

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ ESER ÇALIŞMASI**

**FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER
VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**GÜLİN SÖNMEZ
11710002**

YRD. DOÇ. DR. SENEM ÇAKMAK ŞAHİN

**İSTANBUL
2014**

**TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ ESER ÇALIŞMASI**

**FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER
VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**GÜLİN SÖNMEZ
11710002**

YRD. DOÇ. DR. SENEM ÇAKMAK ŞAHİN

**İSTANBUL
2014**

TC
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ ESER ÇALIŞMASI

FİNANSAL SERBESTLEŞME, FİNANSAL KRİZLER VE TÜRKİYE
ÖRNEĞİ

GÜLİN SÖNMEZ
11710002

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 09/10/2014
Tezin Savunulduğu Tarih: 16/10/2014

Tez Oy birliği / ~~Oy çokluğu~~ ile başarılı bulunmuştur.

	Unvan Ad Soyad	İmza
Tez Danışmanı:	Yrd. Doç. Dr. Seren Gökçek Şahin	
Jüri Üyeleri :	Yrd. Doç. Dr. Hasan Ağan Karaduman	
	Yrd. Doç. Dr. Halil Emre AKBAŞ	

İSTANBUL
Mayıs 2014

ÖZ

Finansal Serbestleşme, Finansal Krizler ve Türkiye Örneği **Gülin Sönmez** **Mayıs, 2014**

Gelişmiş ülkelerin ekonomilerinin küreselleşme dalgası ile sermaye hareketlerinde serbestleşmeye gitmesi gelişmekte olan ülke ekonomilerini de özellikle 1980'lerden sonra finansal serbestleşme yönünde adımlar atmaya zorlamıştır. Sermaye piyasalarının tamamen kontrolden bağımsız hale gelmesi ve serbestleşmenin giderek önem kazanması ülkelerin bağımsız bir şekilde iktisat politikalarını uygulamasına izin vermemiş bunun yanı sıra ülkeler ekonomik krizle karşı karşıya kaldığında bile uluslararası fonlar tarafından kurtarılmaya çalışılmıştır. Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşme sürecinin temelleri 24 Ocak 1980 Kararları ile atılmıştır. Finansal reformlara her geçen yıl yenileri eklenmiş ve 1989 yılında 32 Sayılı Karar'la birlikte dış finansal serbestleşmeye geçilmesi ile birlikte gelişmeye çalışan ülke ekonomisi pek çok finansal istikrarsızlık ve finansal krizle mücadele etmeye başlamıştır. Bu çalışmanın amacı Türkiye ekonomisinde 1980 sonrasında uygulanan finansal serbestleşme politikalarının büyüme üzerindeki etkisini analiz etmektir. Çalışmanın ilk bölümünde finansal serbestleşmenin teorik çerçevede yaklaşımları ve çeşitleri üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde ise Türkiye ekonomisinin finansal serbestleşme ile sınavı değerlendirilmiştir. Burada özellikle gerçekleşen finansal serbestleşmeye yönelik reformlar ve reformlar sonrası gerçekleşen önemli finansal krizler üzerinde durulmuştur. Son bölümde ise finansal serbestleşme düzeyi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Vektör Otoregresyon yöntemi aracılığıyla modellenmiş ve ulaşılan sonuçlar analiz edilmiştir. Ekonometrik analiz sonucunda finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuç literatürdeki pek çok çalışma ile bu anlamda paralellik göstermiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Finansal Krizler, Türkiye Ekonomisi, Ekonomik Büyüme

ABSTRACT

Financial Liberalization, Financial Crises and The Case Of Turkey

Gülin Sönmez

May, 2014

Developed countries' economies has started to liberalize their capital movements by globalization wave as well as developing countries' has forced to take decision about financial liberalization especially after the 1980's. Liberalization of capital markets has started to be independent exactly without controlling and liberalization has became important gradually. So this makes that countries could not carry out their economic policies independently as well as countries faced with economic crises even when they were rescued by international funds. Financial liberalization of Turkey's economy's has laid the foundation with 24th January 1980 decisions. New ones added each year to financial reforms and in 1989 after stepping into external financial liberalization with the Dec. No. 32 developing country's economy has started to struggle many financial instability problems and financial crises. The purpose of this study to analyze the impact of financial liberalization policies, which is implemented in Turkish economy after 1980 on economic growth. In the first chapter, theoretical approaches to financial liberalization and types of financial liberalization has been focused on. In the second chapter the exam with the financial liberalization of Turkey's economy is evaluated. Here especially the reforms of financial liberalization and important financial crises which took place after reforms has been focused on. In the last part, the relationship between level of financial liberalization and economic growth has been modelled with Vector Autoregression method and the achieved results has been analyzed. As the result of the econometric analysis; a negative relationship between financial liberalization and economic growth has been detected. The achieved results have shown parallels in this sense with many studies in the literature.

Key Words: Financial Liberalization, Financial Crises, Turkish Economy, Economic Growth.

ÖNSÖZ

1980’li yıllardan itibaren dünyada yaşanan küreselleşme dalgası, iç ve dış finansal serbestleşme uygulamaları ve deregülasyonun etkileriyle birlikte finansal serbestleşme günümüz ekonomilerinde en çok tartışılan konu haline gelmiştir. Özellikle 1990’lı yıllarda uygulanmaya başlanan finansal serbestleşme politikaları ülkelerin sermaye akımlarının yapılarını değişime uğratmış ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler faiz - kur arbitrajına dayalı spekülatif amaçlı sermaye hareketlerinin odak noktası haline gelmiştir. Türkiye bu sürece uyum sağlama aşamasında birçok reform uygulamış; fakat uygulanan reformların bazıları krizle son bulmuştur. Bu sebeple finansal serbestleşme ve krizler literatürde hep art arda işlenmek zorunda kalmıştır. Bu çalışmada Türkiye ekonomisi üzerindeki finansal serbestleşme politikalarının nasıl etki ettiğinin daha net görülebilmesi amacıyla ekonometrik bir uygulama da yapılmıştır. Bu çalışmanın hazırlanmasında emeği geçen ve bana büyük katkıları olan danışman hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Senem Çakmak Şahin’ e çok teşekkür ederim.

İstanbul, 05.2014

GÜLİN SÖNMEZ

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR.....	xi
1. GİRİŞ	1
2. FİNANSAL PİYASALARIN SERBESTLEŞMESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	3
2.1. Dünya’da Finansal Serbestleşme Hareketleri.....	3
2.2. Finansal Serbestleşme Kavramı.....	4
2.3. Finansal Serbestleşmenin Çeşitleri.....	5
2.3.1. İç Finansal Serbestleşme.....	5
2.3.2. Dış Finansal Serbestleşme.....	6
2.4. İktisat Okullarının Finansal Serbestleşmeye İlişkin Görüşleri.....	7
2.5. Finansal Serbestleşme Politikalarının Ortaya Çıkmasında Rol Oynayan Ekonomik Dinamikler.....	9

2.6. Finansal Serbestleşme Teorileri.....	12
2.6.1. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Teorik Yaklaşımlar.....	12
2.6.2. Mc Kinnon-Shaw Hipotezi.....	13
2.7. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Eleştiriler.....	17
3. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ.....	20
3.1. Finansal Serbestleşmenin Türkiye’deki Tarihsel Süreci.....	20
3.1.1. Türkiye’de 1980 Öncesi Uygulanan Ekonomi Politikaları...	21
3.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Finansal Serbestleşme Hareketleri..	23
3.2. Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri.....	26
3.2.1. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Etkisi.....	26
3.2.2. Finansal Serbestleşmenin Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi.....	29
3.2.3. Finansal Serbestleşmenin Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi...	31
3.3. Finansal Sektörle İlgili Serbestleşme Politikaları.....	33
3.4. Türkiye’de Yaşanan Finansal Krizler.....	36
3.4.1. 1994 Krizi.....	36
3.4.2. 1998 Krizi.....	43
3.4.3. 2000-2001 Krizi.....	45
3.4.4. 2008-2009 Küresel Krizi ve Türkiye Ekonomisi.....	54
4. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜRKİYE’NİN EKONOMİK PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ EKONOMETRİK BİR UYGULAMA.....	66
4.1. Literatür Taraması.....	67
4.2. Araştırma Yöntemi ve Veri Seti.....	70
4.3. Ampirik Analiz.....	71
4.3.1. Verilerin Durağanlığının Araştırılması.....	72
4.3.2. VAR Modelinde Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	74

4.3.3. VAR Modeli.....	75
4.4. Granger Nedensellik Analizi.....	77
4.5. Etki – Tepki Fonksiyonları.....	78
4.6. Varyans Ayırıştırması.....	80
4.7. Ekonometrik Analiz Sonuçları.....	82
5. SONUÇ.....	84
KAYNAKÇA.....	87
ÖZGEÇMİŞ.....	93

TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No:

Tablo 1:	Sermaye Hareketleri.....	28
Tablo 2:	Faiz Oranları.....	33
Tablo 3:	1994 Krizi Öncesi Döneme Ait Rasyolar.....	38
Tablo 4:	Temel Makroekonomik Göstergeler (1990-1995).....	39
Tablo 5:	Temel Makroekonomik Göstergeler (1996-2001).....	47
Tablo 6:	Temel Makroekonomik Göstergeler (2002-2007).....	58
Tablo 7:	Kriz Öncesi ve Sonrası Ticaret Dengesi.....	62

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No:
Şekil 1:	Finansal Serbestleşme Sonrası Büyüme Oranları..... 27
Şekil 2:	Finansal Serbestleşme Sonrası USD/TL Gelişimi..... 29
Şekil 3:	Finansal Serbestleşme Sonrası Sıcak Para Dengesi..... 40
Şekil 4:	Finansal Serbestleşme Sonrası Reel Döviz Kuru Oranları 44
Şekil 5:	Enflasyon ve Büyüme Oranlarının Karşılaştırılması..... 49
Şekil 6:	Cari İşlemler Dengesinin Yıllara Göre Değişimi..... 50
Şekil 7:	Cari İşlemler Açığının GSMH' ya Oranı..... 56
Şekil 8:	Büyüme Oranları (2002-2007)..... 59
Şekil 9:	GSYİH Büyüme Oranları..... 61
Şekil 10:	Yatırım Oranları..... 63
Şekil 11:	Tüketici Güven Endeksi..... 64

KISALTMALAR

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GOÜ	:Gelişmekte Olan Ülkeler
IMF	:Uluslararası Para Fonu
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİT	:Kamu İktisadi Teşebbüsü
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:Türk Lirası
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu
YTL	:Yeni Türk Lirası

1. GİRİŞ

Finansal serbestleşme devletin ekonomik hayat üzerinde söz sahibi olma yetkisinin en aza indirilip, ekonominin kendiliğinden işlemesi ve herhangi bir müdahalede bulunmaksızın ekonominin dışa açılabilirdi kadar açılmasını ifade etmektedir. Bu düşüncenin temeli iktisadi liberalizmin savunucuları tarafından ortaya konmuş ve aynı zamanda“ bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler” sloganıyla da yapılması gerekenler kısaca özetlenmiştir.

Finansal serbestleşmenin tarihsel gelişim süreci incelendiğinde küreselleşmenin değişikliğe uğrattığı ekonomik yapının global anlamda tüm piyasaları serbestleştirip birbirleriyle entegre olmalarına yol açtığı görülmektedir. Serbestleşmeye geçişi hızlandıran tarihsel etkenler; Bretton-Woods döviz kuru sisteminin çöküşü, sonrasında yaşanan petrol krizleri, 1980 sonrası tüm ülkeleri serbestleşmeye doğru iten küreselleşme akımıdır.

Özellikle 1980’lerde yaşanan krizlerle birlikte gelişmekte olan ülkeler daralan dış finansman ihtiyaçlarına çözüm bulabilmek adına doğrudan yatırım ve portföy yatırımı şeklinde kısa vadeli sermaye akımlarına kapılarını açmışlardır. Birçok uluslararası kuruluş tarafından da finansal serbestleşmeye geçiş teşvik edilmiş ve zamanla ülkelerin ekonomilerinde söz sahibi olmaya başlamışlardır. Hiçbir gerekli alt yapı kurulmadan finansal serbestleşmeye geçmekte hevesli olan ülkeler kriz anlarında da yine uluslararası kuruluşların yardım paketleri tarafından kurtarılmayı beklemiştir. Bu süreç ülkelerin iktisat politikalarını uygulama konusundaki bağımsızlıklarını da yitirmelerine sebep olmuştur.

Dünya ekonomisindeki finansal serbestleşme rüzgârının etkisine diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye de kapılmıştır. 1980’lerde 24 Ocak kararları ile başlayan finansal reform süreci 1989 yılında alınan 32 sayılı karar ile birlikte etkisini daha fazla hissettirmeye başlamıştır.

Çalışmanın amacı Türkiye’nin 1980 sonrası finansal serbestleşme sürecinden günümüze kadar nasıl bir gelişme kaydettiğini ortaya koymaktır. Bu gelişmenin özellikle ekonomik performans üzerindeki etkileri ekonometrik bir uygulama ile

değerlendirilecektir. Teoride de çok sık tartışması yaşanan büyüme üzerinde ekonomik performans ölçümlemesi gerçekleştirilecektir.

Çalışmanın ilk bölümünde finansal serbestleşme kavramının tarihsel gelişimi ve teorik altyapısı, iktisat okullarının serbestleşmeye olan bakış açısı ve teorik yaklaşımlar çerçevesinde ele alınacaktır.

İkinci bölümde ise Türkiye’de finansal serbestleşmenin tarihsel süreci, ekonomiye olan etkileri ve finansal serbestleşme sonrası Türkiye’nin yaşamış olduğu finansal krizler incelenecektir.

Son bölümde ise 1992-2012 yılları arasında finansal serbestleşmenin Türkiye’de ekonomik büyümeye katkı sağlayıp sağlamadığı ekonometrik çalışma ile sınanacaktır.

2. FİNANSAL PİYASALARIN SERBESTLEŞMESİ VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

2.1. Dünya’da Finansal Serbestleşme Hareketleri

Bretton Woods Sistemi’nin çöküşü ile birlikte, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra yaklaşık çeyrek yüzyıl süren hızlı büyüme ve refah döneminin ardından yeniden ekonomik kriz sürecine girilmiştir. Ekonomik krizin temel nedeninin devletin ekonomiye müdahalesi olduğu düşüncesi, krizin çözümü için üretilen reçetelerin en önemli unsurlarından biri olmuştur. Bu dönemde krizin ancak düzenleme - müdahale ekseninin tam karşı ucundaki liberal politikaların uygulanması ile çözülebileceği düşüncesi hâkim olmuş ve serbestleşme (liberalizasyon), düzenlemeden vazgeçme (deregülasyon), piyasalara ağırlık verme, özelleştirme ve rekabetin ön plana taşınması önem kazanan başlıca konular olmuştur. Uygulanan makro ekonomik politikalarda da bu dinamiklere ağırlık verilmiştir (Berksoy, 1995, 596-622).

Bretton Woods sonrası dönemin başlıca özellikleri; kamusal otoritelerin azaltılması ve piyasa güçlerinin ekonomiyi rahat bir şekilde yönlendirebilmesidir. 1970’li yıllarda başlayan ve 1980’li yıllarda hızlanarak devam eden özelleştirme politikaları, mali piyasaların artan oranda özel teşebbüsün kontrolüne girmesine ve finansın uluslararasılaşmasında büyük rol oynamıştır (Alp, 2000, 81).

Bu dönemde uluslararası ticaret ve yatırımların hızlanmasına yol açan faktörler (Axford, 1995, 108):

- 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte gelişen serbest değişken kur sistemi,
- 1980’li yıllarda serbestleşme döneminde hükümetlerin finansal serbestleşmeye imkân tanımları,
- Büyük ekonomilerin dış ödemeler dengesinde ortaya çıkan yapısal dengesizlikler,

- Üçüncü dünya ülkelerinin borçlanmalarına yardım konusunda banka ve diğer ödünç veren kurumların oldukça gönüllü olmalarından etkilenmişlerdir.

Bretton-Woods sisteminin yıkılmasından sonra uygulanmış olan müdahaleci makro ekonomik politikaların olumsuz etkilerinden kurtulmak için önerilen serbestlik yanlısı politikalar IMF ve Dünya Bankası önderliğinde pek çok ülke tarafından uygulama alanı bulmuştur. Sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına olanak sağlayacak finansal serbestleşme politikaları da bu dönemde uygulanmaya başlamıştır.

