daha da büyümüştür. Netice olarak, kamu harcamalarında artışa dayalı ve iç talebi sermaye girişlerinin de katkısıyla teşvik eden büyümeye yönelik politikalar makroekonomik alanda dengesizlikleri daha da arttırmıştır. İstikrarsız ekonomik büyüme, iç tasarruflar/milli gelir oranında azalma ve yüksek enflasyon piyasalarda dengelerin oluşmasını engellemektedir.

Finansal serbestleşme sonrası artan tasarruflar ve yabancı yatırımlar sayesinde dış kredilere fazla gereksinim olmayacağı şeklindeki görüşün tam tersi Türkiye'de gerçekleşmiştir. Finansal serbestleşme sonrası Türkiye'de dış borç stoku sürekli büyümüştür. Ayrıca, kısa vadeli dış borçlarda, özellikle 1991 sonrasında önemli artışlar olmuştur.

Türkiye ekonomik büyümesini son yıllarda dış ve iç borçlarla finanse etmeye çalışmıştır. Döviz-faiz arbitrajı yoluyla portföy ve kısa vadeli sermaye girişinde yaşanan artışlar ekonomik dengeleri bozmuştur. Banka kredilerinin artması, hisse senetleri fiyatlarının artması, kamu açıkları ve özel tasarrufların yeterince artmayışı faiz hadlerini yükseltmiş, iç ve dış borçların artması, cari işlemler açığının büyümesi ve enflasyonun kontrol altına alınamaması ekonominin dengesinin bozulduğunu göstermektedir.

Uygulanan politikaların 1980 sonrası dönemde ödemeler, dengesi alanında da başarılı olduğu pek söylenemez. Ancak, ödemeler bilançosu genel dengesindeki olumsuzluk, sermaye girişleri vasıtasıyla sağlanan daha hızlı büyümeye engel teşkil etmemektedir.

Ödemeler bilançosunda doğrudan yatırımlarda önemli bir gelişme sağlanamazken, portföy ve kısa vadeli sermaye girişlerinde önemli artışlar gerçekleşmiştir. Başka deyişle, dövizler ihracat sonucu elde edilmiş değil, bunlar daha çok portföy ve kısa vadeli sermaye girişlerinden oluşmaktadırlar. Türkiye'de izlenen faiz ve kur politikalarının özellikle kısa vadeli spekülatif sermaye girişlerini teşvik ettiği görülmektedir.

Türkiye'nin uluslararası kredi piyasalarındaki derecelendirilmesine bakıldığında, ülkeye giren sermayenin spekülâtif amaçlı olduğu daha iyi anlaşılmaktadır. Ülkenin uluslararası kredi piyasalarında kredi puanlarının son bir kaç yıl hariç düşük olması uluslararası finans kurumlarının kredi vermede çekingen davranmasına neden olmaktadır ki bu da risk primini arttırıp vadeleri kısaltmaktadır. Bu gelişme, TL'nin değerini arttırıp, faiz oranlarını da yükselterek sermaye girişini hızlandırmıştır. Sermaye girişlerinin tüketimi arttırıp, ithalatı teşvik etmesi ve dış ticaret alanındaki serbestleşmenin etkisiyle de ihracatın ithalatı karşılama oranında düşüşü de beraberinde getirmektedir.

Liberalizasyon sürecinin başında, 1980 yılında, %36,8 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı 1989 yılında %73,6 olarak gerçekleşmiş, 1993 yılında %52'ye düşmüştür. 1994 yılının değeri ise, uygulanan istikrar programındaki yüksek oranlı devalüasyon nedeniyle %77,8 oranına ulaşmış, 1999'daki %65'lik gerçekleşme hariç, 2001 yılına kadar %51 ile %58,7 arasında seyrettikten sonra, 2001 yılında yine yapılan devalüasyon sonucunda %77,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansal liberalizasyon sonrası faiz hadlerinin yükselmesi ve reel faiz uygulamasına geçilmesi toplam tasarruflar üzerinde beklenen etkiyi göstermemiştir. Faiz oranlarında meydana gelen artış, kredi maliyetlerini arttırarak, enflasyonist etki meydana getirmiş ve ekonomik dengenin bozulmasına neden olmuştur.

McKinnon-Shaw hipotezinin esası olan faiz serbestisinin tasarruf-yatırım dengesini sağlayacağı öngörüsünün gerçekleşmemesi geliştirmekte olan ülkeler bakımından tasarrufların gelirin bir fonksiyonu olduğu yönündeki Keynesyen görüşün daha gerçekçi olduğunu düşündürmektedir. Ancak; finansal liberalizasyon uygulamasının tasarrufların finansal araçlar üzerinde yoğunlaşmasında ve finansal derinleşmenin hızlanmasında başarılı olduğu söylenebilir.

Üretken tabanı güçlü olmayan ve finansal piyasaları yeterli derinliğe sahip olmayan Türkiye gibi geliştirmekte olan ülkelerde tam finansal serbestleşmeye gidilmesi her zaman istenilen başarıyı vermeyebilir. Hatta, dış borçların kontrolden çıkması ülkenin dış finansal güçlerin denetimine girmesi sonucunu doğurabilir.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyüme ve kalkınma yolunda karşılaştıkları temel sorun kaynak yetersizliğidir. Yurtiçi tasarrufların yetersizliği ve döviz açığı şeklinde ikili bir yapı sergileyen bu sorunun geleneksel çözüm yolu dış finansmandır. Bunun nedeni sözkonusu ülkelerdeki finansal sistemin yapısının genel olarak kredi ekonomisi özelliğini taşımasıdır. Buna karşın dış finansmanın sağlanabileceği ülkelerin finansal sistemleri finansal piyasa ekonomisi niteliğine sahiptir. Büyüme ve kalkınma amaçlı dış finansman, ancak istikrarlı bir makroekonomik ortamda ve ayarlanabilir sabit kur sistemlerinin büyük ölçüde yürürlükte olduğu bir uluslararası çerçevede fonksiyoneldir.