Finansal reform politikalarının başlangıcı 1980'lere dayanmaktadır. Bu dönemde hükümet, merkez bankaları ve diğer piyasa yapıcıları piyasa katılıklarının, sosyal ve finansal maliyetlerin verimsiz bir şekilde arttığını fark ettiler. Bunları önlemek için bir dizi reform politikaları uygulamaya koydular. Reform politikalarının içeriğini ise aşağıdaki maddeler oluşturmaktadır (Rostom, 2006, 2):

- Tavan faiz oranı uygulamasının kaldırılması,
- Piyasaya yeni finansal kurumların girişinin kolaylaştırılması,
- Yabancı para ödemelerindeki kısıtlamaların kaldırılması,
- Yurtiçi finansal sistemin rekabetçi piyasa koşullarına açılmasının sağlanması.

Hükümetler ve para otoriterleri tarafından alınan reform kararlarında amaç döviz kurunun ve faiz oranlarının belirlenmesinde piyasa güçlerinin rolünü ve finansal aracılığın yapılandırılmasını arttırmaktır. Finansal reform süreci genellikle kapsamlı hükümet müdahalesinin yarattığı finansal piyasa çarpıklıklarını ortadan kaldırmayı hedeflemektedir.

2.2. Finansal Serbestleşme Kavramı

Finansal serbestleşme; mali piyasalarda arz ve talep üzerindeki kontrol mekanizmalarının kaldırılmasına veya hafifletilmesine yönelik olarak alınan önlemler, uygulanan para ve maliye politikaları olarak tanımlanabilir.

Finansal serbestleşme reformu; faiz oranlarında esnekliğe, piyasaların kredi ve döviz dağıtımında artan rolüne, ticari bankaların artan özerkliğine, para, sermaye ve döviz piyasalarında artan derinliğe ve ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinde önemli bir

artıŖa neden olmaktadır. Finansal serbestleŖmenin boyutları ise; kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının yeniden düzenlenmesi, özellikle finansal hizmetler sektörüne serbest giriŖ imkânı tanınması, bankaların bağımsızlığının sağılanması ve özel sektörün tanınması ile uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleŖtirilmesidir (Williamson, Mahar, 1998, 2).

Finansal serbestleŖmenin özellikle geliŖmekte olan ülkelerde baŖarılı sayılabilmesi ülkelerin bazı donanımlara sahip olması gerekmektedir. Finansal serbestleŖmenin baŖarılı olabilmesi için gereken beŖ  n koŖul Ŗu Ŗekildedir (Fry, 1997, 759):

- Yeterli ve ihtiyatlı bir Ŗekilde regülasyon ve ticari bankaların gözetimi sağılanmalı, muhasebe ve yasal altyapıda bazı minimal düzenlemelere gidilmelidir.
- Makul bir düzeyde fiyat istikrarı sağılanmalıdır.
- Mali disiplin sağılanmalı ve devlet borçlanma yoluyla merkez bankasının rezervlerinin enflasyonist geniŖlemesinden kaçınmalıdır. Ayrıca devletin ticari bankalar aracılığıyla yurtiçinden doğırudan borçlanması veya dolaylı borçlanması sermaye akımını arttırır ve daha geniŖ yurtdıŖı değıŖim oranlarından satın almasına neden olur.
- Ticari bankaların rekabetçi davranıŖları onları kar maksimizasyonuna yöneltmektedir.
- Vergi sistemi finansal aracılık üzerinde açık veya örtülü vergi empoze etmemeli, ayrımcı bir vergi sistemi uygulanmamalıdır.

2.3. Finansal SerbestleŖmenin  eŖitleri

Finansal serbestleŖme ‘i  finansal serbestleŖme’ ve ‘dıŖ finansal serbestleŖme’ olmak üzere iki ayrı uygulama alanı bulmaktadır.

2.3.1. İ  Finansal SerbestleŖme

İ  finansal serbestleŖme, yurtiçi para ve sermaye piyasalarındaki kural ve kısıtlamaların ortadan kaldırılması Ŗeklinde tanımlanabilir. Yani, ekonomide yurtiçi para cinsinden borç ve alacak iliŖkileri ile varlık tutma kararlarına iliŖkin olarak kurumsal yapıda fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılması ve yumuŖatılması

işlemidir. İç finansal serbestleşmenin temelinde faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesi yatmaktadır. Yurtiçi finansal piyasalarda serbestleşmeyi sağlamak için öncelikle faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi gerekmektedir, kamu otoriteleri ise pasif kalmaktadır. İç finansal serbestleşme ile birlikte yeni oluşan finansal araçların idaresini sağlayan düzenlemelerin ortaya çıkması neticesinde bir yandan reel faiz oranları tasarrufları yükseltirken, diğer yandan da yüksek maliyetli yatırım fonlarının en verimli ve etkin şekilde kullanılması sağlanacaktır (Balassa, 1990, 56).

2.3.2. Dış Finansal Serbestleşme

Dış finansal serbestleşme üç temel unsur ile tanımlanabilir. Bunlardan birincisi yerleşiklerin dış piyasadan serbestçe borçlanmasını ve yerleşik olmayanların da serbestçe iç mali piyasalarda yatırım yapabilmelerini sağlar ve bunun sonucunda da içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamalar ve denetim kalkmaktadır. İkincisi; yerleşikler dışarıya serbestçe sermaye transfer edip yabancı varlık kalemlerini tutabilmektedir. Üçüncüsü ise; yerleşikler yabancı paralar üzerinden serbestçe bütün işlemleri yapabilmektedirler. İlk iki unsur ödemeler bilançosunun sermaye hesabının serbestleştirilmesinin gereğidir; üçüncü unsur ise ilk iki unsur ile bir araya geldiğinde mali serbestleşmeyi meydana getirmektedir (Kazgan, 2001, 177). Dış finansal serbestleşmenin esas amacı yurtiçinden dışarıya doğru sermaye giriş ve çıkışlarının serbestleştirilmesini sağlamaktır.

Dış finansal serbestleşme iki aşamada gerçekleştirilmeye çalışılır. İlk aşamada döviz kontrolleri ortadan kaldırılır, ülkede yaşayanlar arasında döviz cinsinden borç-alacak ilişkisine ve döviz cinsinden sözleşme yapmalarına izin verilir, ikinci aşamada ise kambiyo serbestisini sermaye hareketi serbestisi izlemektedir.

Ülkeler dış finansal serbestleşmeyi başarılı bir şekilde sağlarsa aşağıdaki getirileri elde edeceklerdir (Kar, Kara, 2003, 4):

- Sermaye hareketlerinde serbestleşmenin getirdiği rekabet nedeniyle, sermaye piyasalarının uzmanlaşmayı teşvik etmesi ve uluslararası ticarete verimliliğin artmasının sağlanması,
- Tasarrufların en verimli alanlarda kullanılarak ekonomide mevcut kaynak kullanımının etkin hale getirilmesi,

- Bireylerin, portföylerini çeşitlendirerek yurtiçi piyasa şoklarından etkilenmeyen istikrarlı bir gelir elde etme olanağına sahip olması.

2.4. İktisat Okullarının Finansal Serbestleşmeye İlişkin Görüşleri

Literatürde finansal serbestleşmenin göstergeleri; Neoklasik teoriye göre serbest ticaret ve Keynesyenler'e ait olan ticaret açıklığı kavramları boyutunda incelenmektedir. Serbest piyasa koşullarına işleyen serbest ticaret görüşü refah ekonomisinde Pareto Optimumu'na dayanan iki görüşün en iyi ve etkili olanlarından biridir. İlk görüş serbest ticaretin doygunluk ve dışsallığın olmadığı bir zamanda var olan rekabetçi dengenin Pareto Optimumu'nu oluşturmasıdır. İkinci görüşe göre ticaret yapan ortaklar arasındaki uygun toplam transferler ve dışa dönüklük sayesinde ortaya çıkan rekabetçi bir denge sonucunda yine Pareto Optimumu gerçekleşmektedir. Neoklasik ekonomistlere göre piyasalar etkin olduğundan serbest ticaret optimaliteyi yaratmaktadır (Singh, 2002, 5).

Post Keynesyen Ekol ve Neoklasik Gelenek, önlenemeyen sermaye hareketlerinin ve ticaretten elde edilen kazançların dünya ekonomik refahını maksimize etmek konusunda farklı görüşlere sahiptir. Keynesyen ve Post Keynesyen bakış açısı finansal piyasaların özellikle eğilimli olduğu makro ekonomik koordinasyon başarısızlıkları ve finansal krizler ile yakından ilgilenmektedir (Singh 2002, 9).

Post Keynesyenler'e göre spekülasyon ortamda beklentileri değişen yatırımcılar, düşük getiri ve düşük risk taşıyan yatırım projelerine yönelmektedirler. Finansal serbestleşmenin de en önemli sonuçlarından biri budur. Kreditorler, yüksek getiri ve yüksek risk taşıyan yatırım projelerini tercih edecekler ve daha düşük yatırımcı grubu ile karşı karşıya kalacaklardır (Tosun, Büyükakın, 1998, 164-181).

Post Keynesyenler Bretton Woods sisteminin kurulmasına yönelik ihtiyacı, finansal serbestleşme ile serbest ticaretin birbirine benzediği ve bunun küresel ekonomik etkinliğe öncülük ettiğine dair Ortodoks teorinin gerçekte uygulanamayışına bağlamaktadır. Uygulamada Ortodoks politikalar genellikle serbest ticaret ile finansal serbestleşme arasında bir tercihi zorunlu kılmaktadır (Singh, 2002, 7).

Yeni-Keynesyen yaklaşımda, serbest sermaye hareketlerinin ekonomik refah üzerindeki etkisi, serbest ticaret mallarının etkisinden farklıdır. Sermaye akımları, asimetrik bilginin, ajan sorunlarının, ters seçimin ve ahlaki çöküntünün konusu içine girmektedir. Finansal serbestleşme politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde

tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşüreceği görüşü hâkimdir. Yeni-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasalarda gerçekleşecek serbestleşme sonucunda faiz oranlarının yükselmesi tasarruf oranı artışı sağlamayacaktır. Yeni-Keynesyen'lere göre bunun nedeni; tasarrufların faizin değil, gelirin bir fonksiyonu olmasıdır. Bunun neticesinde finansal serbestleşmeden beklenen fon arzı artışı söz konusu olmayacaktır. Yatırımların faiz oranlarıyla negatif ilişkisi; faiz oranlarının artması söz konusu olduğunda yatırım talebini olumsuz yönde etkileyecektir.

Yeni-Keynesyen yaklaşıma göre, düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, büyük oranda gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarruflar ise bu pozitif gelişmeden olumsuz yönde etkilenmeyecektir. Bu durumda büyüme sürecinin esas değişkeni yatırımlar olmaktadır. Tasarruf oranı dinamik biçimde ele alınmakta ve bu oranın yükseleceği varsayılmaktadır. Bu nedenle finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın yatırımların maliyetini yükselteceği ve yatırımları caydıracağı öne sürülür. Ayrıca ekonomideki tasarruf düzeyinin yükselmesi efektif talebin daralmasına yol açarak ekonomide durgunluğa neden olabilecektir (Şengönül, Altıok, Gürbüz, 2007, 30). Faiz oranlarındaki artışın yatırımları caydırıcı etkisi efektif talebi daraltıp finansal bozukluklara yol açar ve bunun sonucunda büyüme hızı düşer.

1970 yılından sonra az gelişmiş ülkelerin az gelişmişlikten nasıl kurtulacağına dair geliştirilen Neoliberal teori neoklasik teorinin üzerine inşa edilmiştir. Klasik liberalizmi savunan Neo-Avusturya Okulu, Chicago İktisat Okulu vb. okullar ve iktisatçılar tüm dünyada neoliberalizmin etkili olmasını sağlamışlardır. Neoklasik geleneğe göre piyasaların etkinliği teorisi geçerli olup, fiyatlar, fayda maksimizasyonunda ve rasyonel beklentilere göre hareket eden çok sayıdaki ekonomik birimlerin davranışları sonucu belirlenmektedir. Neoklasik yaklaşıma göre uluslararası sermaye hareketlerinin özellikle uzun dönemli portföy yatırımı şeklinde olanları üretim ve refah üzerinde olumlu etkilerde bulunmaktadır. Kısa dönemli spekülatif nitelikte sıcak para olarak tanımlanan sermaye hareketleri ise; döviz, faiz ve borsalardaki arbitraj imkanlarından yararlanılarak kar sağlamaya çalışılırken krizlere sebep olmaktadır. Neoliberal argümanların temelinde McKinnon (1973) ve Shaw (1973)'in çalışmaları dayanak oluşturmaktadır.

2.5. Finansal Serbestleşme Politikalarının Ortaya Çıkmasında Rol Oynayan Ekonomik Dinamikler

1980’li yıllarda başlayan finansal sistemde deregülasyon rüzgârı sürekli finansal yeniliklere bağlı kalarak yüksek finansal kar olanakları yaratmıştır. Eskiden sadece özel borsa elemanlarının çok katı kurallar ile işlem yapabildiği sermaye piyasalarında kurallar gevşetilmiş, yaratılan teknolojik olanaklar sayesinde çok sayıda oyuncu bu piyasalara girme olanağına kavuşmuştur. Hızlı sermaye akışının da etkisi ile finansal piyasalardaki büyüme yeni finansal araçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Hisse senedi, bono, tahvil gibi geleneksel finansal araçların yanında türev araçlar denilen çok sayıda araç geliştirilmiş finansal piyasalarda yaşanan büyüme hızla devam etmiştir. Bu süreç üretici sektördeki karların düşmesini izleyerek finansallaşma olgusunu hızlandırmıştır. Finansallaşma, ulusal ve uluslararası ekonomide finansal motiflerin, finansal piyasaların, finansal aktör ve kurumların rolünün giderek artması olarak tanımlanabilir (Yeldan, 2009, 3-10).

Ekonomide yaşanan durgunluk eğiliminden kurtulmak amacı ile finansallaşma bir çözüm olarak ortaya çıkmaktadır. 1980’li yıllarda ortaya çıkan bu sürecin arkasında 1970’li yılların yapısal krizi yatmaktadır. Birinci küreselleşme süreci incelendiğinde artan üretim ve ticaret doğrultusunda, uluslararası bankalar tarafından örgütlenmiş finansal sermaye bu küreselleşme evresini hızlandırıcı rol oynamıştır (Yeldan, 2000, 34). Uluslararası sermaye hareketleri ve mal ticareti 1914 yılında birinci Dünya Savaşı’nın başlaması ile kesintiye uğramıştır. 1929 Büyük Ekonomik Bunalımı ile sermaye ve mal hareketlerinde büyük azalışlar ortaya çıkmıştır. Bunalımın etkileri, İkinci Dünya Savaşı sonrası oluşturulan uluslararası finansal, ekonomik ve politik sistemle ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. İkinci Dünya Savaşı’nın sonunda ABD’nin Bretton Woods kentinde 1944 yılında toplanan konferans ile uluslararası finansal ilişkileri düzenleyen kurallar ve kurumlar oluşturulmuştur. Konferans sonunda sistemde düzenleyici kurumlar olarak IMF ve Dünya Bankası ortaya çıkmıştır. 1944 yılından 1973 yılına kadar uluslararası parasal sistemde geçerli olan bu dönem Bretton-Woods sistemi dönemi olarak adlandırılmaktadır. Doların altına konvertibilitesinin korunduğu bu sistem asıl olarak üç temel amaç etrafında toplanmıştır (Eğilmez, 1997, 18-19):

- Sabit bir döviz paritesinin oluşturulması.

- D v z kurlarında ortaya çıkabilecek ani değişikliklerin yalnızca  demeler dengesi açık veya fazlaları nedeniyle oluşmasına izin verilmesi.
- Söz konusu  demeler dengesi açık veya fazlalarından dolayı yapılacak parasal ayarlamaların uluslararası bir danışma mekanizması aracılığı ile yapılması ve bu şekilde karşılıklı rekabete yol açıcı ayarlamaların önlenmesi.

1973 yılı sonunda dolar merkezli sabit kur sisteminin çökmesiyle birlikte, uluslararası finansal piyasalarda oluşan fiyatlarda büyük dalgalanmalar meydana gelmiştir. 1973 yılındaki petrol krizinin etkisiyle sanayileşmiş ülkelerde azalan getirilerin sonucu olarak büyük miktarda uluslararası fon dünya finansal sistemi içinde hızla yer değiştirmeye başlamıştır. Bu sermaye hareketlerinin hızla yer değiştirmesi finansal küreselleşmenin esas dinamiğini oluştururken, finansal piyasalarda küreselleşmeye doğru başlıca üç evreden geçmiştir. Finansal küreselleşmenin    evresi şunlardır (Adda, 2002, 102):

- Eurodolar Piyasalarının Ortaya  ıkması,
- Petrodoların Dolaşımı ve Borç Krizi,
- Doğrudan Finansman Yükselişi,

1960'ların ikinci yarısından itibaren dünya ekonomisinde altın  ağı son bulmaya başlamıştır. Bu dönemde özellikle sanayileşmiş ülkelerde kar oranlarının düşmesi ile ortaya çıkan krizde realize olmayan sermaye, finansal sermaye şeklinde uluslararası sermaye piyasalarında birikmeye başlamıştır. Biriken bu finansal sermaye;  demeler dengesi sorunu yaşayan, ithal ikameci sanayi politikalarına bağlı olan, sürekli bir borç krizi içerisinde kıvranan gelişmekte olan ülkeler için güzel bir fırsat olmuştur. Finansal sermayenin yüksek getiri elde edebilmesi ve üretimden kopmuş olmasına rağmen karlılığını sürdürmek istemesi bu açıdan gelişmekte olan ülkelerin sermaye tanımını karşılamaktadır.  lkeler finansman sorunlarına çözüm ararlarken, dünya çapında hızla yükselen kuralsızlaştırma (deregülasyon) dalgasına kapılmışlardır. IMF, Dünya Bankası gibi uluslararası sermayenin küresel düzenleyici kurumlarının yapısal uyum re etelerindeki temel hedefler doğrultusunda gelişmekte olan ülkeler faiz tavanlarını kaldırarak küresel sermayeye yüksek getiri sunarak,  demeler dengesi sorunlarını çözmeye çalışmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler için iktisadi gelişme paradigmasının sonu anlamına gelen bu dönüşüm bu ülkelerin dünya

ekonomisine entegre olması anlamına gelmektedir. Yeni uluslararası işbölümünün bir sonucu olarak üretim zincirlerinde; ucuz emek girdisine duyulan ihtiyaç, düşük katma değerli, düşük ve orta teknoloji yoğun sanayilerin üreticisi rolünü üstlenmesi, küresel sermaye piyasaları alanında ise yüksek getiri sağlayan finansal piyasalara sahip yükselen ekonomiler (emerging market) olarak eklemlenmesi ile sonuçlanmıştır. Bu sürecin koşullarının yerine getirilmesi ile birlikte tüm dünyada finansal serbestleşme rüzgârı esmeye başlamıştır. Finansal serbestleşme gelişmekte olan ülkelerin hükümetleri açısından gelişmiş ülkelerin finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaların kaldırılması veya önemli ölçüde azaltılarak deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak göstermeye çalışmaktadırlar (Ongun, 1993, 38).

Sanayileşmiş ülke ekonomilerinin gelişmiş finansal piyasa yapılarına bakılacak olunursa; uluslararası finansal sistem bünyesinde yaşanan dönüşümlerin sonucunda, finansal piyasaların etkinliğinin artırılmasına yönelik serbestleşme uygulaması dikkati çekmektedir. Öte yandan gelişmekte olan ülkelere ise finansal sistem, kalkınma sorunsalının gerektirdiği yapısal özelliklere göre şekillenmiştir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelere finansal serbestleşme politikaları, sadece finansal piyasa ve kurumlarda yaşanan bir dizi dönüşümle sınırlı kalmayıp, kalkınma stratejisinde yaşanan dönüşüme bağlı olarak, ekonomik yapının bütününde radikal değişimler içermektedir. Döviz ve iç tasarruf kısıt ile karşı karşıya kalan gelişen piyasa ekonomileri, finansman sorunlarını çözerek, ekonomik gelişmelerini sürdürebilmek için finansal piyasalarını uluslararası rekabete açmaktadırlar. Bu sürecin arka planında Neoklasik iktisat teorisinin iç tasarrufların yetersiz kaldığı durumda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak olabileceği tezi yatmaktadır. Bu teorik yaklaşıma göre, sermaye hareketlerine serbestleşme sağlanması, tasarrufların sermaye kıtlığı çeken ülkelere doğru yer değiştirmesine sebep olacaktır. Bu sermaye akışına bağlı olarak ekonomik büyüme ve istihdam artışına neden olan temel mekanizma ise iç finansal sistemin serbestleşmesine imkân tanıyan yüksek faiz oranlarıdır (Akyüz, 1993). Bu yöntemle uluslararası fon akışını kendi piyasalarına yöneltten bir ülke gelişme sürecine devam edebilecektir. Finansal serbestleşme uygulamaları gelişmekte olan ülkelerin planlı ve içe dönük gelişme ve sanayileşme stratejilerinden, piyasa merkezli dışa açık büyüme ve gelişme stratejilerine geçişlerini tanımlamaktadır. Deregülasyonun gelişmekte olan ülke ekonomilerine doğrudan etkileri ise, rekabetin artması, kar marjlarının

daralması ve ticari bankaların yatırım bankacılığı pratiklerini daha ileriye götürmesi şeklinde olmuştur. Karmaşık türev ürünlerin oluşturulması ve dağıtılması, yatırım bankalarının bu marjinallik eğilimi karşısındaki temel tepkisi olarak finansal literatüre eklenmiştir.

2.6. Finansal Serbestleşme Teorileri

İlk olarak McKinnon ve Shaw tarafından geliştirilen finansal serbestleşme teorileri, finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye yönelik temel yaklaşım haline gelmiştir. Finansal baskı ekolu olarak bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımının ardından Yapısalcı Yaklaşım ortaya çıkmıştır ve birbirinin eleştirisi şeklinde Yeni-Keynesci, Post Keynesci ve Grabel'in spekülasyon gelişme modelleri literatürde yerini almıştır.

2.6.1. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Finansal serbestleşmeyle birlikte finansal sistemin büyümesi ve kalkınması ile ilgili çalışmalar H.T.Patrick (1996) tarafından arz yönlü ve talep yönlü olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Arz yönlü araştırmalar, McKinnon(1973), King Levine (1993), Neusser ve Kugler (1998) tarafından ortaya konulmuş olup finansal kalkınma ile birlikte, finansal hizmetlerin artmasını sağlayan kurumların ve piyasaların arttığını ve böylece reel ekonomik büyümede artış meydana geldiğini açıklamaktadır (Calderon ve Liu, 2003, 333).

Arz yönlü araştırmalar ise, Neoklasik ekonominin önderliğinde, serbestleşmiş finansal piyasaların, tasarrufları teşvik ederek, tasarrufların etkin kaynak dağılımı ile verimli kullanım alanlarına yönlendirilmesiyle, ekonomik büyümenin hızlandığı görüşüne dayanmaktadır (Alper, Öniş, 2001, 223).

Talep yönlü araştırmalar; Gurley-Shaw(1967), Goldsmith(1969) ,Jung(1986) tarafından ortaya konulmuştur. Finansal hizmetlerin artan talebiyle başlayan süreç ilerleyen dönemlere iki sonuca ulaşabilmektedir. Olumlu yönden bakıldığında reel ekonominin genişlemesine neden olabilirken, olumsuz yönden bakıldığında finansal sektördeki genişlemeyi azaltabilmektedir (Williamson, Mahar, 1998, 3).

Talep yönlü araştırmalarda finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi azaltmasının nedenleri beş maddede toplanmaktadır. İlk olarak; faiz oranlarının deregülasyonu ve finansal serbestleşme, ödünç vermenin maliyetini arttırarak, en azından kısa dönemde ekonomik büyümeyi azaltabilmektedir. İkinci olarak finansal serbestleşme ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Çünkü finansal serbestleşme; üretken olmayan, sürekli kar kollamaya yönelik yeni fırsatçılıkları ve kredinin spekülâtif eylemler gibi etkin olmayan dağılımını ortaya çıkarmaktadır (Odekon, 2002, 5).

Üçüncü olarak, eğer sermaye hesabı, ithal ikame endüstrileri hala korunurken veya reel ücretler aşağı doğru esnek değilken serbestleştirilirse, refahtaki bir azalmayı zımnî olarak yaşayan ve karşılaştırmalı avantaja sahip bir ülkede, sermaye etkin ve verimli sektörlerle yönelmeyebilmektedir. Dördüncü olarak finansal serbestleşme ulusal ve uluslararası düzeyde zayıf ortak yönetim ve düşük kanuni korumalara sahip ülkelerde, bilginin asimetrisi nedeniyle finansal piyasaları ve işlemleri kısıtlı bir alanda gerçekleştirdiği için ekonomik büyümeyi azaltabilmektedir. Beşinci olarak; yurtiçi finansal sektörün yurtdışı finansal sektör ile birlikte hareket etmesine izin veren finansal serbestleşme, piyasa bölünmesine neden olur ve yurtiçi piyasadaki likiditeyi, yurtiçi kalkınmanın aleyhinde azaltmaktadır. Bu yüzden finansal serbestleşme makro ekonomik istikrarsızlık ile ilişkilendirilmektedir (Galindo, 2002, 11).

2.6.2. Mc Kinnon-Shaw Hipotezi

Mc Kinnon-Shaw hipotezi ödünç verilebilir fonlar teorisini temel alarak geliştirmekte olan ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme politikalarının tasarrufları, yatırımı ve sonuç olarak büyümeyi arttırıcı yönde etkide bulunacağını öne sürmektedir. Finansal sistem üzerindeki müdahale ve kontrollerin finansal serbestleşmeyle birlikte kalkması, tasarruflarda artış meydana getirecek ve büyümeyi hızlandırıcı bir etki yaratacaktır (Mc Kinnon, 1973, 15).

Düşük faiz politikaları ile ekonomik büyümenin gerçekleşeceğini savunan Keynesyen teoriye karşı geliştirilen Neoklasik Mc Kinnon-Shaw yaklaşımında finansal derinlik ve finansal baskı kavramları ön plana çıkmaktadır. Piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek reel faizlerin yükselmesinin önlenmesi finansal baskı olarak tanımlanmaktadır. Baskı sonucunda negatif veya çok düşük reel

faizlerden ötürü tasarruf araçlarının çeşitlenmesi ve etkin kullanımı engellenecektir. Baskı altında negatif veya düşük seyreden reel faizler dış faiz ve iç faiz arasındaki farkı dış faizler lehine çevirerek sermaye kaçışına sebep olacak ve ülke içerisindeki tasarruf sahipleri kaynaklarını verimsiz alanlarda kullanacaklardır. Sermaye akışkanlığını engellemek için, finansal işlemlerin vergilendirilmesi ve karşılık oranlarının arttırılması gibi bazı baskı politikaları da uygulanabilmektedir. Hipoteze göre buradaki tek çözüm finansal piyasaların serbestleşmesidir. Finansal sistem üzerindeki bu baskı kalktığında reel faizler yükselecek, tasarruf sahipleri üretken olmayan aktiflerden üretken olan varlıklara yöneleceklerdir. Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurtdışı fonların, yurtiçi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Atamtürk, 2003 , 43).

Mc-Kinnon denklemi para talebi fonksiyonunu göstermektedir. Faiz oranları ile ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu, faiz oranlarındaki artışın, üretimi arttıracığını öne sürmektedir. Para ve yatırım talebi arasında bir tamamlamalılık söz konusudur. Shaw ve Mc Kinnon'un para talebi denklemlerini karşılaştıracak olursak; Shaw'ın denkleminde para talebi üç ana unsurdan oluşmaktadır: Reel GSMH, elde para tutmanın alternatif maliyeti ve reel faiz haddi. Mc-Kinnon'un denkleminde ise para talebi, reel GSMH, yatırımın reel GSMH'ya oranı ve reel faiz haddinden oluşmaktadır (Shaw, 1973, 9).

McKinnon ve Shaw az gelişmiş ülkelerde yoğun bir finansal kontrol olduğunu ve serbest piyasa koşullarının az gelişmiş ülkelere mevcut olmadığını savunmuşlardır. Az gelişmiş ülkelere devletin her sektör ve alanda etkin olmayan yayılımı, fon ihtiyacını arttırmakta bu da finansal baskı politikalarını teşvik ederek devlete ucuz fon teminine yaramaktadır. Kaynakların dağılımını kontrol altına alarak bir yandan kamu açıklarını finanse etmek, öte yandan öncelikli olarak belirlenen sektörlerle fon yöneltme aslında, düşük faiz oranları nedeniyle, hem cari tüketimi arttırmakta, tasarrufların artmasını engellemekte, hem de düşük gelirli yatırımların gerçekleşmesine yol açmaktadır. Teori, finansal serbestleşmenin sırası ile önce makroekonomik istikrarın sağlanması ancak ondan sonra finans sektörünün serbestleşmesinin uygun olacağını ileri sürmektedir. Buna göre, finans sektörünün serbestleşmesi ülkede faiz hadlerini yükseltecek, bu da ülkede plasmanları cazip hale getirerek sermaye kaçışı korkusu kalmaksızın finansal olarak dışa açılmayı mümkün kılacaktır (Öztürk, Kuşçu, 2-3).

Hipoteze göre finansal serbestleşme politikalarının uygulanması için gereken koşullar şunlardır (Atamtürk, 2003, 43):

- Piyasalar etkin ve tam rekabetçidir.
- Finansal serbestleşmede faiz oranları serbestçe belirlenmektedir. Faiz oranlarının serbestçe belirlenmesi, sermayenin mali sistem aracılığıyla etkin kullanıldığı anlamına gelmektedir.
- Reel faiz oranlarındaki artış, tasarruf-yatırım dengesini sağlayacaktır. Tasarruf artışıyla, fon fazlası bankacılık kesiminde değerlendirilebilecektir. Reel faiz oranı piyasa açısından bir gösterge özelliğini taşımaktadır.
- Finansal serbestleşme, mali piyasalarda araç çeşitlenmesine neden olarak finansal derinleşmeyi arttıracak, finansal kesimi geliştirecektir. Hipoteze göre finansal derinleşme kriteridir.
- Finansal baskı, kamuya kaynak aktarımı ve kredilerin öncelikli sektörlerde kullanımınıdır. GOÜ' lerde faiz oranları da baskı altında tutularak, kredi sınırlamalarına gidilmekte, öncü sektörlerin geliştirilmesi amaçlanmaktadır. Piyasadaki denge faiz haddinin altında bir tavan belirlenerek, reel faizlerin yükseltilmesinin önlenmesi de finansal baskıdır. Baskı sonunda negatif veya çok düşük reel faizlerden dolayı sermayenin yurtdışına kaçışı ve ülke içinde kaynakların verimsiz kullanımı söz konusudur.

Mc Kinnon-Shaw hipotezinin reçete olarak sunduğu çözüm yöntemi, faiz hadlerine getirilen kısıtlamaların yeniden düzenlenerek finansal serbestleşmeye imkân tanınmasıdır. GOÜ'lerde temel finansal problem, yatırım alanlarının azlığından değil de tasarruf ve yatırıma dönüşebilecek fonların yetersizliğinden kaynaklanmaktadır. Bir ülkede finansal piyasalar ne kadar gelişmiş ve finansal serbestleşme uygulamaları ne kadar başarılıysa, kişi ve finansal kurumlar, kamu menkul kıymetlerini ne kadar ellerinde bulundurmaya istekliyse, hükümet gerekirse enflasyonist baskıları da göz önüne alarak açık miktarını arttırma yoluna gidebilir (Özer, 2006, 17).

Ampirik gözlemlerde; bütün ülkelerin serbestleşmeden aynı derecede faydalanamadıkları ve beklentilerini aynı şekilde karşılayamadıkları gözlemlenmiştir. Gelişmiş ülkeler yani finansal serbestleşmeyi başarıyla uygulayabilmiş ve finansal sistemi düzgün işleyenlerin tasarrufları hareketlenmiş, yatırımları canlanmış ve büyüme hızları artmıştır, finansal sistemlerinde yapısal düzeni tam oturtamamış

gelişmekte olan ülkeler ise küçük bir ekonomik büyümenin ardından mali kriz deneyimi yaşamışlardır. Finansal serbestleşmeyi kötü bir kriz deneyimi ile sınayan bu ülkeler finansal kriz teorisindeki yerlerini almışlardır.