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından Bretton Woods'ta yapılan konferans sonucunda yürürlüğe konan uluslararası ödemeler sistemi büyük ölçüde gelişmekte olan ülkelerin büyüme ve kalkınma amaçlarına uygun olarak tasarlanmıştır. Başka bir anlatımla, gelişmiş ülkelerin bireysel ve kurumsal tasarrufları gelişmekte olan ülkelerin dış finansman taleplerine cevap verebilecekti. Böylelikle, gelişmekte olan ülkeler talep ettikleri fonlara ulaşabilecek, gelişmiş ülkelerdeki tasarruf sahipleri de kendi ülkelerinde azalan getirilerin üzerinde gelir elde edebileceklerdi. Bretton Woods Sisteminin ortaya koyduğu kuralları; döviz kurlarında istikrar, kambiyo denetimi ve kısıtlamaların kaldırılması, yeterli uluslararası likiditenin sağlanması şeklinde özetlemek mümkündür. Bu ilkelerin hayata geçirilmesinden ve gözetilmesinden sorumlu olarak IMF ve Dünya Bankası gibi iki uluslararası kuruluş oluşturulmuştur.

Temel para olarak ABD Dolar'ını alan, 1 ons altının 35 ABD Doları'na eşitlenerek ayarlanabilir sabit kur uygulamasına dayanan ve altın kambiyo niteliğini haiz olan Bretton Woods sistemi, ilk yıllarda döviz kurlarında istikrar sağlanmasında ve uluslararası likidite ihtiyacının karşılanmasında genelde başarılı olmuş ve dünya ticaretinin gösterdiği hızlı gelişmeye katkıda bulunmuştur. Ancak, sistemin anahtar para olarak ABD Doları'na tanıdığı merkezi rolden ve dış denge mekanizmasının esnek bir biçimde işlememesinden kaynaklanan zaaflar uluslararası para sisteminde aksaklıklar doğurmuştur. Altın miktarının arttırılamaması ve dünya ekonomisindeki gelişmelerin etkisiyle bu aksaklıklar büyümüş ve sistemi çalışamaz duruma getirmiştir. Ağustos 1971'de, ABD Başkanı Nixon'ın ABD Doları'nın altına olan konvertibilitesine son vermesi ve ithalat vergilerini %10 arttırması, Bretton Woods Sisteminin öngördüğü ilkelerin geçerliliğinin kaybettiği ve sisteminin yıkıldığı anlamına gelmektedir. Gelişmiş on ülkenin yetkililerinin katılımıyla Aralık 1971'de imzalanan ve Bretton Woods Sisteminin devamını amaçlayan Smithsonian Anlaşmaları ile daha sonra yapılan Jamaika Toplantısı da çözüm getirmeyince günümüzdeki uluslararası para sistemine gelinmiştir. Buna göre, günümüzdeki durumu belirsizlik/kuralsızlık olarak adlandırmak gerekir.

Kuşkusuz bu durumun ortaya çıkmasında sadece yukarıda özetlenen gelişmeler rol oynamamıştır. 1970'li ve 1980'li yıllarda dünyada yaşanan ekonomik, politik, teknik ve teorik bir dizi gelişmenin ortaya çıkardığı küreselleşme adı verilen olgunun da önemli oranda katkısı olmuştur. Küreselleşmeyi tarihin akışı içinde ortaya çıkan bir olgu (realite) olduğu kadar; uluslararası ticaretin yaygınlaşması, emek ve sermaye hareketlerinin artması, ülkeler arasındaki ideolojik kutuplaşmaların sona ermesi, teknolojiye hızlı değişim sonucunda ülkelerin gerek ekonomik, gerekse siyasal ve sosyo-kültürel açıdan birbirlerine yakınlaşmaları olarak tanımlamak mümkündür.

Küreselleşme olgusunun en belirgin olarak ortaya çıktığı alan finansal piyasalar ve sermaye hareketleridir. 1970'li yıllarda yaşanan petrol şokları – ki ekonomik olduğu kadar siyasi bir gelişmedir - nedeniyle petrol ihraç eden ülkelerin eline geçen ve gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarına yönelen gelir fazlaları bu ülkelerdeki emeklilik fonları ile birlikte uluslararası sermaye akımlarının hacminin büyük boyutlara ulaşmasına, tür ve kanallarının değişmesine yol açmıştır. İletişim teknolojisinde kaydedilen devrim niteliğindeki ilerlemelerin işlem maliyetlerinde sağladığı ucuzlamanın sermaye akımlarında gözlenen bu değişikliklerde çok önemli rolü vardır. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının 1980'lerin ilk yarısına kadar olan süreçte resmi kaynaklı, orta ve uzun vadeli borçlanma niteliğine sahipken bu tarihten sonra günümüze uzanan dönemde, özel sektör kaynaklı kısa vadeli finansal yatırım karakterine büründüğü gözlenmektedir.

Finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu bir yandan uluslararası sermaye akımlarının mal akımlarından kopmasına ve ödemeler bilançosu finansmanı dışında arbitraj kazancı kovalayan sermaye büyüklüklerinin oluşmasına yol açarken, bir yandan da, kendi dolaşım mantığı açısından, bu sermaye büyüklüğünün artan ölçüde gelişmekte olan ülkelerde oluşan yeni finans piyasalarına yönelmesine neden olmuştur. Bu gelişmeyle birlikte sözkonusu ülkelerde sıklıkla yaşanan ve bazıları dünya çapında olumsuz etkiler meydana getiren finansal krizlerin sonuçlarına tanık olunmuştur. Bankacılık ve/veya para krizi şeklinde kendini gösteren finansal krizler, cereyan ettikleri ve yakın ilişki içinde buldukları türdeş ekonomilerde özellikleri gereği daha sonraki aşamalarda reel ekonomiyi etkisi altına alarak gelir kaybı/dağılımının bozulması, yoksulluk ve işsizlik şeklinde yıkıcı sonuçlar üretmiştir. Örneğin IMF'ye göre, 1994-2003 döneminde dünya üzerinde 11'i sadece bankacılık, 19'u bankacılık ve para krizi olmak üzere 30 finansal kriz yaşanmış, bunların 23 adedi gelişmekte olan ülkelerde meydana gelmiştir. Ortalama 3 yıl 3 ay ile 4 yıl 1 ay süren bu krizlerde bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılmasının maliyeti gelişmekte olan ülkelerin GSYİH'nın %20'sini bulmuş, üretim kayıpları da GSYİH'nın %14'üne ulaşmıştır.