McKinnon ve Shaw'a göre faiz oranlarının artması zincir bir etki yaratarak öncelikle tasarruflar üzerindeki baskıyı kaldırarak finansal araçları artırır daha sonrasında ise finansal derinleşme ve finansal sektördeki etkinliği sağlamaktadır. Bir yandan kaynak dağılımının etkinleşmesi ile de sektörel getiri oranları birbirine yaklaşmakta, diğer yandan tasarrufların yükselmesi ile fon maliyetleri düşmekte ve yatırımlar artmaktadır. Faiz oranındaki serbestleşmenin tasarrufları artırma etkisi ise sermayenin kaçışını engellemekte ve büyüme için etkin kaynakları yaratmaktadır (Yentürk, 1997, 131-139).

Hükümet müdahaleleri ile finansal sektörü kontrol altında tutarak verimliliğini düşürmek bir dizi finansal baskılama etkisidir. En genel haliyle bu müdahaleler; faiz oranlarında düzenlemeler, yönlendirilmiş kredi programları ve yüksek rezerv oranlarıdır. Finansal baskının ana motive edici gücü malidir. Hükümet kalkınmayı teşvik etmek ister, fakat bunu yapmak için kaynaklardan yoksundur. Finansal baskının diğer anlamı ise, kamunun elindeki araçlara bir sınırlama getirmesidir. Senyoraj gelirlerinden yüksek kazançlar sağlamak finansal baskılamada problem yaratabilmektedir.

Mc Kinnon-Shaw hipotezine göre parasal sistemin baskılama altında tutulması reel sermaye birikiminin niteliği ve miktarı açısından bazı olumsuz sorunlar yaratmaktadır. Bu da dört etki kanalı ile gerçekleşmektedir (Üçer, 1997, 2):

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

Serbest faiz oranları hızla arttığında, rezerv gereklilikleri azaldığında ve direkt kredi düzenlemeleri giderildiğinde, fiyat seviyeleri stabilize olduğunda güçlü bir deflasyon programının bağlamında olduğu söylenebilir. Finansal serbestleşmeden kaynaklanan pozitif reel faiz oranları finansal derinleşmenin amacına ulaşmasına yol açmaktadır. Keynesyen ve Yapısalcı olarak adlandırılan yaklaşımlar tartışmanın diğer bölümünü oluşturmaktadır. Keynesyen yaklaşım finansal serbestleşme politikalarının özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşüreceği görüşünü savunmaktadır. Yapısalcı olarak adlandırılan (Buffie, Taylor ve Van Vijnbergen) yaklaşımda da finansal derinliğin toplam reel kredi arzını azaltması nedeni ile ekonomik büyüme oranını düşürdüğü görüşü hâkim olmaktadır. Çünkü işletmelerin sermayelerini kredi finansmanı ile oluşturdıkları bir ortamda yükselen reel faizler kredi maliyetlerini arttırarak fiyatları yukarı çekmektedir. Yükselen fiyatların da reel ücretleri düşürmesi ile toplam talep ve dolayısıyla üretim de düşecektir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar organize olmuş ve organize olmamış piyasalar şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Bankacılık sektörü organize olmuş ve bunun dışında kalan finansal sektör organize olmayan kısımdır. Finansal serbestleşme politikası, faizlerin organize olmayan sektörden organize olmuş sektöre kaymasına neden olacaktır. Organize olmamış piyasalarda zorunlu munzam karşılıkları olmamasına rağmen organize olmuş bankacılık kesimlerinde munzam karşılıklarının bulunması bu hareketlenmeyi olumsuz yönde etkilemeyecektir, fakat finansal serbestleşme neticesinde toplam reel kredi arzı düşecektir (Atamtürk, 2003, 44).

2.7. Finansal Serbestleşmeye Yönelik Eleştiriler

Mc-Kinnon Shaw hipotezinde reel faizler arttığında, tasarrufların da arttığı bir ikame etkisi varsayılırken gelir etkisi göz ardı edilmektedir. Kredi piyasasındaki asimetrik bilgi sebebiyle sermayeden maksimum kar sağlanamaz, piyasada birtakım aksaklıklar söz konusu olur. Finansal serbestleşme nedeniyle yüksek faizler hem bankacılık hem de kamu kesimindeki riskleri arttırmaktadır. Hipotez, GOÜ’lerde enformel sektörü görmezden gelmektedir. Enformel sektörün finansal serbestleşme arttıkça ekonomideki payının azalacağını öne sürenler de vardır.

Mc-Kinnon Shaw hipotezinin iki varlıklı (para-reel varlık) portföy yaklaşımı Taylor tarafından eleştirilmektedir. Taylor'un modelinde hanehalkları tasarruflarını mevduat olarak formel piyasalarda (bankacılık kesimi), enformel piyasalarda ve altın gibi verimsiz reel varlık olarak tutarlar. Ayrıca Taylor'a göre özellikle gelişmekte olan ülkelerde hayli rekabetçi ve makroekonomik açıdan önemli olan enformel piyasalar bulunmaktadır. Firmalar formel piyasalar aracılığı ile banka kredisi alabilecekleri gibi, enformel piyasalara doğrudan borçlanma yolunu da seçebilirler. Faiz oranlarının serbest bırakılması ile formel sektöre akan fonların kaynağı önem kazanacaktır. Bankacılık sistemine akan fonlar altın, gayrimenkul gibi verimsiz reel varlıklardan geliyorsa, yatırımlara aktarabilecek fon miktarı bankacılık sistemi bünyesinde artacağı için ekonomik büyüme artacaktır. Eğer fonlar enformel sektörden, bankacılık sektörüne gelirse, bankaların karşılık bulundurma zorunlulukları nedeniyle kredi olarak aktarılan fonlar azalacaktır. Tasarruflarda yaşanan bu görece azalma yatırımları azaltacaktır. Diğer taraftan artan faiz oranları nedeniyle sermaye maliyetleri artacaktır. Eksik rekabetçi piyasa yapısı gereği bu artan maliyetler nihai mal fiyatlarına yansiyarak maliyet enflasyonu dinamiği oluşturacaktır. Yatırımların azalmasıyla birlikte ekonomik gelişme durma noktasına gelecek ve maliyet artışının sebep olduğu bu enflasyonist süreç ekonomiyi staglasyonist çıkmaza sürükleyecektir. Taylor'a göre gelişmekte olan ülkelerde uygulamaya konulan finansal serbestleşme politikaları, ülke ekonomilerinde büyümeden çok staglasyonist bir etki yaratmıştır (Esen, 1998, 28-29).

Stiglitz'in eleştirileri ise, mali piyasalarda işleyişin aksak olduğu, bu piyasalarda Pareto etkinliğinin geçerli olmayacağı esasına dayanmaktadır. Mali piyasalardaki koşullara bakıldığında işlem maliyetleri ve bilgi edinilmesi açısından mükemmel bir işleyişe sahip değildir. Firmaların en gelişmiş biçimi olan bankalarda, optimum üretim düzeyi, emeğin marjinal veriminin marjinal ücrete eşitlendiği noktada gerçekleşmektedir. Varsayıma göre firmaların iflas riski bulunmamaktadır. Gerçek mali piyasalarda, gerek firmaların gerek bankaların iflas riski bulunmaktadır. Ancak mevduat sigortası, mevduata kamu güvencesi ile bankaların iflas riski azaltılmaktadır. Stiglitz, bankacılık sektörünün tercih edilen sektörlerle kredi vererek, iflas riskini azaltabileceğini belirtmektedir. Kredi verilecek alanların seçilmesi veya kredi tayinlemesine gidilmesinin daha faydalı olacağını savunmaktadır, fakat burada yatan asıl çelişki kamu kesiminde öncü sektörlerle öncelikli kredi verilmesini eleştirmesidir.

Bazı zengin ve gelişmekte olan piyasalar önemli seviyede sermaye akımlarına maruz kalmaktadırlar. Bu piyasalar ile gelişmemiş olan piyasalar karşılaştırıldığında gelişmemiş olan ülkelerde sermaye akımları daha yavaş gelişmektedir. Finansal serbestleşmenin gelişen piyasalarda sistematik olarak yatırımı veya büyümeyi arttıracığına dair kesin kanıtlar mevcut değildir. Sermaye akımlarının volatilitesi yüksektir ve konjonktüre bağımlıdır, ayrıca finansal serbestleşme çıktı ve tüketim volatilitesini de arttırmaktadır. Finansal serbestleşme yurtiçi finansal piyasaları da dengesiz ve krizlere eğilimli hale getirmektedir. Burada hızlandırıcı etki finansal serbestleşmenin ülkeler arasında önemli ölçüde değişkenliğe açık olmasıdır. Özellikle finansal serbestleşmenin etkileri, serbestleşen ülkenin zengin veya fakir olmasına, finansal piyasalarının gelişmiş veya gelişmemiş olmasına, kurumlarının yüksek veya düşük kalitede olmasına bağlanmaktadır. Zengin ülkelerin finansal serbestleşmeden daha çok fayda sağlamasının nedeni, yurtiçi tasarruflarının büyük ölçüde olması ve yurtdışı finansmana ekseriyetle ihtiyaç duymamalarıdır (Broner, Ventura, 2010, 1-2).

3. TÜRKİYE’DE FİNANSAL SERBESTLEŞME SÜRECİ

1980’li yıllardan itibaren şekillenmeye başlayan yenedünya düzeni ile birlikte küreselleşme kavramı değişmeye başlamıştır. Bu değişim süreci ile birlikte uluslararası ticaret ve sermaye hareketlerinde görülen serbestleşmenin hacmi artmış, hızlanmış ve yaygınlaşmıştır. 1970’lerin petrol şoklarından sonra sanayileşmiş ülkelerin stagflasyon sorunu geliştirmekte olan ülkelerin dış ticaret dengeleri üzerinde olumsuz etki göstermeye başlamıştır. Bu gerekçe ile sanayileşmiş ülkeler serbestleşmeye yönelik politikalar uygulamaya başlamıştır. Bu politikaların içeriği; sermaye akımlarının kolaylaştırılması, esnek kur rejimi uygulanması, gümrük ve vergi politikalarında değişime gidilmesidir.

Serbest ticaret politikalarının 1980’lerde geliştirmekte olan ülkelerde yaygınlaşması ile birlikte finansal piyasaların etkileşimi ve piyasaların uluslararasılaşma süreci başlamıştır. Dünya’daki bu gelişmelere tepkisiz kalmayacağının farkında olan Türkiye ekonomisi de hızlı bir dönüşüm sürecine girmiştir. Türkiye’de 1977-1980 yılları arasında yaşanan ağır ekonomik sorunların krizle sonuçlanması sonrasında esasları bakımından bir dönüm noktası olma niteliği taşıyan 24 Ocak Kararları ile ekonomi politikalarında değişikliğe gidilmiş ve küresel ekonomiyle bütünleşmeye çalışılmıştır. Bu kararlardan itibaren neoliberal ve dışa açık büyüme bazlı politikaların uygulanmaya çalışıldığı bir Türkiye ile karşılaşilmektedir.

3.1. Finansal Serbestleşmenin Türkiye’deki Tarihsel Süreci

Türkiye’de finansal serbestleşmenin tarihsel süreci 1980 öncesi ve 1980 sonrası olmak üzere iki döneme ayrılabilir.

3.1.1. Türkiye’de 1980 Öncesi Uygulanan Ekonomi Politikaları

Cumhuriyet’in ilk yıllarından 1970’lere kadar geçen sürede Türkiye’de farklı ekonomi politikalarının uygulandığı görülmektedir. Cumhuriyet’in ilk yılları olan 1923-1940 döneminde ekonomiyi canlandırmak için devlet yatırımcılığı ve işletmeciliği politikaları uygulanmıştır. 1940-1950 döneminde karma ekonomi modeli devlet öncülüğünde yer bulmuştur. 1950-1960 döneminde ise çağın gereklerine ayak uydurma çabası ile finansal serbestleşme politikalarının ilk adımları atılmaya başlanmıştır.

1980 öncesi uygulanan finansal politikalardaki temel amaç faiz oranlarının kontrol altında tutulması ve selektif kredi politikası ile yatırımlar için gerekli olan finansal kaynakların düşük maliyetle sağlanmaya çalışılmasıdır. Müdahaleci politikalar sonucunda mevduat ve kredi faiz oranlarına tavanlar konulmuş, yabancı bankaların Türk bankacılık sektörüne girişi ve yabancıların yurtiçi sermaye piyasalarında işlem yapmaları yasaklanmış ve döviz cinsinden varlıkların yurtdışına çıkarılmasında birtakım yasaklamalar getirilmiştir (Kar, Kara, 2001, 64).

Türkiye bu dönemde düşük reel faiz oranları, finansal kazançlardaki yüksek vergi yükü, yüksek likidite ve munzam oranları gibi finansal baskılamaların başlıca tüm özelliklerini göstermekteydi. Bunlara ek olarak finansal piyasaların yüksek derecede kontrollü olması ve etkin olmayan bankacılık sisteminden de olumsuz yönde etkilenmekteydi. Sermaye ve borsanın gelişmemiş ve parçalanmış olmasıyla birlikte şirketlerin çoğu sermaye dengelerini korumak için borsaya başvurmak yerine banka kredilerine güvenmeye başlamışlardır (Yeldan, 1997, 81-82).

Türkiye ekonomisi 1950’lerden başlayıp 1970’lerin sonuna kadar ithal ikameci sanayileşme politikasını benimsemiştir. 1963’te uygulanan ilk beş yıllık kalkınma planının başlangıç noktası ithal ikameci sanayileşme politikasının kurumsallaştırılmasıdır. Beş yıllık kalkınma planları çerçevesinde ithalat rejimi zamanla ticarete miktar kontrollerinde ivme kazanmış ve aşırı değerli döviz kurunu da etkileyerek sistemin başlıca belirleyicisi haline gelmiştir (Başkaya, 1986, 161-168).

1980 öncesinde finansal piyasaların durumu irdelenecek olursa (Binay, Kunter, 1998, 5) :

- Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altında tutulmaktadır ve yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatiftir.
- Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar konulmuştur.
- Bireylerin ellerinde döviz bulundurmaları yasaktır.
- Merkez Bankası selektif kredi politikası yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlamaktadır.
- Finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buralardan elde edilen gelirler göreceli olarak daha fazla vergilendirilmektedir.
- Aracılık hizmetlerinin maliyeti yüksektir.
- Kurumsallaşmış bir mali sistemden yoksundur.
- Yabancı ve yerli bankalar sisteme kolay entegre olamazlar, çeşitli kısıtlamalar mevcuttur.
- Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları yüksektir.
- Şirketlerin tahvil ihracı ve hisse senedi yoluyla finansman sağlaması para ve sermaye piyasalarının gelişmemiş olması dolayısıyla mümkün değildir.

Türkiye'nin ekonomik sıkıntıları 1977'lere kadar uzanmaktadır. Önceki iki plan döneminde iç tasarruflara dayanacağı açıklanan yatırımlar, üçüncü plan döneminde daha kolay ulaşılması nedeniyle yavaş yavaş yabancı finansmana doğru kaymıştır ve dış borçlar zamanla artmıştır. Bu dönem aynı zamanda içsel ve dışsal dengesizliklerin de ortaya çıktığı bir dönem olmuştur. İthalatta bağımlılığın artışı, genişletici para ve maliye politikaları aşırı bir talep yaratarak cari işlemler dengesini bozmuş ve enflasyon üzerinde baskı oluşmuş, negatif faiz oranları, borç krizi, 1970'li yılların başında ve sonunda görülen iki büyük petrol krizi ve toplum ile marjinal siyasi gruplar arasındaki siyasi parçalanmalar 1970'lerin sonuna damgasını vurmuştur. Bu sorunlara çözüm bulmak amacı ile Türkiye 1980'li yıllara askeri rejim altında uygulanan bir istikrar programı ve serbestleşmeye yönelik politikalarla girmiştir. Program dışa dönük kalkınma stratejisine geçiş için başarılı bir örnek teşkil etmekteydi ve Bretton Woods kurumlarının da büyük desteğini alarak ortaya çıkmıştır (Akyüz , Boratav, 2002, 17).

1977'nin sonunda Türkiye'nin girdiği borç krizinin başlıca nedenlerinden biri 1975 sonrası hızla artan enflasyon olmuştur. 1980'de enflasyon %110 seviyelerine kadar yükselmiştir. Borç krizinin bir diğer nedeni, döviz kurlarının enflasyon oranındaki büyük artışa rağmen çok yavaş değişim göstermesidir. İhracat oranlarının azalması ve petrol fiyatlarındaki artışın etkisi ile dış ticaret bilançosunun negatif etkilenmesi kaçınılmaz hale gelmiştir. Son neden ise dönem olarak işçi gelirlerinde hissedilir bir azalmanın meydana gelmesidir. Döviz kurunun düşük tutulması yurtdışından sağlanan döviz girdilerinde bir azalma meydana getirmiştir (Demirci, 2005, 154).

Kısacası Türkiye 1980'lere büyük bir borç stoku, yüksek enflasyon, aşırı değerlenmiş döviz kuru, ödemeler bilançosu açığı ve büyük bir döviz sıkıntısı ile tam da bir kriz ortamını yansıtan bulgular içerisinde girmiştir. Bu kriz ortamından çıkışın IMF destekli reçetesi olarak da 24 Ocak Kararları olarak bilinen ve yoğun bir ekonomik reform programını içeren istikrar politikaları uygulamaya konulmuştur.

3.1.2. 1980 Sonrası Dönemde Finansal Serbestleşme Hareketleri

1980 öncesinde uygulanan istikrar programları genellikle kısa vadeli amaçlara sahipti ve sanayileşme ve dış ticaret politikasında ve devletin ekonomideki rolünde radikal değişimler hedeflememekteydi. Hükümetler içinde bulunan dış ödeme sıkıntılarını atlatmak ve enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak amacıyla bir dizi kısa vadeli tedbirler almaktaydı. 24 Ocak 1980 İstikrar Programı kısa vadeli amaçlarla beraber ekonomi politikasında değişim hedefleyen uygulamalar içermekteydi. Bu programla ekonominin geleneksel sanayileşme stratejisinde, dış ticaret stratejisinde ve kurumsal yapısında değişiklikler amaçlanmaktaydı (Şahin, 2009, 189).

24 Ocak 1980 programının teorik temeli Neo-Liberal yaklaşımlara dayandığı için ekonomi üzerinde piyasa güçlerine daha büyük bir pay vermeyi ve ekonomiyi dışa açarak rekabet edebilmesini amaçlamaktaydı. Bu amaçlara ulaşabilmek için de başlıca hedefleri şunlardır: (Şahin, 2009, 190)

- Devletin ekonomiye müdahalesini ve ekonomik faaliyetlerini en aza indirerek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak. Böylelikle serbest piyasada fiyat mekanizmasının işleyişi ile ekonomideki dengeler sağlanacaktı.

- Uzun süredir uygulanan ve bir türlü başarılı olamayan ithal ikameci sanayileşme politikalarından vazgeçilip ihracata dönük sanayileşme politikalarına geçilmiştir.
- 24 Ocak 1980 istikrar programı ekonominin içinde bulunduğu bunalımdan çıkarılması amacı ile yürürlüğe konulmuştur. Bu yüzden programın uzun vadeli hedeflere ulaşabilmesi için öncelikle bir dizi kısa vadeli hedefleri başarması gerekmektedir. Bu kısa vadeli hedeflerden birincisi enflasyonu makul bir seviyeye düşürmek, ikincisi döviz kuru politikaları ve ihrac teşvikleriyle ihracatı teşvik etmek ve ithalatı serbestleştirmek, üçüncüsü iç piyasalar serbestleştirilerek pozitif reel faiz oranları sağlamak ve böylelikle tasarruf ve yatırım oranlarını arttırmak, dördüncüsü sermaye hareketleri serbestleştirilerek Türk Lirasının konvertibl hale getirilmesidir.

Bu kapsamlı programın bir parçası olarak, Türkiye ekonomisi adım adım serbestleşmeyi uygulamaya çalışmıştır. Dış ticaret rejiminin serbestleştirilmesi, döviz kuru kontrollerinin kaldırılması, özel tasarrufu arttırması amacıyla piyasa faiz oranlarının serbestleştirilmesi, kısa vadeli ilk amacı olan enflasyon kontrol altına alınarak ekonomide kalıcı istikrarın sağlanması, devletin ekonomideki yerinin daraltılıp KİT'lerin özelleştirilmesini de içeren IMF ve Dünya Bankası rehberliğindeki yeni ekonomik programın başlıca bileşenleridir (Demir, 2002, 7-8).

24 Ocak Kararları'nın bir uzantısı olarak 1 Temmuz 1980'de vadeli mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılarak finansal sektörde ilk serbestleşme hareketleri başlamıştır. Serbestleşme politikaları ile amaçlanan mevduat ve kredi faizlerinin arttırılması, bankacılık sektöründe rekabetçi ortamın sağlanması, reel faiz yolu ile yurtiçi tasarrufların istenilen düzeylere ulaşmasının sağlanması sonucunda finansal sektöre hedeflenen derinliğin kazandırılmasına çalışılmıştır (Binay, Kunter, 1998, 10).

1980'li yıllardan başlayıp, 1992'ye kadar süren ilk dönemde finansal serbestleşme ile ilgili Türkiye'de önemli yasal ve kurumsal değişikliklere gidilmiştir. Birinci dönem 1980-1983 yıllarını kapsamaktadır. Bu dönemin özelliklerine bakıldığında, reel üretimin yeniden düzenlenmesi, ticaretin serbestleştirilmesi, finansal piyasaların yeniden düzenlenmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi uygulamaları göze çarpmaktadır. Programın ana hedeflerinden biri olan enflasyon oranını düşürmek ve cari işlemler açığını sürdürülebilir düzeye indirmek iç ve dış

dengelesizlikler sebebiyle sağlanamamış ve fiyat şokları baş göstermiştir. Bu dönem, ortaya çıkan bankerler krizi ile birlikte sekteye uğramıştır. 1983- 1989 yıllarını içeren ikinci dönemde ise dış ticaret serbestleştirilmiş ve kısmi olarak sermaye hesabı yeniden düzenlenmiştir. Bu dönemin en çok dikkat çeken özelliği ihracatın sürekli artışıdır; fakat gelir dağılımının sürekli bozulması, programın uygulanabilirliğine ters düşmüştür. Bu dönemin sonunda ortalama ücretlerdeki büyük artış ve tarımsal ürünlerdeki fiyat yükselmeleri bütçe dengelerini bozmuştur. Enflasyon oranındaki hızlı artışın ekonomik dengeleri bozması ile birlikte bu döneme dış finansal hareketler serbest bırakılarak müdahale edilmiştir. Üçüncü dönem ise 1989- 1992 yılları arasını kapsamaktadır. Vakitsiz ve erken gelen serbestleşme rüzgârı hükümetin ekonomiye makroekonomik politikalarla yön vermesini zayıflatmıştır. Temel makroekonomik göstergelerde tam iyileşme sağlanamadan yüksek enflasyon ve bütçe açıkları bu döneme damgasını vurmuştur. Verilen kriz öncesi sinyaller algılanamamış ve 1994 yılında ilk kriz deneyimi yaşanmıştır (Öztürk, 2003, 20-21).

1980 sonrası dönemde finansal piyasaların düzenlenmesi için atılan ilk adımlardan biri Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkarılması ve 1982'de Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulmasıdır. 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkında çıkarılan 32 Sayılı Karar ile dış finansal serbestliğin sağlandığı dönemde finansal araçların yapılanması ve finansal araçların çeşitlenmesi amaçlanmıştır.

1980'lerde mevduat ve kredi faiz oranlarının serbestleştirilmesindeki amaç, para politikası uygulamasının başarısızlıklarını ve kısıtlayıcı talep yönetim politikalarının olumsuz etkilerini unutturmaya çalışmaktır. Serbestleşme tedbirleri ilan edildikten sonra özellikle küçük bankalar mevduatlar için rekabet etmeye başlamışlardır. Söz konusu bankalar, yüksek faiz oranları sunarken maliyeti yüksek olan bu mevduatlardan nasıl faydalanacakları hakkında bilgi sahibi değillerdi. Bankalar piyasasında rekabetin giderek artması ve yeterli bilgi düzeyinin bulunmaması ile birlikte 1982 yılında finansal sistem bir krize sürüklenmek zorunda kalmıştır. Sorunlu kredilerin büyüklüğü bu krizin ana nedenlerinden birisini oluşturmaktaydı. Fakat yaşanan krizden ders alınmamış ve 1988 yılında faizler tamamen serbest bırakılmak zorunda kalmıştır (Saraçoğlu, 1996, 6).

Kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin olarak da, TCMB bünyesinde oluşturulan Döviz ve Efektif Piyasası ve Kur Belirleme Seansları uygulamasıyla kurların TCMB ve bankalar tarafından ortak belirlenmesi kararı uygulamaya konularak serbest piyasada döviz kurunun belirlenmesi aşamasına geçilmiştir.

Bu dönemdeki finansal serbestleşme politikalarının amaçları üç ana hedef altında sıralanabilmektedir. Bunlar; negatif faiz oranları yükseltilerek, bankacılık sistemindeki mevduat ve kredi hacminin artırılması, gümrük duvarlarıyla korunmayan firmaların yeni ekonomi politikalarına uyum sağlamaları, ihracata yönelmeleri ve şirket sahiplerinin gerektiğinde kişisel varlıklarını özsermayeye katarak sermaye yapılarını güçlendirmeleri olarak sıralanabilmektedir (Parasız, 2001, 323).

Finansal serbestleşmenin iç finansal serbestleşme evresi, finansal piyasaların düzenlenmesi ve derinlik kazandırılarak genişletilmesi, mevduat faiz oranlarının serbestleşmesidir. Dış finansal serbestleşme evresi ise kambiyo ve sermaye hareketlerinde serbestleşmeyi kapsamaktadır.

Finansal serbestleşme süreci Türkiye’de 18 yıl önce bir istikrar programı ile uygulanmaya başlamıştır. Uygulamanın sıralaması ve hızı neoklasik modelin çözüm reçetesine uygun dizayn edilmiştir. Bu sebeple program öncelikle dış ticarete, daha sonra yurtiçi finansal piyasalara, son olarak ise yabancı sermaye hareketlerine önem vermiştir (Esen, 2010, 21).

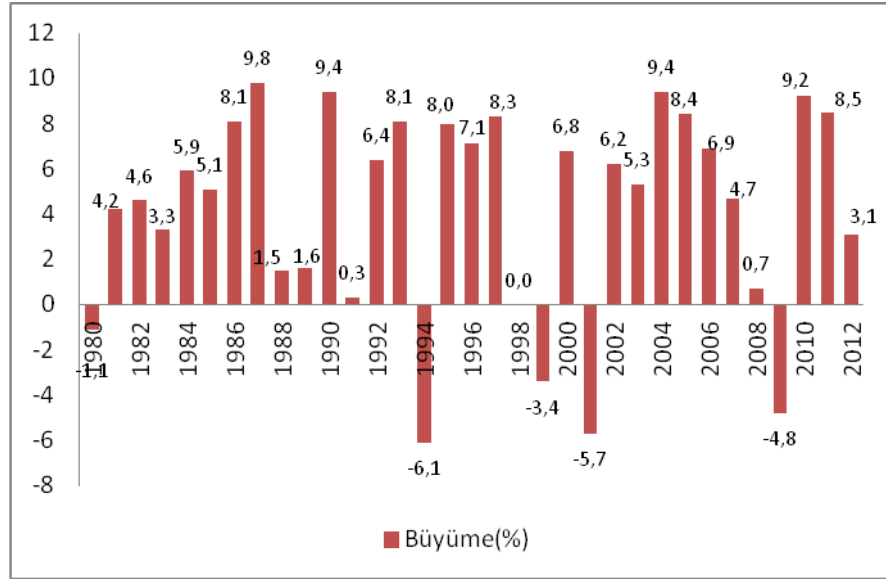
3.2. Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri

Finansal serbestleşme öncesi ve sonrasında Türkiye ekonomisinin makro değişkenlerinde yaşanan gelişmeler, sermaye ve para piyasalarındaki serbestleşme ve düzenlemelerin Türkiye’yi nasıl krizlere eğilimli hale getirdiğini kanıtlamaktadır.

3.2.1. Finansal Serbestleşmenin Büyüme Üzerindeki Etkisi

Ortodoks görüşe göre finansal serbestleşmenin temelinde faiz oranlarının eleme fonksiyonunu daha etkin kullanıp tasarruf ve yatırım miktarını artırmak vardır. Finansal serbestleşme ile birlikte tasarrufların artış göstermesi yatırım portföyünün kalitesinin ve ekonomik büyüme oranının da artmasını sağlamaktadır. 1989 yılından itibaren kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme oranları finansal serbestleşmenin

de etkisi ile eş yönlü bir hareket içerisine girmişlerdir. Kriz yılları dışında pozitif bir büyüme performansı sergilenmiştir; fakat finansal serbestleşmenin tasarrufları mobilize etmesi ve verimli yatırımlara dönüştürebilmesi yolunda aracılık etme konusunda başarısız olduğu söylenebilmektedir. Türkiye hiçbir zaman Ortodoks yaklaşımın temeli olan finansal serbestleşmenin tasarruf ve yatırım oranlarını arttıran ve bunu büyüme rakamları üzerinden yansıtabilen bir ülke olamamıştır (Uygur, 2001, 18).



Şekil 3.1: Finansal Serbestleşme Sonrası Büyüme Oranları

Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Finansal serbestleşme ve büyüme arasındaki ilişki uygulanan politikaların hedefe ulaşip ulaşmadığını göstermesi açısından sık başvurulan bir makro değişken ölçümüdür. Sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde etkisi olumlu olmakla beraber bu etki sermaye hareketlerinin türüne göre de değişkenlik göstermektedir. Sermaye çıkışları söz konusu olduğunda da ekonomik büyümeye etkisi olumsuz yansımaktadır. Yukarıdaki grafikten görüldüğü gibi finansal serbestleşmenin ilk yılında büyüme negatifken 1994 yılına kadar genel olarak yüksek büyüme oranları elde edilmiştir. 1994 yılında yaşanan krizin etkisi ile büyüme oranında ciddi bir düşüş gözlemlenmiştir. 1989 ve 2000 yılları arasında bazı dönemlerde Türkiye’de %8- %9 büyüme oranlarına ulaşılmasıyla birlikte bu dönemlerin büyüme ortalaması %3,9 ‘dur. Türkiye’de sermaye girişleri özellikle kısa vadeli hareketlere bağımlı

olduğundan büyüme süreci buradaki dalgalanmalardan olumsuz etkilenmektedir. Sermaye çıkışlarının yaşandığı zamanlarda ise beklenti ve yatırım kararları olumsuz etkilenir, riskin artması ile birlikte piyasada kamu daha etkin hale gelerek faiz oranlarını yukarı çeker ve tüm bu gelişmelerle birlikte yatırım ve tüketim azalarak kaçınılmaz bir biçimde ekonomik daralma yaşanır (Cihan, 2005, 100). Aşağıdaki tabloda serbestleşmenin başladığı ilk yıllardan başlayarak on yıllık süreçte sermaye hareketlerinin dalgalanmaları özetlenmiştir. 1990 yılındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile 2001 yılı karşılaştırıldığında özellikle kriz yıllarında sermaye hareketlerinin ne derece olumsuz etkilendiği gözlemlenmektedir.