Küreselleşme olgusunun ortaya çıkmasında rol oynayan diğer bir faktör Neoklasik İktisat anlayışının yükselişidir. Liberal ekonomi politikalarını benimseyen bu yaklaşım, genel olarak, ekonomide devletin başarısızlığı hipotezini esas almaktadır. İkinci Dünya Savaşı'nın ardından Keynesyen Yaklaşımın genişletilerek uygulanmasının olumsuz sonuçları üzerine köklü eleştiriler getiren bu iktisadi anlayışın temel önermesi, refah ve zenginliğe ulaşmak için piyasa ekonomisinin tüm kural ve kurumlarının hayata geçirilmesi şeklindedir. Demokrasi, insan hakları, özgürlük ve çevre bilinci gibi konularda giderek yükselen ve enformasyon teknolojisindeki ilerlemeler sayesinde dünyanın her tarafına kısa sürede yayılan taleplerin de etkisiyle bu süreç özellikle 1980'li yıllarda hız kazanmış, 1989 yılında sosyalist ekonomi anlayışının uygulama alanı olan Sovyet Bloğu'nun çöküşüyle noktalanmıştır.

Finansal liberalizasyon teorisi, Neoklasik İktisat anlayışının bir parçası olarak 1973 yılında ortaya atılmıştır. McKinnon-Shaw tarafından önerilen finansal liberalizasyon uygulamasına göre, gelişmekte olan ülkelerin önündeki kısıt ekonomilerindeki finansal baskı durumudur. Finansal piyasaları sığ ve kredi ekonomisi özelliği gösteren bu ülkeler, yatırımlar yoluyla kalkınmalarını sağlamak için yeterli tasarruflara sahip değildir ve bunun yegane sebebi düşük – hatta enflasyonist kalkınma modeli nedeniyle negatif – faizlerdir. Üstelik bu ülkelerdeki kredi tahsisi etkinsizdir. Şayet faiz oranları üzerindeki baskı kaldırılır, sermaye girişlerine konan kısıtlamalar yok edilir ve finansal piyasalar arz ve talebe göre işlerse hem yurtiçi tasarruflar artacak hem de ülkenin ihtiyacı olan dış sermaye faiz avantajı nedeniyle ülkeye gelebilecektir. Sonuçta, kalkınma ve büyümeyi sağlayacak yatırımlar için gereken kaynak bulunmuş olacaktır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki 25 yıllık deneyimden sonra gelinen noktada, finansal sistemin iktisadi kalkınma için önemli bir unsur olduğu hususu genel olarak kabul görmeye birlikte, tasarrufları etkin bir biçimde yatırımlara aktaran pasif bir kanal olmadığı görülmüştür. Üstelik gelişmekte olan ülkelerde tasarrufların reel faiz oranıyla yatırımlar bağlamındaki ilişkisi net değildir. Pozitif reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisini ele alan bir çok çalışma bu durumu doğrulamaktadır. Ancak böyle bir sonuç, mutlak finansal baskı politikalarının doğru olduğu anlamına da gelmemektedir. Başka bir ifadeyle, mutlak finansal baskı uygulamasının iktisadi büyümeye zarar verdiği kadar, tümüyle serbest bırakılan finansal piyasaların etkinliği arttırmak yerine krizlere neden olarak ekonomiye zarar verdiği göz önünde bulundurulmalıdır.

Öte yandan, finansal liberalizasyon teorisi makroekonomik istikrara bir önkoşul olarak vurgu yapmaktadır. Teoriye göre, liberalizasyon politikaları, yurtiçi mal ve hizmet piyasaları-dış ticaret-sermaye hareketleri şeklinde belli bir sıra takip edilerek uygulanmalıdır. Ancak, yaşanan deneyimler sıralamadaki uygunluğun zamanlamadaki

uygunlukla eşanlı hareket etmesinin zorunlu olduğunu göstermektedir. Sermaye hareketlerinde liberasyona gitmeden önce mal ve hizmet piyasalarındaki sapmaları ve enflasyonist finansman yöntemlerini kaldırmaya yönelik, mali disipline önem veren politikaların üretilmesi gereklidir. Sermaye hareketlerinin makroekonomik ve mali istikrar sağlandıktan sonra libere edilmesi, ülkenin yatırım kapasitesinin artırılması, sürdürülebilir bir büyüme ve istihdam artışı gibi arzulan olumlu sonuçların alınmasını kolaylaştıracaktır. Aksi takdirde, sermaye girişleri yoluyla kullanılabilir fon imkanları artan ekonomik birimler yapısal problemlerinin çözümünü erteleyebilmektedir. Türkiye ve Latin Amerika ekonomileri bu durumun en belirgin örneklerini oluşturmaktadır.

İncelenen ülke örneklerinin makroekonomik performansına bakıldığı zaman, Asya ülkelerinin Latin Amerika ülkelere göre bazı noktalarda daha başarılı olduğu görülmektedir. Asya ülkelerindeki yurtiçi tasarrufların ve yatırımların GSYİH'ya oranları ile ihracat gelirleri/GSYİH oranları Latin Amerika ülkelerinin üzerindedir. Ayrıca Asya ülkelerinin uluslararası rekabet gücünün Latin Amerika ülkelerinden yüksek olmasının temel nedenlerinden biri, bu ülkelerde reel kurun değer kazanmasının önlenmesidir. Latin Amerika ülkelerinde, enflasyonla mücadelede döviz kurunun nominal çıpa olarak kullanılması sonucu, yerli paranın uzun süre değerli tutulması cari işlemler açığının sürdürülemez boyutlara ulaşmasına neden olmuştur. Yine sanayileşme politikaları açısından Asya ekonomilerinin Latin Amerika ülkelere göre daha başarılı olmasının önemli bir nedeni finansal liberalizasyon uygulamasının başarılı ithal ikameci sanayileşme stratejisinin ardından gelmesidir. Bu ülkelerde ithal ikameci dönemde uluslararası rekabet gücü yüksek bir sanayi yapısı oluşturulmuştur. Oysa Latin Amerika ülkeleri finansal liberalizasyon öncesi dönemde uygulanan sanayileşme politikalarında başarılı olamamıştır.