Tablo 3.1: Sermaye Hareketleri

Yıl	Toplam Ser. Har.	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vad.Ser. Har.	Kısa Vad. Ser. Har.
1990	4.037	700	547	-210	3.000
1991	-2.397	783	623	-783	-3.020
1992	3.648	779	2.411	-938	1.396
1993	8.903	622	3.917	1.370	2.994
1994	-4.257	559	1.158	-784	-5.190
1995	4.565	772	237	-79	3.635
1996	5.483	612	570	1.636	2.665
1997	6.969	554	1.634	4.788	-7
1998	-840	573	-6.711	3.985	1.313
1999	4.829	138	3.429	344	918
2000	9.584	112	1.022	4.276	4.174
2001	-14.557	2.855	-4.515	-1.131	-11.766

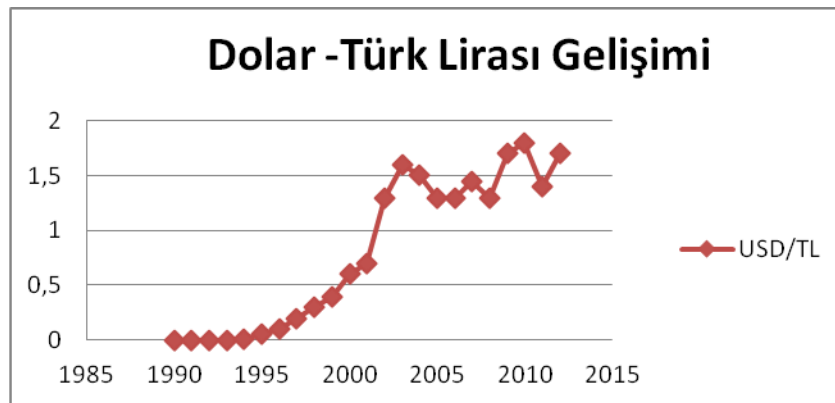
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

24 Ocak programındaki ekonomik büyüme hedefi yaşanan ağır ekonomik bunalım ve istikrar programları çerçevesinde kısa vadeli hedeflere feda edilmiştir. Bu dönemde öncelikli hedef piyasalarda arz ve talep dengesinin tahsis edilmesi ve enflasyonun istikrarlı düzeylerde seyretmesidir. İstikrar programının uygulamaya konulduğu dönemde GSMH %2,8 oranında küçülmüştür. Fakat 1984 sonrası dünya ekonomi konjktürünün de iyileşmesi ile birlikte Türkiye büyüme oranlarında artışı

yakalamaya başlamıştır. İhracat ve ithalatın artması ve dış kredilerin açılması ekonomide canlanma yaratmıştır. Büyüme oranlarındaki bu artış 24 Ocak Kararları'nın bir sonucudur. Uygulanan kamu harcamalarını azaltma ve para arzını kontrol altında tutma politikaları büyüme hızının nispeten daha düşük düzeyde kalmasına neden olmuştur. 1988-1991 dönemi GSMH büyüme hızının düştüğü ve yıldan yıla önemli dalgalanmalar gösterdiği bir dönemdir (Şahin, 2009, 205-206). Türkiye 1980'li yıllarda yüksek enflasyon, dalgalı seyreden büyüme, finansal ve dış serbestleşme girişimleri, bu girişimlerle sanayileşme alanında olumlu sonuçların gerçekleşmemesi gibi olumsuz şartlar altında iç ve dış borçlanmaya başvurarak büyüme hızını düşürmemeye çalışmıştır.

3.2.2. Finansal Serbestleşmenin Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Döviz kuru politikası hem uluslararası işlemler hem de ihracatın desteklenmesine katkı sağlaması açısından finansal reformlar için büyük önem taşımaktaydı. 1980'lerde aşırı değerli ve çoklu kur uygulaması hâkimdi. Finansal serbestleşmeyle ilgili ilk adımlar, 1984'te ülke vatandaşı olanların ve olmayanların ticari bankalarda döviz hesabı açtırmalarına izin verilmesi ve yurtdışına döviz çıkartma ile ilgili engellerin azaltılmasıdır. 1985'te bankaların Merkez Bankası bantlarıyla sınırlı olmaksızın kendi döviz kurlarını serbestçe belirlemelerine izin verilmiştir. Böylece reform sürecinde döviz kurlarında sabit kurdan kontrollü dalgalı kura geçilmiştir (Öztürk, 2003, 23).



Şekil 3.2: Finansal Serbestleşme Sonrası USD/TL Gelişimi

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

1988-1989 yıllarında yaşanan stagflasyon Türkiye'yi uluslararası ekonomik ilişkilerde daha fazla serbestleşmeye götürmüştür. Yapısal ve finansal dengesizliklerin serbestleşme ile aşılabacağına dair bir düşünce hâkimdi. Bu alanda uygulanan reformlardan en önemlisi ve devrim niteliğinde olanı 13 Ağustos 1989'da yürürlüğe giren 32 Sayılı Karar'dır. Kambiyo rejimi 32 Sayılı Karar yürürlüğe girmeden önce 30 Sayılı Karara bağlıydı; fakat Türk parasının konvertibiliteye geçişi ve kambiyo mevzuatının daha serbest bir yapıya kavuşturulması için 32 Sayılı Karar'ın mutlaka uygulamaya konulması gerekmektedir. Türk lirasının tam konvertibl hale getirilmesi ile birlikte döviz TL'nin tam ikamesi olmuştur. 32 Sayılı Karar finans sektörü reformunun temelini oluşturup sermaye piyasaları ile dünya piyasalarını entegre etmeyi amaçlamaktaydı. Bu entegrasyonun sadece ulusal paranın konvertibl kılınması ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile başarıya ulaşmayacağı herkes tarafından bilinmekteydi ve bu kararın bir çok makro değişkeni etkilemesi beklenmekteydi (Aslan, 1997, 150). Şekil 2.2'de finansal serbestleşme sonrası USD/TL gelişiminde özellikle kriz yıllarında volatilité gözlemlenmektedir. Serbestleşme öncesi hiçbir gelişme gözlenememekteyken, ekonominin dışa açılması ve kurdaki oynaklıkların artması ile USD/TL oranında zaman zaman artışlar zaman zaman da düşüşler yaşanmıştır.

32 Sayılı Kararla ülke vatandaşlarının banka ve özel finans kurumlarından döviz satın almalarına, bunları yurtdışına transfer edebilmelerine ve bankada döviz hesabı açtırmalarına, yabancıların bankalarda Türk Lirası hesabı açtırmalarına ve bunları TL veya döviz olarak yurtdışına transfer etmelerine, ülke vatandaşlarının da yurtdışından menkul kıymet satın almalarına ve bunları değerlendirmelerine izin verilmiştir. Daha önceden birtakım engellerle karşılaşan sermaye hareketleri artık serbest bir şekilde hareket edebilecektir. Türk lirasının tam konvertibl olması ile birlikte bankaların yabancı para cinsinden yaptıkları işlemler büyük oranda artmış ve döviz cinsinden mevduatlar genişleyerek para arzının önemli bir parçası haline gelmiştir (Demirci, 2005, 158-159).

Mali piyasaların ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucu döviz kurları ağırlıklı olarak sermaye hareketlerinin belirlediği bir fiyat haline dönüşmüştür. Kısa dönemli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarında artan dalgalanmalar ve buna bağlı spekülâtif hareketlerin yoğunlaşmasına faiz oranlarındaki serbestleşmenin de eklenmesi ile mali piyasalardaki dengesizlik artmıştır. Gezgin fonlar döviz piyasası, para piyasası ve sermaye piyasası arasında baş döndürücü bir hızla yer değiştirmiş,

yöneldiği piyasada fiyatları yükseltmiş, terk ettiği piyasalarda fiyatların düşmesine neden olarak sıcak para olgusunun daha fazla hissedilmesine yol açmıştır (Kazgan, 1994, 203-211).

1989'da alınan bu finansal reform kararları beklenenin aksine firmaların finansal davranışlarında önemli bir değişikliğe yol açmamış ve yatırım maliyetlerinin ucuzlamasına imkan tanımamıştır. Hükümet, mal ve sermaye piyasalarındaki spekülative hareketlerden etkilenmiş ve buna ek olarak sermaye akımlarındaki ani değişiklikler ve finansal sistemdeki serbestleşme sonrasında artan belirsizlikle birlikte en kritik krizlerden biri olan 1994 krizi ile karşı karşıya kalmıştır (Sakallıoğlu, Yeldan, 2000, 484).

3.2.3. Finansal Serbestleşmenin Faiz Oranları Üzerindeki Etkisi

Türkiye 1980 öncesinde negatif faiz oranları, kredi tayinlaması, sermaye piyasalarının eksikliği, kamu sektörünün mali gereksinimlerinde Merkez Bankası kaynaklarını güvence olarak görmesi, döviz işlemlerindeki kısıtlamalar, finansal gelir ve transferlerde yüksek vergi oranının uygulanması gibi finansal baskılamayı artırıcı birtakım dezavantajlara sahipti. Tüm mevduat faiz oranları ve geniş çaplı kredi faiz oranları mevcut enflasyon oranıyla hiçbir ilişki içinde olmadan, doğrudan hükümet tarafından belirleniyordu (Saraçoğlu, 1996, 6). 1980 öncesi dönemde Türkiye'de faiz oranları üzerinde yatırımcıya ucuz kredi sağlamak amacıyla düşük oranlı tavan faiz uygulaması hâkimdi. Bu uygulama kronikleşmiş enflasyona sahip bir ülkede tasarruf sahibinin kaybının artmasına yol açmakta ve tasarrufların verimli alanlara yönlendirilmesine engel olmaktaydı. Finansal serbestleşmenin aşamalı geçiş politikalarında, iç finansal serbestleşmeyi sağlayabilmek için öncelikle vadeli mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması sağlanmıştır (Boratav, 2004, 151).

Finansal serbestleşmeye bağlı yükselen faiz oranları gelişmekte olan ülkelerde bankacılık kesiminde likidite krizlerinin en önemli sebeplerinden biridir. Yüksek faiz oranlarında borç verme işlemlerinde piyasada riski seven yatırımcılar bulunur ve kredi riski de bu yatırımcılarla birlikte daha çok artmaktadır (Aklan, 2003, 156). Temmuz 1980'den itibaren mevduat ve kredi faizlerinde serbestleşmenin etkisi faiz oranlarının hızla yükselmesi sonucunu doğurmuştur. Faiz oranlarının serbestleştirilmesindeki amaç, tasarrufları finansal sisteme çekerek finansal sistemdeki rekabeti arttırmak ve finansal sektöre derinlik kazandırmaktır. Fakat

bankalar arasındaki rekabet artarken faiz oranlarındaki artışı engellemek için ortak bir faiz oranı uygulanmaya çalışılmıştır ve bu uygulamanın adı da centilmenlik anlaşması olmuştur. Faiz oranları başlangıçta fazla yükselmemiş ve yine negatif seyretmiştir. Bu anlaşma küçük banka ve bankerlerin arasındaki rekabetin hızla yükselmesi sebebiyle uzun bir süre uygulamadan kalkmıştır. Bankerlerin yapmış olduğu Ponzi finansman ve vaat edilen yüksek faizler 1982 yılında bankerler krizi ile sonuçlanmıştır. 1982 krizi reformların yeterli düzeyde düzenleyici ve denetleyici çevre olmadan uygulandığında istenmeyen sonuçlar doğurabileceğini kanıtlamıştır. Aynı zamanda reformlar hayata geçirilirken zamanlamanın ve hızın da önemli olduğu tecrübe edilmiştir. Bu krizden sonra çok sayıda banka ve tasarruf sahibi zarar görmüş ve serbestleşme adına uygulanan politika güven kaybına uğramıştır. Güvensizlik ortamının bir an önce toparlanması için devlet birtakım düzenleyici fonksiyonlarla piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır. 1983 yılında Merkez Bankası faiz oranlarını belirleme ve kontrol yetkisini uygulamaya koymuştur. 12 Ekim 1988’de ise tüm mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (Sönmez, 1992, 28-29).

Aşağıdaki tabloda 1988- 1999 yılları arasında hazine bonosu ve devlet tahvili faiz oranları incelendiğinde finansal serbestleşme uygulamalarının ilk dönemlerinde normal bir dalgalanma izlemiş; fakat kriz dönemlerinde ve özellikle kriz sonrası toparlanma dönemlerinde ciddi artış göstermiştir. Yüksek faiz cazibesi ile yurda giren sıcak para döviz piyasası, para piyasası ve sermaye piyasaları arasında hareket etmeye başlamıştır. Dolayısıyla bu serbest fonlar hangi piyasaya yöneldiyse o piyasanın dengelerini de bozmuştur. Tabloda da görüldüğü gibi kriz yılları olan 1994 ve 1998 ‘de faiz oranları büyük artış göstermiş ve piyasa dengeleri alt üst olmuştur. Makroekonomik dengesini henüz oturtamamış ve serbestleşmeye çalışan bir ülke için faiz oranlarının bu kadar dalgalanma göstermesi piyasa dengelerini kurmada ne kadar zorlanacağının bir göstergesiydi.

Tablo 3.2: Faiz Oranları

Yıllar	Yıllık Ort.	Basit Yıllık Bileşik Ort.
1988	83.9	
1989	58.8	
1990	51.7	
1991	69.8	
1992	75.4	
1993	85.1	
1994	109.4	164.4
1995	97.3	121.8
1996	106.8	125.2
1997	106.7	127.2
1998	102.5	122.5
1999	85.0	104.3

Kaynak : <http://esk.dpt.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

3.3. Finansal Sektörle İlgili Serbestleşme Politikaları

1980 sonrası dönemde vadeli mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest bırakılıp pozitif reel faiz uygulamasına geçilmesi bankalar arasında rekabeti arttırmıştır. Rekabetin artması ile birlikte bankacılık kesiminde yeni finansal ürünlerin kullanılmasına ve hizmet kalitesinin yükseltilmesine önem verilmiştir. Faizlerdeki yükselme enflasyona paralel seyretmiş ve enflasyonu yükselten temel etkenlerden biri olmuştur. Bankaların aracılık hizmetlerini daha iyi sunabilmeleri için birçok yabancı bankaya Türkiye’de şube açma izni verilmiştir. 1990’lı yıllarda gelişen teknoloji ve finansal serbestleşme reformları ile birlikte banka sayısı hızlı bir artış göstermiştir. 1980’de 43 olan banka sayısı, 1999 yılına gelindiğinde 80 adede yükselmiştir (Şahin, 2009, 484).

TCMB bünyesinde bir interbank para piyasasının yürürlüğe girmesi ile kısa vadeli borçlanma ve likidite fazlalarının değerlendirilme imkânı artmıştır. İnterbank, bankalara kaynak kullanma esnekliği sağlaması ve kaynakların daha etkin kullanılmaya başlaması ile ekonomideki likidite dengesini daha kolay

koruyabilmiştir. TCMB kısa vadeli likidite ihtiyacını emisyonla başvurmadan bankalar arası piyasalardan sağlayabilmekteydi (Yeldan, 1997, 83).

Sermaye piyasasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla sermaye piyasası kurulmuş ve bu gelişme İMKB'nin 1986 yılında yeniden açılmasına sebep olmuştur. Sermaye finansmanını teşvik etmek amacıyla tüm temettü ve sermaye kazançları kişisel vergiden muaf tutulmuştur. 1983'te Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun kurulması ve bankadaki fonların devlet güvencesi altında olması, hisse senedi piyasalarındaki hızlı büyümenin neticesinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun kurulması diğer önemli gelişmelerdir. Sermaye piyasası alanında yaşanan başlıca önemli gelişmeler; 1991 yılında İMKB bünyesinde bulunan tahvil ve bono piyasasının faaliyete geçmesi, 1993 yılında İMKB bünyesinde repo-ters repo faaliyetlerine geçilmesi, 1995 yılında İstanbul Altın Borsa'sının faaliyete geçmesi, 1998 yılından itibaren hazine bonusu ve tahvillerde uygulanan stopaj uygulamasının kaldırılmasıdır. Türkiye alınan bu önemli kararlara rağmen istenilen düzeyde bir performans sergileyememiş ve sermaye yoksunu gelişmekte olan ülke modelinden bir türlü çıkamamıştır.

Bankacılık sisteminde tam bir bütünlük bulunamamakla birlikte parçalı bir şekilde gelişim göstermekteydi. Bankacılık sisteminde serbestleşme, önemli yapısal değişikliklere yol açarak birtakım yeni politikaların yürürlüğe girmesine yol açmıştır. Bu politikaların en önemli hedefi finansal sistemdeki etkinliği artırıp bankalar arasında rekabeti güçlendirmektir; fakat bu hedef beraberinde birçok riski de içeriyordu. Bu riskler; müşterilere verilen kredilerle ilgili riskler, faiz oranlarının serbestleşmesinin sonucu faiz riski, döviz kurlarının serbestleşmesi sonucu bankaların döviz kuru pozisyonlarına ilişkin ortaya çıkan kur riski ve mevduatlar için rekabet etmenin sonucu olarak fonlama riskidir (Saraçoğlu, 1996, 16). Türk bankacılık sistemi 1980'li yıllarla karşılaştırıldığında serbestleşme politikasının bir parçası olarak yabancı bankaların ülkeye girerek rekabeti arttırması, 1 Temmuz 1980 tarihinden itibaren uygulanan pozitif-reel faiz uygulamasının mevduat ve kredi faizlerini arttırması, 18 Haziran 1999'da yürürlüğe giren 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda bankaların denetim ve gözetim gücü BDDK'ya verilmesi olarak köklü değişimler yaşanmıştır. Bu yetkilerin BDDK'ya devredilmesindeki esas neden 1994 krizinde bankaların sahip olduğu zayıflıklar ve bankalara yönelik politik müdahalelerin azaltılmaya çalışılmasıdır. 2000 yılında yaşanan krizle birlikte bankacılık sektörünün açık pozisyonlarının sebeplerinden birini oluşturan kriz bir yılda 81 olan banka sayısını 54'e düşürmüş ve birçoğu da TMSF'ye devredilmiştir.