Ülkeler, finansal liberalizasyon uygulaması ile birlikte ortaya çıkan ve sıcak para olarak adlandırılan yoğun sermaye girişlerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek ve kaynakların daha etkin dağılımını sağlamak için çeşitli politikalar uygulamaktadır. Bu politikaların temel amacı, makroekonomik istikrarın ve mali disiplinin korunmasıdır. Uygulanan politikalarla ani sermaye çıkışlarına karşı makroekonomik yapının kırılabilirliği azaltılmaya çalışılmaktadır. Bu politikalar, sermaye girişleri sonucu ekonomide oluşabilecek ısınmayı ve reel kurda meydana gelebilecek yüksek değerlenmeyi önleme amacı gütmektedir. Finansal liberalizasyon sonrası yoğun sermaye girişi sonucu gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda görülen tüketim harcamalarındaki patlamayı önlemek bu politikaların amaçları arasındadır.

Türkiye'nin 1980 sonrası deneyimi, finansal liberalizasyonun makroekonomik istikrar ve mali disiplin sağlandıktan sonra uygulanmaya başlanmasının gerekliliğini göstermektedir. Ayrıca, makroekonomik yapıyı libere etmeye yönelik politikalarda sıralamaya uyulması da her zaman istenen başarıyı beraberinde getirmemektedir.

1989 yılında dış finansal liberalizasyon uygulamasına geçilmesiyle, kamu kesimi artan açıklarını finanse etmek için uygun kaynağa kavuşmuştur. Böylece kamu açıklarını kapatmaya yönelik politikaların sorunları daha da büyötmek pahasına ertelenmesi mümkün olabilmıştır. Kamu maliyesindeki yapısal problemlerin artarak sürmesi, çözüme dönük politikaların maliyetini de artırmaktadır. Finansal liberalizasyon uygulamasıyla kamu açıkları önemli ölçüde ve "dolaylı olarak" yurtiçi ekonomik birimlerin getirdiği kısa vadeli sermaye hareketleriyle finanse edilmeye başlanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ölkelerarası faiz farkının yarattığı arbitraj imkanlarını değerlendirmeye yönelik olduğu için geri dönüş kabiliyeti yüksektir. Bu girişlerin sürmesi için faiz farkının korunması gerekmektedir. Faiz farkının korunmasının anlamı da borçlanmada yüksek yurtiçi faizlerdir. Dolayısıyla yükselen kamu açıklarının yurtiçi faizler üzerinde yarattığı baskı ile oluşan faiz farkı, kısa vadeli sermaye girişine neden olmaktadır. Ancak yüksek yurtiçi faizler nedeniyle artan borç faizi ödemeleri kamu açıklarının daha da büyümesine neden olmaktadır. Faiz farkını korumak ve enflasyonu kontrol etmek için TL'nin değerli tutulması cari açığın artması nedeniyle dış dengenin bozulmasına ve Türkiye'nin uluslararası rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Türkiye'de ve gelişmekte olan ölkelerde yaşanan krizler bu sürecin sürdürülebilir olmadığını göstermektedir. Ekonominin spekülâtif nitelikli sermaye girişine olan bağımlılığını ortadan kaldırmak için yapısal önlemlerin bir an önce hayata geçirilmesi zorunludur. Bu yapısal önlemlerin en önemli ayağı kamunun mali dengelerinin iyileştirilmesi ve bankacılık kesiminin düzenlenmesidir. Bu amaçla uygulanan istikrar programlarının tavizsiz sürdürölmesi ve arkasında yeterince kamuoyu desteğinin olması şarttır. Sorunları ertelemek gelecekteki çözüme yönelik politikaların yaratacağı toplumsal maliyeti de artırmaktadır.

Türkiye'nin finansal liberalizasyon uygulamasından beklenen yararı sağlaması için, sermaye hesabının iç dağılımının değiştirilmesi yönünde çabalara ihtiyaç vardır. Başka bir ifade ile, spekülâtif nitelikli sermaye hareketlerinden doğrudan yabancı yatırımlara kayma sağlanmalıdır. Bunun için ekonomide son iki yıldır sağlanan sürdürülebilir makro dengelerin devam ettirilmesi gerekmektedir. Bu amaçla temel olarak yapılması gereken şeylerin başında, borç faizi ödemelerinin oluşturduğu kamu açıklarının azaltılması gelmektedir. Reel kurdaki değerlenmenin teorik olarak uygun görölen verimlilik artışının üzerine çıkmaması için, istikrarlı kur politikasına ihtiyaç vardır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin sermaye hesabındaki payının azaltılması da spekülâtif dalgalanmaları azaltacağı için, bu yöndeki çabalara olumlu katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede alınan ve 2005 yılı başından itibaren uygulamaya girmesi öngörölen menkul kıymetler kazançlarının vergilendirilmesi olumlu bir adımdır. Aynı şekilde Merkez Bankasının örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçmesi de istikrar açısından önemli bir gelişmedir.

KAYNAKÇA

- AGENO, Pierre-Richard & MONTIEL, Peter J. (1996) **Development Macroeconomics**, Princeton University Pres, USA.
- AKÇAY, Memduh Aslan (1997). **Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No:2483, Ankara.
- AKDİŞ, Muhammet (2000). **Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye**, Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.
- AKDİŞ, Muhammet (2004). "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", **Active**, Mayıs-Haziran 2004.
- AKKAYA, Yüksel (1998). "Globalleşme: Neo-Korporatizmin Sonu mu?", **Prof. Dr. Metin Kutsal'a Armağan**, Türk Ağır Sanayi ve Hizmet Sektörü Kamu İşverenleri Sendikası Yayınları, Ankara.
- AKTAN, Coşkun Can & ŞEN, Hüseyin (1999). **Globalleşme Ekonomik Kriz ve Türkiye**, TÖSYÖV Yayınları, Ankara.
- AKTAN, Coşkun Can & ŞEN, Hüseyin **Globalleşme**, <http://www.canaktan.org>.
- AKTAN, Coşkun Can (1999). "Global Ekonomik Entegrasyon ve Türkiye", **Dış Ticaret Dergisi**, Yıl:4, Sayı:12.
- AKTAN, Okan H & KRUEGER, Anne O. (1992). "Swimming Against the Tide:Turkish Trade Reform in the 1980s", **International Center for Economic Growth**, 1992.
- AKTAN, Okan H. (1985). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Borç Bunalımı ve Türkiye", **H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 3, Sayı 1-2.
- AKYÜZ, Yılmaz (1994). "Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme: Latin Amerika Deneyimi", **Mülkiyeliler Dergisi**, Mart 1994.
- ALLEN, Roy E. (1999). **Financial Crises and Recession in the Global Economy**, Edward Elgar, UK.
- ALP, Ali (2002). **Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, Ankara.

- ALPARSLAN Melike & ATAMAN ERDÖNMEZ, Pelin (2000). **Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını.
- ANINAT, Eduardo (2002). "Surmounting The Challenges of Globalization", **Finance & Development**, March 2002.
- ASLAN, Nurdan (1997). **Uluslararası Özel Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- AŞIKOĞLU, Yaman (1995). "Alternative Frameworks of Financial Liberalization and Financial Reform in Turkey", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization, Collected Works of Dr.Yaman Aşıkoğlu**, Capital Markets Board Publications No:24, Ankara.
- AŞIKOĞLU, Yaman (1995). "Theories of Financial Liberalization: A Comparative Perspective", **Finance, Exchange Rates and Financial Liberalization, Collected Works of Dr.Yaman Aşıkoğlu**, Capital Markets Board Publications No:24, Ankara.
- ATAÇ, Beyhan (Tarihsiz). **Kuramda ve Türkiye’de İstikrar Politikası Açısından Parasal ve Mali İşlemler**, Eskişehir İ.T.İ.A. Yayınları No:131/153, Eskişehir.
- AVERY, Robert, BEZMEZ, Serap, EDMONDS, Anna G., YAYLALI, Mehlika, Eds. (2000). **İngilizce-Türkçe Redhouse Sözlüğü**, Sev Matbaacılık ve Yayıncılık, İstanbul.
- AXFORD, Barrie (1995). **The Global System**, St. Martin's Pres, New York, USA.
- AYBAR, C. Bülent (1998). "Küreselleşme Sürecinde Yaşanan İktisadi Krizler ve Güneydoğu Asya Krizi", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl:13, Sayı:148.
- AYDIN, M. Faruk (2003). "Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri", <http://www.tcmb.gov.tr>
- BAĞCI, Hamdi **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:135, Ankara.
- BAHÇECİ, Ayşe Sema (1997). **Ortodoks ve Heteredoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi**, Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.

- BAIROCH, Paul & KOZUL-WRIGHT, Richard (1996). **Globalization Myths: Some Reflections on Integration, Industrialization, and Growth in the World Economy**, UNCTAD Discussion Paper No:113.
- BAL, Harun (1998). "Güneydoğu Asya Ülkeleri, Dış Borç Krizi ve Gelişmekte Olan Ülkeler", **Ekonomi Başak Dergisi**, Yıl:22, Sayı:101.
- BARANDIARAN, E. & HERNANDEZ, L. (1999). **Origins and Resolution of a Banking Crisis:Chile 1982-1986**, Banco Central de Chile Working Papers No.57.
- BARRERA, Albino (2000). "Social Principles as A Framework for Ethical Analysis (With An Application to The Tobin Tax)", **Journal of Business Ethics**, Issue 23.
- BAŞOĞLU, Ufuk, ÖLMEZOĞULLARI, Nalan, PARASIZ, İlker (2001). **Dünya Ekonomisi, Küreselleşme, Uluslararası Finansal Kurumlar ve Küresel Makro Ekonomi**, genişletilmiş ve gözden geçirilmiş 2. baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- BERKSOY, Taner & SALTOĞLU, Burak (1998). **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:1998-58, İstanbul.
- BİNAY, Şükrü & KUNTER, Kürşat (1996). **Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9803, Ankara.
- BOGDANSKI, Joel, TOMBINI, A.A., WERLANG, S.R.C. (2000). **Implementing Inflation Targeting in Brazil**, Banco Central do Brazil, Working Paper Series, No.1.
- BOORMAN, Jack (2000). **Managing Fiscal Crises: The Experience in East Asia**, International Monetary Fund Working Paper, WP/00/107.
- BORATAV, Korkut (2001). "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **İktisat İşletme ve Finans**, Eylül 2001.
- BORDO, Michael D. (1999). "An Historical Perspective on the East Asian Crises", **Tigers in Distress: The Political Economy of The East Asian Crisis**, Columbia University, USA.
- BRUNO, Michael (1993). **Crisis, Stabilization and Economic Reform, Therapy by Consensus**, Clarendon Press, Oxford, UK.

- BULUTOĞLU, Kenan (2002). **Yöresel ve Küresel Para Krizleri**, Batı Türkeli Yayıncılık, İstanbul.
- BUTLER, Steven (1998). "New Attitudes in Asia", **U.S. News & World Report**, December 29, 1997 – January 5, 1998.
- CAMDESSUS, Michel (1999). "Orderly Globalization, Not Deglobalization", **New Perspectives Quarterly**, Vol.16, Issue1.
- CANBAŞ; Serpil & DOĞUKANLI, Hatice (1997). **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri**, genişletilmiş ikinci baskı, Beta Basın Yayım Dağıtım, İstanbul.
- CASSIMON, Danny (2001). "Financing Sustainable Development Using a Feasible Tobin Tax", **Journal of International Relations and Development**, Vol. 4, Issue 2.
- COLE, David C. & SLADE, Betty F. (1998). "The Crisis and Financial Sector Reform", **ASEAN Economic Bulletin**, Vol.15, Issue 3.
- COŞKUN, Kutlu Tekin (2004). **Ekonomik Krizler**, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi:11, Ankara.
- CRAWFORD, Leslie & FIDLER, Stephen (1995). "Doubts persist over Mexico", **Financial Times**, January 28, 1995.
- CULP, Christopher L., HANKE, Steve H., MILLER, Merton (1999). "The Case for an Indonesian Currency Board", **Journal of Applied Corporate Finance**, Winter 1999.
- ÇEÇEN, A. Aydın, DOĞRUEL, A. Suut, DOĞRUEL, Fatma (1996). **Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Yapısal Dönüşüm ve Kriz**, 3. baskı, Ege Yayınları 3, Bilim Dizisi 2, İstanbul.
- ÇELEBİ, A. Kemal (1998). **Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Dışsal-Yapısal Nedenleri ve İstikrar Politikaları**, Celal Bayar Üniversitesi, İ.İ.B.F., Manisa.
- ÇELEN Mustafa & BALI, B. Bülent (2003). "Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma", **Türkiye’de Kamu Borçlanması, (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler)**, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayın No:16, İstanbul.