Kısacası 1989 sonrası dönemde Türkiye’deki sermaye hareketleri kamu bütçesi ve dış ticaret bilançosu açıklarının finansmanına yardımcı olmuş, bunun sürdürülmesi faiz ve kur arasındaki makas ilişkisinin doğmasına sebep olmuştur. Bu da Türk ekonomisinin yumuşak karnını oluşturmaktadır. Geleceğe ait beklentilerin en ufak bir şekilde olumsuzla yöneldiğini gören yabancı fonlar devalüasyon beklentisi ile birlikte ülkeden kaçmaya eğilimli hale gelmiştir. Mali panik baş gösterince de krize girilmesi kaçınılmaz olmuştur (Seyidoğlu, 2003, 141-156).

Finansal serbestleşme sonrası Türkiye en kötü ekonomik performansını sergilediği yıl 1990’lardır. Öyle ki birçok akademisyen tarafından ekonomideki kayıp on yıl olarak nitelendirilmektedir. Büyümenin beklenen hedefin altında kalması, enflasyonun yüksek oranlarda gerçekleşmesi bu kayıp on yıl için hiçbir zaman değişmeyen unsurlar olmuştur. 1990’ların kayıp on yılı boyunca uygulanan finansal derinleşmenin mantığı kamu bankaları arasında kredi genişlemesine dayanmaktaydı. Bunun yanı sıra ekonominin serbestleşme öncesi süregelen yapısal sorunları artarak devam etmekteydi. Bu karamsar ekonomik ortamı yumuşatmak adına IMF ile 1999 yılında döviz kuru sabitleme tabanlı bir anlaşma imzalandı. Anlaşmadaki reformlar finansal istikrarın kalitesini arttırmak amaçlı ve bağımsız, denetleyici ve düzenleyici bir otoritenin gözetimi altında yürütülmüştür. Türkiye’nin başarısız olduğu özelleştirme konusu da bu anlaşmada öncelikli reformlardan biri olmuştur. Türk Telekom’un çabuk alınan kararla ve değerlendirme eksikliği ile birlikte özelleştirilmesi finansal piyasalarda baskı etkisi oluşturmuştur. Neticede IMF’den ek olarak alınan acil yardım paketi de Türkiye’yi yeni bir kriz dalgasından korumaya yardımcı olamamıştır (Görmez, Yiğit, 2009, 16-20).

2001 krizinden sonra mali alanda alınan önemli kararlardan bazıları; merkezi bütçenin ana maliye politikası enstrümanı olması, hükümetin gelir vergisini %30 seviyelerinden %20 seviyelerine çekmesi ve vergi tabanının bu doğrultuda genişlemesi, Merkez Bankası’nın 2001 yılında bağımsızlığını ilan etmesi ve fiyat istikrarına odaklanmaya yönlendirilmesi, 2001 yılının Kasım ayı itibarıyla ise Merkez Bankası tarafından kamuya doğrudan finansman yasaklanmıştır (Macovei, 2009, 18).

Sermaye Piyasası Kurulu Kanunu’nda 18 Aralık 1999 tarihli yapılan değişiklikle birlikte yapılan düzenlemeler sermaye piyasalarındaki etkinliği ve verimliliği arttırmaya yönelik olmuştur. Bu kanunla getirilen düzenlemelerle birlikte bazı yetkiler SPK’ya devredilmiştir. Bunun yanı sıra 7 Mart 2002 tarihinde Türk

Muhasebe Standartları Kurulu kurulmuştur. Kuruluş amacı ise; gerçek, güvenilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara uygun, anlaşılabilir ve tutarlı finansal verilerin sağlanması, gelişen ve değişen ekonomik ortamda standartların güncelliğinin sağlanması, mali tablolara ait mevcut verilerin sağlanması, uluslararası ölçekte finansal verilerin karşılaştırılabilir olmasını sağlamaktır (BDDK, 2010, 17).

3.4. Türkiye’de Yaşanan Finansal Krizler

Bu bölümde Türkiye’de finansal serbestleşme sonrası yaşanmış dört büyük krizin ekonomiye etkileri incelenecektir. Serbestleşme sonrası finansal kriz serüveni ilk olarak 1994 krizi ile başlamış ve 2008-2009 küresel krizinin etkileriyle devam etmiştir.

3.4.1. 1994 Krizi

Türkiye 1980 sonrası yaşadığı iç ve dış finansal serbestleşme reformları ile sermaye hareketlerini bütünüyle denetim dışı bırakmıştır. Bu denetimsizlik geçmişten bu yana sahip olduğu kırılgan ekonomik yapı ile birleşince literatüre uzun yıllar konu olacak finansal krizlerle sonuçlanmıştır. Aslında finansal kriz rasyolarına bakıldığında Türkiye’nin kriz sinyali çok önceden verdiği görülmektedir. Türk ekonomisinin kriz rasyoları aşağıdaki şekildedir (Akdiş, 2000, 124-130):

- Cari Açık/ GSMH oranı, sermaye hareketlerinin yoğun olduğu ekonomilerde dikkat edilmesi gereken önemli göstergelerden biridir. Bu oran %4 ‘ü geçerse ülke finansal kriz ile karşılaşma olasılığına sahiptir. Tek başına kriz için bir gösterge olmamakla birlikte bu açık sıcak para ile finanse edilmeye çalışılıyorsa kriz artık kaçınılmazdır. Türkiye’de 1994 öncesi bu oran en yüksek düzeylerine ulaşmıştır.
- Bütçe Açığı/ GSMH oranı bir diğer önemli kriz göstergelerindendir. Bu oran bir ülkede %3’ten fazla ise ortaya çıkacak bir döviz krizine karşı ekonominin kırılganlığını temsil eder ve yabancı yatırımcılar üzerinde olumsuz etkileri gözlemlenecektir. Türkiye açısından bu oran devamlı %3’ün üzerinde performans gösterdiğinden kriz göstergesi olarak kullanmak yanıltıcı olacaktır. Bu sebeple kısa vadeli dış borç stoku/ GSMH oranı daha faydalı olacaktır. Burada da ülkenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme performansına

bakılmaktadır. 1994 krizi öncesi artışa geçen bu oran kriz sonrası da artma eğilimini devam ettirmiştir. Kısa vadeli borçların aniden hareketlilik kazanması mevcut üretim kapasitesi ile karşılanamayınca reel ekonomide sarsıntı yaşanması kaçınılmaz olacaktır.

- Döviz rezervleri/ GSMH oranında önemli olan mevcut döviz rezervlerinin ne kadar yüksek olduğudur. Bir ülkede mevcut döviz rezervi ne kadar yüksekse meydana gelebilecek herhangi bir finansal krize karşı daha dayanıklı olacaktır. Bunun sebebi de döviz üzerinden oluşturulacak finansal ataklara karşı mevcut rezervler kullanılarak müdahale imkânının bulunmasıdır. Türkiye'nin 1994 yılında döviz rezervinde azalmalar yaşansa da kriz sonrası artışlar yaşanmıştır; fakat bu durum Türkiye'nin krize yakalanmayacağını garanti olmaktan çıkmıştır. Çünkü bu noktada döviz rezervlerini hangi unsurların oluşturduğunun incelenmesi gerekmektedir. Türkiye'nin sıcak para ile şişirilmiş döviz rezervi artık garanti olmaktan çıkmış ve ciddi bir risk faktörü olmuştur. 1994 krizinden önce kısa vadeli sermaye hareketleri %40 düzeylerine ulaşmıştır.

Tablo 3.3: 1994 Krizi Öncesi Döneme Ait Rasyolar

	1990	1991	1992	1993	1994
KKBG/GSMH	3,60	3,70	6,10	4,80	5,30
M2Y (Milyon \$)	27.991,00	28.774,00	33.418,00	36.171,00	28.897,00
Merkez Bankası Döviz Rezervi (Milyon \$)	5.578,50	4.812,90	6.106,60	6.227,20	6.905,90
M2Y/Merkez Bankası Döviz Rezervi	4,86	5,98	5,47	5,76	4,18
İç Borç Stoku/GSMH	14,40	15,39	17,60	17,89	20,56
Kısa Vadeli Sermaye/GSMH	1,97	-1,99	0,87	1,69	-3,93
Sermaye Hareketleri/GSMH	2,65	-1,58	2,27	4,95	-3,21
Cari İşlemler Açığı/GSMH	-1,72	0,17	-0,59	-3,77	2,02
YP Aktifi/ YP Pasif	88,10	90,00	86,80	84,60	96,50
YP Borçlar/Toplam Borçlar	7,10	7,00	10,90	14,10	7,00
Krediler/ GSMH	17,40	16,80	17,70	18,20	16,20
Reel Faiz Oranı (%)	-4,60	8,10	9,60	13,00	28,20
Büyüme Oranı (%)	9,40	0,30	6,40	8,10	-6,10

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Kriz rasyoları görüldüğü gibi birbirleriyle bağımlı olup bir rasyodaki olumsuz gelişme bir diğerini etkilemekte ve finansal krizler için gerekli sinyali verebilmektedir. Bu rasyoların önemi aşağıdaki tablodaki 1994 krizi öncesi rakamlardan anlaşılabilir. Tablodaki serbestleşme sonrası rakamlar ilk etapta pozitif eğilim gösterse bile 1993 ve 1994 yıllarında reel faiz oranları, büyüme oranları, kısa vadeli sermaye hareketleri oranlarının olumsuz değişim gösterdiği söylenebilmektedir.

Sermaye piyasalarını serbestleştirmiş pek çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye de finans piyasası, faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan sermaye akımı dalgalanmalarından paralel olarak etkilenmiştir. Bu finansal istikrarsızlık iktisadi faaliyetlerdeki ve büyüme oranlarındaki iniş çıkışlara yansımıştır. Petrol şokları ve yurtdışında çalışan işçilerin gönderdikleri dövizlerdeki büyük ölçekli dalgalanmalar gibi önemli dış şokların yaşandığı 1970’li yıllar da dâhil Türkiye ekonomisi istikrarsızlıktan kurtulamamıştır. Bunun sonucunda da sabit sermaye birikiminde sert dalgalanmalar yaşanmış ve bu da ekonominin uzun vadeli büyüme potansiyeli

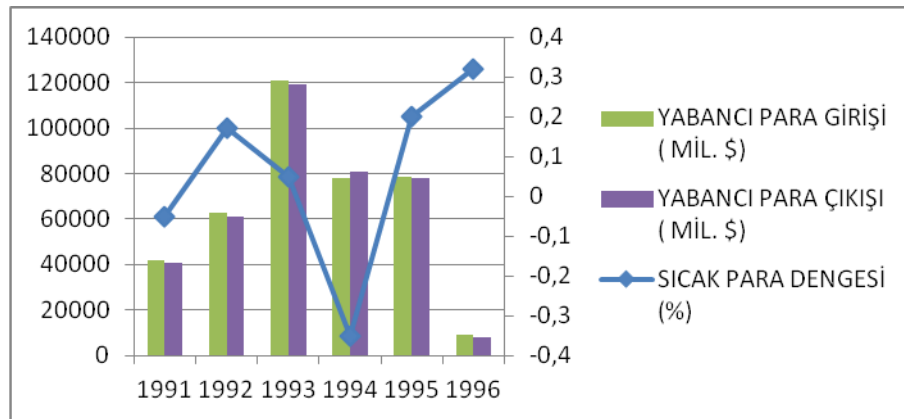
üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır (Akyüz, Boratav, 2002, 20). 1990'lı yıllarda ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermaye her sektörde kırılganlık ve dengesizlikler doğurmuştur. Para piyasasından reel sektöre, kamu kesiminden dış dengeye kadar her kesimde görülen zayıflıklar ve gelen yabancı sermayenin vade ve risk yapısı dikkate alındığında politikaların sürdürüleemeyeceği açıktır (Yentürk, 2005, 111). Temel makroekonomik göstergeler 1990-1995 yılları arasında tabloda görüldüğü gibi kriz öncesi ve sonrası önemli değişimler göstermiştir. 1994 krizi öncesi ve sonrasında makroekonomik göstergelerde en büyük değişim enflasyon oranı, büyüme oranı, dış ticaret açığı ve döviz kuru kalemlerinde görülmektedir. Bu göstergeler ekonominin gidişatını özetlemektedir.

Tablo 3.4: Temel Makroekonomik Göstergeler (1990-1995)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Enflasyon Oranı	60,3	66	70,1	66,1	106,3	88,1
S/GSMH	22	21,4	21,6	22,7	23,1	22,1
I/ GSMH	22,6	23,7	23,4	26,3	24,5	24
Büyüme Oranı	9,4	0,34	6,4	8,14	-6,08	7,95
İhracat (Mil. \$)	12959	13593	14715	15345	18106	21636
İthalat (Mil.\$)	22535	20883	22791	29426	22273	34788
Dış Ticaret Açığı (Mil.\$)	-9576	-7290	-8076	-14081	-4167	-13152
İhracat/İthalat	57,5	65,1	64,5	52,1	81,2	62,2
Cari Açık (Mil.\$)	-2625	250	-974	-6433	2621	-2339
Döviz Kuru (\$/TL)	2,61	4,17	6,87	10,98	29,61	45,85
Para İkamesi (Döviz/ Top. Mev.)	22,5	29,5	39,9	50,2	53	54,8
Doğrudan Yatırımlar (Mil.\$)	684	810	844	636	608	885
Protföy Yatırımları (Mil.\$)	681	714	3165	4480	1123	703
Özelleştirme (Mil.\$)	486	244	423	566	412	572
Dış Borç Stoku (Mil.\$)	49035	50489	55592	67356	65601	73278
İç Borç Stoku (Mil. TL)	57,2	97,6	194,235	357,35	799,31	1361

Kaynak : <http://esk.dpt.gov.tr/> , <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Ekonomideki en önemli dengesizlik kamu kesiminin büyük açıklarıdır ve bu açıklar konjonktürel olmayıp yapısal ve kurumsal nedenlerden kaynaklanmaktaydı. Türkiye’deki dengesizlikler özetle; giderek artan kamu kesimi açıkları, bu açıkları kapatmakta yetersiz kalan özel tasarruflar ve bu iki dengesizliğin sonucu olarak dış açığın büyümesidir. 1989’dan sonra 32 Sayılı Karar’ın etkisi yabancı borçların hızla artmaya başlaması ile gözlemlenmiştir. Bunun beraberinde hükümet artan kamu harcamalarını enflasyona neden olmadan finanse etme ve bunun devamını sağlama imkânı bulmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin nedenlerinden biri de kamu borçlarına finansman sağlamaktır. Dış borçların artışı 1989’da yılında değiştirilen borçlanma stratejisi ile baskı altına alınmak istenmiştir. Bu strateji ise iç borcu dış borçla ikame etmektir ve henüz gelişimini tamamlayamamış iç finansal piyasalarda aşırı fon talebinin sonucunda faiz oranları hızla yükselmeye başlamıştır. Eğer faiz oranları yükseltilmezse piyasa katılımcıları yabancı varlıklara yönelecek ve iç borçlanma stratejisi de başarısızlıkla sonuçlanacaktı. Bu şartlar altında iç borçlanmanın sürdürülebilmesi mümkün değildi ve kriz için de büyük bir nedendi. Borçlanma reel faizi GSMH reel büyüme oranını aşınca kamu kesimi borç yükünün GSMH’ya oranı giderek yükselmiştir. Kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH’ya oranı 1990’da %8’lerdeyken 1993’te %12’lere yükselmiştir. Ekonomide kamu açığı ve dış açık devam ettiğinde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi yüksek faiz- düşük döviz kuru şeklinde geçici bir denge oluşturacaktır; fakat bu dengenin uzun dönemde sürdürülebilmesi mümkün değildir. Türkiye’de bu anlamda serbestleşmenin sırası ve zamanlaması yanlış yapılmıştır (Uygur, 1994, 45).