- ÇOLAK, Ö. Faruk & YİĞİDİM, Aslan (2001). **Türk Bankacılık Sektöründe Kriz**, Nobel Yayın Dağıtım, No:264, Ankara.
- ÇOLAK, Ömer Faruk (2001). **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 3. baskı, Nobel Yayın Dağıtım, No:226, Ankara.
- DAVIDSON, Paul (1998). "Efficiency and Fragile Speculative Financial Markets: Against The Tobin Tax and For A Credible Market Maker", **American Journal of Economics and Sociology**, Vol. 57, Issue 4.
- DELİCE, Güven (2000). "Uluslararası Finansal Sermaye Akışlarını Belirleyen Faktörler", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Yıl:55, Sayı:1.
- DEMİR, Osman (2001). "2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler", **İktisat İşletme Finans**, Yıl:16, Sayı:184.
- DEMİR, Ömer (2003). **Küresel Rekabette Etkin Devlet, Türkiye İçin Etkin Bir Devlet Oluşturma İmkani**, Nobel Yayın Dağıtım, Yayın No:464, Güncel Dizisi:20, Ankara.
- DEMİRHAN, Erdal (2002). **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:231, İstanbul.
- DORNBUSCH, Rudiger & WERNER, A. (1994). **Mexico Stabilization, Reform and No Growth**, Brookings Papers on Economic Activity, USA.
- EMEK, Uğur (2000). "Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme Üzerine Etkileri", **Rekabet Dergisi**, Cilt:1, Sayı:3.
- ERÇEL, Gazi (1996). "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", **İktisat İşletme Finans**, Yıl 11, Sayı 129.
- ERDOĞAN, Niyazi (2002). **Dünya ve Türkiye'de Finansal Krizler, Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Uygulamaları, Kamu Bankaları Deneyimi**, Yaklaşım Yayınları, Ankara.
- EROL, İbrahim (2002). **Para-Banka, Teori ve Politika**, 4. basım, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Manisa.
- ERTUĞRUL, Ahmet & SELÇUK, Faruk (2002). "Turkish Economy:1980-2001", (Editors) Aykut KİBRİTÇİOĞLU, Libby RITTENBERG, Faruk SELÇUK, **Inflation and Disinflation in Turkey**, Ashgate, England & USA.
- ERTÜRK, Emin (1996). **Uluslararası İktisat**, Ekin Kitabevi, Bursa.

- FIDLER, Stephen (1995). "Mexican concern shift to damage done by crisis", **Financial Times**, February 3, 1995.
- FLORES, E. Buj (2000). "Küresel İktisadi Kriz ve Meksika Krizi:Krizle Mücadelede Meksika Deneyimi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 169.
- FREEMAN, Alan (1998). "Dünyanın Sonunun Sonu mu?", **İktisat Dergisi**, Çeviren Sungur Savran, Sayı:385.
- FRENKEL, Jeffrey A. (1996). "How Well Do Foreign Exchange Markets Function: Might A Tobin Tax Help?", **NBER Working Paper**, No: 5422.
- FRENKEL, Roberto (2002). "Arjantin:On Yıllık Bir Konvertibilite Rejiminin Hikayesi", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl 17, Sayı 195.
- FRY, J. Maxwell (1995). **Money Interest and Banking in Economic Development**, John Hopkins, USA.
- FRY, J. Maxwell (1997). "In Favor of Financial Liberalization", **The Economic Journal**, Number 107.
- GÖNENSAY, Emre (1981). "Döviz Kuru Politikası", **2. Türkiye İktisat Kongresi:Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri**, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları No:421, İstanbul.
- GREFE, Christiane & GREFFRATH, Mathias (2003). **ATTAC: Küreselleşmeyi Eleştirenler Ne İstiyorlar**, Çev. Ülkü HASTÜRK, Çitlembik Yayınları, İstanbul.
- GROSSMAN, Sanford & STIGLITZ, Joseph E. (1980). "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", **American Economic Review**, Number 70.
- GÜRAN, Nevzat (1987). **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir.
- HANKE, Steve H. & SCHULER, Kurt (2001). **Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Para Kurulları El Kitabı**, Çevirenler: Bekir Berat ÖZİPEK & Metin TOPRAK, Liberte Yayınları No:47, Ankara.
- HELLMANN, Thomas F., MURDOCH, Kevin C., STIGLITZ, Joseph E. (2000). "Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?", **The American Economic Review**, Vol. 90, No.1.
- HİSARCIKLIOĞLU, Rıfat (2001). "Türkiye Ekonomisinde Son Gelişmeler", **Ekonomik Forum**, Yıl:8, Sayı:9.

- İNAN, Emre Alpan (2000). "Dezenflasyon Programının Türk Bankacılık Sistemine Olası Etkileri", **Bankacılar**, Türkiye Bankalar Birliği, Sayı 32.
- İNSEL, Aysu (2001). "Türkiye Ekonomisinde Tüketim Davranışı", **İktisat İşletme ve Finans**, Haziran 2001.
- KADIOĞLU, Ferya, ÖZDEMİR, Nilüfer, YILMAZ, Gökhan (2000). **Inflation Targeting in Developing Countries**, Central Bank of Republic of Turkish Discussion Paper, Ankara.
- KARACAN, A İhsan (1997). **Bankacılık ve Kriz**, Creative Yayıncılık, İstanbul.
- KARADUMAN, Emine (1993). **Ekonomik Kalkınmada Finansman ve Organizasyonu**, Maliye Bakanlığı APKK Başkanlığı, Yayın No:328, Ankara.
- KARLUK, Rıdvan (1999). **Türkiye Ekonomisi**, 6. baskı, Beta Basın Yayım Dağıtım, İstanbul.
- KAYA, Yasemin Türker (1998). **Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi:Türkiye Örneği**, Devlet Planlama Teşkilatı, Yayın No:2487, Ankara.
- KAZGAN, Gülten (1993). **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 6. basım, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- KAZGAN, Gülten (1994). **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye'nin Yeri**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- KAZGAN, Gülten (1997). **Küreselleşme ve Yeni Ekonomik Düzen, Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- KEYDER, Nur (2001). "Türkiye'de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl:16, Sayı:183.
- KIRMANOĞLU, Hülya (1993). "Mali Sistemler ve Devlet Borçlanması", **İstanbul Üniversitesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 34. Seri, İktisat Fakültesi Yayınları, İstanbul.
- KLEIN, Michael W. & OLIVEI, Giovanni (1999). "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", **National Bureau of Economic Research Working Paper No:7384**.
- KOZANOĞLU, Hayri (1997). "Meksika'da Kriz ve Gelişmeler", **İktisat**, Nisan-Mayıs 1997.

- KRUGMAN, Paul (2004). özel internet sitesi, www.pcarchive.org
- LANDERRETCHÉ, O., MORANDE, Felipe, SCHMIDT-HEBBEL, K. (1999). **Inflation Targets and Stabilization in Chile**, Central Bank of Chile Working Papers, No:55.
- LEVINE, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", **Journal of Economic Literature**, Vol. XXXV.
- LEVINE, Ross, ZERVOS, Sara (1998). "Capital Control Liberalization and Stock Market Development", **World Development**, Vol.26, No.7.
- MANİSALI, Erol (2002). **Türkiye ve Küreselleşme**, Derin Yayınları, No:2, İstanbul.
- MCLEOD, William T., HANKS, Patrick, Eds. (1982). **The New Collins Concise English Dictionary**, William Collins Sons & Co.Ltd., Glasgow, UK.
- MELVIN, Michael (1992). **International Money and Finance**, Harper Collins Publishers, UK & USA.
- MITTELMAN, James H. (1997). "The Dynamics of Globalization", **Globalization: Critical Reflections**, Ed:James H. Mittelman, Lynne Rienner Publishers, London, UK.
- MORANDE, Felipe (1990). **Chile: Recent Past, Prospects and Challenges, Problems of Developing Countries in the 1990s**, World Bank Discussion Papers, USA.
- MUTER, Naci B., ÇELEBİ, A. Kemal, SAKINÇ, Süreyya (2003). **Kamu Maliyesi**, Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Manisa.
- NICIAS, Tito (2000). "The Brazilian Inflation Targeting Experience", **Inflation Targeting Experiences**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- NORMAN, Peter (1995). "Buffeted by the turbulence", **Financial Times**, January 12.
- OKTAR, Suat (1995). "Meksika'da Finansal Kriz", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 32, Sayı 4.
- ORTIZ, Edgar (1999). "Küresel İktisadi Kriz ve Meksika Krizi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı 157.
- ÖZATAY, Fatih, ÖZTÜRK, Emin, SAK, Güven (1996). **1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları**, Türk Sanayici ve İş Adamları Derneği Yayınları No:189, İstanbul.

- ÖZBEK, Dilek (1999). **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- ÖZEL, D. Yener (2001). "Arjantin Krizi", **Yaklaşım**, Yıl:9, Sayı:105.
- PALLEY, Thomas I. (1999). "Speculation and Tobin Taxas: Why Sand in The Wheels Can Increase Economic Efficiency", **Journal of Economics**, Vol. 69, No. 2.
- PARASIZ, İlker & YILDIRIM, Kemal (1994). **Uluslararası Finansman, Teori ve Uygulama, Dışa Açık Makro Ekonomiye Giriş**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, İlker (1992). **Para, Banka ve Finansal Kuruluşlar**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, İlker (1995). **Kriz Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, İlker (1996). **Uluslararası Para Sistemi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, İlker (2001). **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar, Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makro Ekonomisi Sorunları**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARASIZ, İlker (2003). **İkinci Kuşak Kalkınma Politikaları ve Reformlar, Washington Uzlaşmasından Post-Washington Uzlaşmasına**, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa.
- PARLATIR, İsmail, ZÜLFİKAR, Hamza, GÖZAYDIN, Nevzat, Haz. (1997). **Okul Sözlüğü**, Türk Dil Kurumu Yayınları No:603, Sözlük Bilim ve Uygulama Kolu Yayınları No:2, Milliyet Yayınları, İstanbul.
- PENTECOST, Eric (1993). **Exchange Rate Dynamics**, Edward Elgar, Vermont, USA.
- RADALET, S. & SACHS, J. (1998). **The Onset of The Asian Financial Crisis**, mimeo, Harvard Institute for International Development, USA.
- RIVERA-BATIZ, Francisco L. & RIVERA-BATIZ, Luis (1985). **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, Macmillan Publishing Company, New York, USA.
- RODRIK, Dani (2000). **Can Integration Into The World Economy Substitute for A Development Strategy**, <http://ksq.harvard.edu/~drodrik.academic.ksq/papers.html>
- RODRIK, Dani "Arjantin Çok Çalışmalı Çok", **İktisat İşletme ve Finans**, Yıl 17, Sayı191.

- ROGOFF, Kenneth (2003). "Globalization and Global Disinflation", **Economic Review**, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 88, Number 4.
- ROUND, Robin (2000). "Time for Tobin", **New Internationalist**, Issue 320.
- SACHS, Jeffrey (1996). "Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability", **American Economic Review**, Vol.86, No.2.
- SAĞLAM, Dündar (1996). "Meksika Ekonomik Krizi", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 33, Sayı 1.
- SAK, Güven (1995). **Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and An Evaluation of Turkish Experience in the 1980's**, Capital Market Boads Publication, No:22, Ankara.
- SALTZ, Ira S. (1999). "An Examination of the Causal Relationship Between Savings and Growth in the Third World", **Journal of Economics and Finance**, Volume 23, Number 1.
- SARR, Abdourahmane (2000). "Financial Liberalization, Bank Market Structure, and Financial Deepening", **IMF Working Paper**, WP/00/38.
- SASSEN, Saskia (1991). **The Global City**, New Jersey, Princeton University Press, USA.
- SEYİDOĞLU, Halil (2001). **Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama**, Geliştirilmiş 14.Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.
- SIGLIENTI, S (1993). **Financial Markets Liberalization and The Role of Banks**, Cambridge University Press.
- SIKORSKI, Trevor M. (1996). **Financial Liberalization in Developing Countries**, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
- SOMÇAĞ, Selim (2002). "Türkiye'nin Ekonomik Krizi:Oluşumu ve Çıkış Yolları", http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Diger/somcagAqu02.doc
- STECHEER, Heinz (1999). **Time for A Tobin Tax? Some Practical and Political Arguments**, Oxfam Great Britain Policy Department, UK.
- STGLITZ, Joseph E. (1998). "Knowledge for Development Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice", **Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington, USA.

- STGLITZ, Joseph E. (1998). "The Role of the Financial System in Development", **Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean**, San Salvador.
- STGLITZ, Joseph E. (2000). "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", **World Development**, Vol. 28, No. 6
- STGLITZ, Joseph E. (2002a). **Küreselleşme, Büyük Hayal Kırıklığı**, Çev. Arzu Taşçıoğlu, Deniz Vural, Plan B Yayınları, İstanbul.
- STGLITZ, Joseph E. (2002b). **Argentina's Collapse Incited The Largest Default in History**, Columbia University Press, USA.
- ŞAHİN, Hüseyin (2000). **Türkiye Ekonomisi**, 6. baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- ŞAHİN, Mehmet (2003). "Kamu Borçlanması, Ahlaki Riziko ve Politik Yozlaşma", **Türkiye'de Kamu Borçlanması, (Ekonomik ve Sosyal Etkileri, Beklentiler)**, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayın No:16, İstanbul.
- ŞIKLAR, İlyas (1991). **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik İstikrar**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- TAYLOR, Lance (1983). **Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World**, Basic Books, New York, USA.
- TOPRAK, Metin (1996). **Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler 1980-1995**, Turhan Kitabevi, Ankara.
- TOPRAK, Metin (2001). **Küreselleşme ve Kriz, Türkiye ve Dünya Deneyimi**, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- TURAGAY, Tuna (2000). **Doğu Asya Krizi**, www.dtm.gov.tr
- TÜRK, İsmail (1999). **Maliye Politikası, Amaçlar-Araçlar ve Çağdaş Bütçe Teorileri**, Turhan Kitabevi, Ankara.
- URAS, Güngör (2001). "Sistemi *sorgulamak* zorundayız", <http://www.milliyet.com.tr/2001/07/30/yazar/uras.html>
- UZUNOĞLU, Sadi, ALKİN, Kerem, GÜRLESEL, Can Fuat (1995). **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayın No.6, İstanbul.

- ÜLGENER, Sabri F. (1976). **Milli Gelir, İstihdam ve İktisadi Büyüme**, Der Yayınları No:2, İstanbul.
- ÜLKER, Mert (1999). "Arjantin Modeli Bize Uyar mı?", **Global Bülten**, Haziran 1999.
- WACHTEL, Howard M. (2000). "Tobin and Other Global Taxes", **Review of International Political Economy**, Vol. 7, Issue 2.
- YAY, Turan, GÜRKAN YAY, Gülsün, YILMAZ, Ensar (2001). **Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No:2001-47, İstanbul.
- YELDAN, Erinç (2001). **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim, Büyüme**, İletişim Yayıncılık, İstanbul.
- YELDAN, Erinç (2003). "Küreselleşmenin Ekonomik Boyutları ve Güvenlik Stratejilerine Etkileri", **Birinci Uluslararası Sempozyum Bildirileri, Küreselleşme ve Uluslararası Güvenlik**, Genelkurmay Askeri Tarih ve Stratejik Etüt Başkanlığı Yayınları, Ankara.
- YENTÜRK, Nurhan (2002). "Arjantin Krizi: Dış Borç İle Tango", **İktisat, İşletme ve Finans**, Sayı:193.
- YENTÜRK, Nurhan (2003). **Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları No.46, Ekonomi 6, İstanbul.
- YILDIRIM, Oğuz (2003). **Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği, 1990-2000 Türkiye Örneği**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1442, Açıköğretim Fakültesi Yayınları No:770, Eskişehir.
- YILMAZ, Celali "Döviz Kuru İstikrarının Sağlanmasında Vergi Politikasından Yararlanılması: Tobin Vergisi", <http://www.activefinans/active/arsiv/sayi24/doviz.html>.
- YILMAZ, Kamil, AKÇAY, O. Cevdet, ALPER, C. Emre (2002). **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri, Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**, Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği Yayınları, İstanbul.
- YILMAZ, Tomris (1985). **Gelişmekte Olan Ülkelerde Dış Ticaret Hadleri İle Ödemeler Dengesi İlişkisi**, Marmara Üniversitesi İİBF Yayın No:371, İstanbul.

- YÜLEK, Murat A. (1998). **Financial Liberalization and The Real Economy, The Turkish Experience**, Capital Markets Board of Turkey Publication Number:110, Ankara.
- _____ (1990). **Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervisions in Developing Countries: Strategies for Financial Reforms**, International Monetary Fund Working Paper, USA.
- _____ (1991). **Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows**, International Monetary Fund Occasional Paper USA.
- _____ (1991). **Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries**, International Monetary Fund Occasional Paper USA.
- _____ (2001). **1994 Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul.
- _____ (2001). **The Future of The Federal Transfers**, www.tpgc.com.
- _____ (2002). **Infoamerica**, www.infoamerica.com
- _____ (2002). **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkisi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, Ankara
- _____ (2002). **Sayılarla Türkiye Ekonomisi, Gelişmeler (1980-2001), Tahminler (2002-2005)**, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.
- _____ (2003). <http://worldbank.org/wbi/edimp/eastasia>
- _____ (2004). **Hazine İstatistikleri 1980-2003**, Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Ankara.