Şekil 3.3: Finansal Serbestleşme Sonrası Sıcak Para Dengesi

Kaynak: Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme (İstanbul: İletişim Yayınları, 2001), 127

Faiz oranlarının kamu kesimi borçlanma gereğinden dolayı aşırı şekilde yükselmesi ile kısa vadeli sermaye girişi 1993'te en yüksek seviyesi olan 3 milyar dolara yükselmiştir. Yukarıdaki grafikten de kriz öncesinde sıcak para girişlerinin artışı görülebilmektedir; fakat bu artış kriz sonrasında devamlılık sağlayamamıştır. Sıcak para dengesinde özellikle 1991 ve 1996 yılları arasında büyük dalgalanmalar yaşanmıştır. Buna paralel olarak yabancı krediler de bankacılık sektöründe volatiliteye maruz kalmıştır. Portföy yatırımlarında da büyük oranlarda artış bulunmaktadır ve sermaye girişlerindeki artışın yüksek faizlerden kaynaklandığı görülebilmektedir. Bu uygulama aşırı değerlendirilmiş kur politikası ile desteklenmiştir. Yüksek faiz politikasından 1993 yılı ikinci yarısında vazgeçilmiş ve yatırımları teşvik etmek için faiz oranları düşürülmeye çalışılmıştır. Bu politikanın ardından spekülasyon hareketleri hız kazanmış ve döviz kurları yükselmeye başlamış ve faizlerde beklenenin aksine düşüş görülmüştür. Mali piyasalardaki krizde tetikleyici etken hükümetin borçlanma politikasını değiştirerek faizleri düşürme denemesi olmuştur. Mali piyasalarda derinliğin olmayışı ve devalüasyonla birlikte piyasada döviz tevdiat hesaplarının yasayla TL'ye çevrileceği şeklindeki spekülasyon, bankalardan mevduatların çekilmesini beraberinde getirmiştir. Fazla likidite dövizde yönelip döviz kurlarında artış yaşanmıştır. Bazı bankalar görevlerini yapamaz duruma gelmiştir. Türk lirasının yabancı paralar karşısında hızlı bir biçimde değer kaybetmesi banka bilançolarının aktif ve pasif arasında negatif farka neden olmuştur. Bankacılık sistemi ağırlıklı döviz cinsinden borçluydu ve döviz cinsinden açık pozisyonları artmaktaydı. O dönemde % 60'larda seyreden enflasyon büyüyen kamu kesimi açıkları, kısa vadeli sermaye girişleri ve artan fon talebinden kaynaklanmaktaydı. 1994 krizini başlatan nedenler; yüksek enflasyon ortamında döviz kurunun düzeyi ve Türkiye'nin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir puanının düşürülmesinin ardından hükümetin faiz oranlarını kontrol altına almak istemesi ve bunun da yeterince ısınmış ekonomide krizi tetiklemesidir (Alper, Öniş, 2001, 12). Ekonomideki kriz ortamından çıkabilmek için 5 Nisan 1994'te IMF ile stabilizasyon programı anlaşması yapılmıştır. Programın amaçları arasında; mali piyasalarda istikrar sağlanması, kamu kesimi gelir gider dengesinin kurulması, fiyat istikrarının sağlanması, ödemeler bilançosu açıklarının daraltılması, döviz kuru istikrarının sağlanması, KİT'lerin özelleştirilmesi, ekonomide bir dizi yapısal ve kurumsal reformların yapılması sıralanabilmektedir (Şahin, 2009, 222). 1994 Krizi, serbestleşme dönemi sonrasında piyasa ekonomisi koşullarında yaşanan ilk krizdir.

1980’li yıllarda uygulanan serbestleşme politikalarının ne kadar başarılı olduğunu da ortaya koymuştur. Reformlardaki temel hedef iktisadi karar alma sürecinde piyasaların ve piyasadaki aktörlerin ağırlığını ön plana çıkartmaktır. Türkiye’nin serbestleşmeyi başarıyla uygulayamamasının ve krize sürüklenmesinin en önemli nedeni makroekonomik sorunlarını bir türlü çözümleyememesidir. Serbestleşme ortamında da bu sorunlar kendiliğinden çözümlenememiş aksine ekonomideki olumsuz etkisini giderek hissettirmiştir. Kimi iktisatçılara göre krizin asıl nedeni mali piyasaların çok yeni ve sığ olması, uluslararası para piyasalarının spekülasyonlarına erken ve denetimsiz biçimde entegre olmasıdır. Kimilerine göre de krizin tek nedeni kamu kesimi açıklarının GSMH’ya oranının yüksek olması değildir. O dönemde pek çok ülkede bu oran yüksekti ve kriz yaşanmamıştı. Krizin altında yatan esas neden 32 Sayılı Karar’ın kabul edilmesidir. Piyasadaki tüm aktörlerin serbestçe iç ve dış piyasalardan borçlanıp dışarıya fon aktarmaları kısıtlanabilseydi spekülasyonlara ve kriz ortamına hiçbir zaman girilmeyecekti (Ersel, Sak, 1997, 12-13). 1994 krizinin altında yatan ana neden 1989 yılında sermaye hareketlerinin zamansız serbestleşmesi olarak özetlenebilmektedir. Bu sebeple bankacılık, üretim sektörleri ve politika uygulayıcıları serbestleşme oyununu küresel kurallarına uygun oynayamamış ve bu oyundaki başarısızlık da bir krizin nüksetmesine sebep olmuştur. Türkiye gerekli yapısal düzenlemeleri dikkate almayıp ekonomisini açık hale getirmeye çalışırken hep kapalı ekonominin kurallarını uygulamaya çalışmış ve sonucunda da başarısız olmuştur. 1980 öncesinin dış ticarete serbestleşmesi sonrasında kurumların eksikliğiyle birlikte sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi 32 Sayılı Karar ile şekillendirilmişti. O sırada ekonomik ortamda istikrarsız politik ve makroekonomik koşullar, dev bütçe açıkları, yüksek enflasyon ve negatif reel faiz oranları hâkimdi. Aslında sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi 1988 yılında kısır döngüden çıkmak için açık bir kapı olarak aralanmış, ancak çok uzun sürmeden 1994 krizini yaratmıştır (Koska, 2005, 23-24).

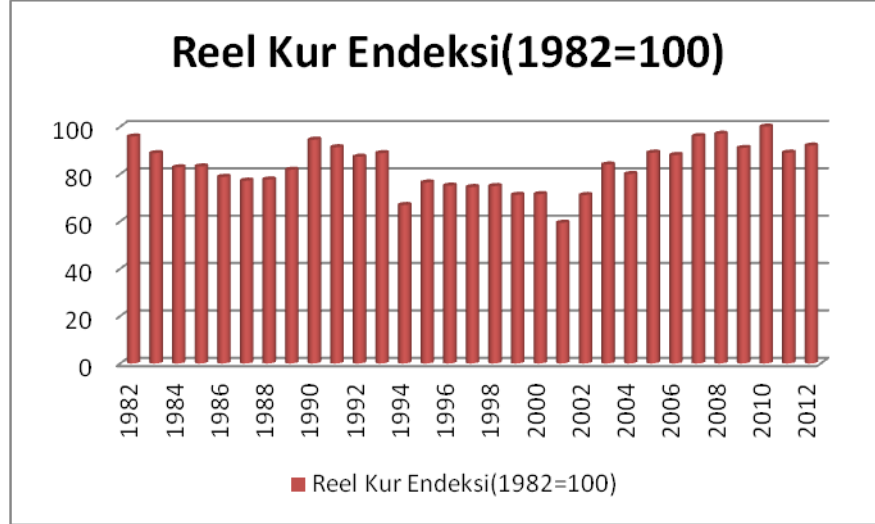
Açık ekonomilere geçmeye çalışan ülkelerin çizebilecekleri temel politika, yüksek enflasyon ve yüksek kamu rezerv kayıpları gibi istenmeyen sonuçları maskelemek için iç borçlanmaya güvenerek serbestleşme oyununun kurallarını değiştirmekten kaçınmalarıdır. Bu aynı zamanda radikal stabilizasyon tedbirlerinin yokluğunda bu ülkelerin hükümetlerinin borç finansmanını en iyi şekilde yapacaklarını garanti etmektedir. Bu koşulu yerine getirirken bir hata oluşması durumunda ise kaçınılmaz

çöküşün tüm sorumluluğu hükümetlerin omuzlarına yüklenmektedir (Eren, Süslü, 2001, 22).

3.4.2. 1998 Krizi

Türkiye 1994 krizi sonrası hızlı bir gelişme trendine girmiş; fakat bu gelişme 1998 yılında gerek iç gerek dış ekonomik konjonktürün kötüye gitmesi ile kriz ortamına dönüşmüştür. 1994 krizi sonrası hızla büyüme trendi gösteren bir ekonomi olmasına rağmen Türkiye ekonomisinde sağlam ve istikrarlı ekonomik yapının bir türlü sağlanamaması, kamu borçlarının hızla artması, finansal sistemin arbitraj karlarına dayanan bir yapıya bürünmesi, kronik enflasyon sorunu ve net sermaye akımında yaşanan düşüş ile birlikte GSMH' da net sermayenin büyüklüğü 1998'de % 1,8'e düşmüştür. 5 Nisan 1994 istikrar programında öngörülen orta ve uzun vadeli yapısal-kurumsal düzenlemeler gerçekleşmemiştir. Büyüme hızı 1998 yılında önceki yıllara kıyasla azalmış ve cari işlemler hesabı yeniden fazla vermiştir (Akyüz, Boratav, 2001, 22-23).

1995, 1996 ve 1997 yıllarında kısa dönemli sermaye girişleri yüksek kazanç sağlamaya devam etmiştir. 1995 sonu ve 1996 başındaki ortam iç borç yönetimini ve dolayısıyla Merkez Bankası bilançosunu olumsuz biçimde etkilemiştir. Bunun sonucunda da para politikasında birtakım değişikliklere gidilmeye çalışılmıştır. Gecelik faiz oranlarının fazla dalgalanması bankaları ciddi bir faiz oranı riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu noktadaki politikanın amacı interbank faiz oranlarının volatilitelerini azaltıp piyasaların önünü görmesini sağlamaktır. Finansal piyasalarda faiz oranları ve döviz kurları, serbestleşme sonrası sermaye akımlarının iniş ve çıkış dönemlerine göre dalgalanmalar göstermiştir. Merkez bankası politikaları da bu dönemde başarıya ulaştıramamıştır (Ersel, Sak, 1997, 17- 25).



Şekil 3.4: Finansal Serbestleşme Sonrası Reel Döviz Kuru Oranları

Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Reel döviz kuru oranlarındaki değişim serbestleşmenin başladığı dönemden 1998 krizindeki durgunluğa kadar grafikteki gibi dalgalanmalar göstermiştir. Grafikte görüldüğü gibi 1982 yılında reel kur endeksi %96 seviyelerinden 1994 krizi esnasında %67 seviyelerine düşmüştür. Krizlerin ilk etkilerinin hissedildiği noktalardan biri olan reel kurda aslında çok büyük ve etkili dalgalanmalar gözlemlenmemiştir. 1994 krizi hariç 2001 yılına kadar reel kur endeksi %70'lerin altına inmemiştir.

1997 yılında Tayland'da başlayan Asya krizi kısa süre içerisinde küreselleşen dünya ekonomilerini etkisi altına almıştır. Türkiye'de etkisi ilk etapta finansal sektör ve dış ticarete gözlemlenmiştir. Krizin ilk etkileri İMKB'de yaşanmış ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSMH'ya oranı 1998 yılında bir önceki yıla oranla yarı yarıya düşmüştür. Kriz esnasında büyük sermaye çıkışları yaşanmıştır ve ihracat gelirlerinin düşmesi ile iç talep üzerindeki daraltıcı etki ile birlikte ekonomik büyüme yavaşlamıştır. 1997 yılında %8,3 olan büyüme hızı 1998 yılında %3,9 olarak gerçekleşmiştir. 17 Ağustos depreminin yarattığı etkiyle ekonomi %5 küçülmüştür. 1998-1999 yılları arasında finansal bir kriz yaşanmadıysa da bankacılık sektörü uluslararası finans piyasasındaki olumsuz ortamdan ve ülke içindeki resesyonun olumsuz etkilerinden zarar görmüştür. Bu kriz ortamını derinleştiren bir diğer etken de 8 özel bankanın TMSF'ye devredilmesinden sonra kamu borcu ve kamu açıklarının artmasıdır (Güloğlu, Altunoğlu, 2002, 131).

Kronik enflasyon, artan kamu borçları, yüksek reel faiz oranları nedeniyle Türk ekonomisini krizin etkilerinden korumak amacıyla 1999 yılında uluslararası finans kuruluşlarınca desteklenen döviz kuruna dayalı bir istikrar programı başlatılmıştır. Enflasyonu düşürme programının uygulamaya konmaya başladığı dönemde ekonomide daralan bir konjonktür, yüksek iç borç oranı, kronik enflasyon ve bankacılık sektöründe ciddi yapısal sorunlar hakimdi. Yeni düzenlemelerin etkisi ve mevduatların hazine garantisi ile sigorta altına alınması denetimden yoksun bankacılık sektörünü oldukça kırılgan bir yapıya sürüklemişti. Piyasa disiplini azalmakta ve bankalarda risk iştahı artmaktaydı. Bunların sonucunda da açık pozisyonları artan bankalar bu düzenlemeler ile birlikte Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin yaşanmasında ana sebeplerden biri olmuştur. 1999 istikrar programının amacı enflasyonu düşürmek, sürdürülemez kamu iç borçlanma sürecine son vermek ve hedeflenen ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesidir. Programda sıkı maliye politikası ile birlikte döviz kurları hedeflenen enflasyon çıpasına bağlı para politikası ile eş güdümlü olarak devam edecekti. 2000 yılında açıklanan ilk makro ekonomik veriler heyecan yaratsa da Kasım ayı itibariyle sıcak paranın çıkışı ile istikrar programının etkileyici havası bir anda yok olmuştur (Akyüz, Boratav, 2001, 23-27).

3.4.3. 2000-2001 Krizi

Enflasyonu düşürme temelli istikrar programının hedeflerinin gerçekleştirilmesi için programın para ve kur politikaları çerçevesinde hareket etmesi gerekmektedir. Böylelikle nominal çıpa sağlanarak enflasyon beklentileri azaltılacak, kamu finansmanı da aynı şekilde enflasyon baskısına neden olan ana sorunları ortadan kaldırmaya çalışacak ve böylece 1980'lerde başlayan yapısal reformlar devamlılığını sürdürerek ekonomide serbestleşme süreci hız kaybetmeden devam edecekti. Program esasında üç sacayağına oturtulmuş gibiydi; ilki kamu maliyesi reformu, ikincisi döviz çıpasına bağlı para politikası ve üçüncüsü ise tarım, sosyal güvenlik ve özelleştirme alanında uygulanacak yapısal reformlardı. Sadece enflasyonu düşürmeye yönelik basit bir program da değildi, makroekonomik ve sosyal alanları da etkileyerek ekonomide köklü değişimleri içermekteydi. Nitekim istikrar programı ortalamanın altında bir performans göstererek ve 2000 yılında ciddi bir bankacılık krizine yol açarak ülkede büyük bir sermaye çıkışına sebep olmuştur ve bunun ardından gelen Şubat krizi ile de IMF bazlı istikrar programı literatüre Türk

ekonomisinin bir diğ er başarısızlığı olarak eklenmiştir. Bu krizlerin üç ana nedeni bulunmaktaydı; birincisi bankacılık sektörünün kırılgan yapısı, ikincisi yabancıların ve uluslararası sermaye akımlarının ekonomiye olan güvenlerinin kırılgan bir yapıda olması ve son olarak genişleyen cari işlemler açığıdır.(Demir, 2002, 19-20) Türkiye'nin şiddetli bir finansal kriz yaşamasına neden olan etmenler; izlenen döviz kuru politikasının inandırıcı bir atmosferde uygulamaya konulamaması, etkin denetimi yapılamayan bankacılık kesiminin ekonomik olmayan davranışları, 2000 yılında uygulamaya konulan dezenflasyon programının sağlam bir zemine oturamaması, 90'lı yıllar itibariyle dış  demeler dengesinde artan ve önem arz eden kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarsız zemin oluşturmasıdır (Eren, Süslü, 2001, 662-674). Temel makroekonomik göstergeler 1996-2001 yılları arasında yine kriz öncesi sinyallerini vermiştir. Kriz sonrası ekonomiyi eski haline getirmek kolay olmamıştır. Tablo 2.3'te görüldüğü gibi kriz esnasında reel faiz oranı, büyüme oranı, cari açık ve i  borç stoklarında etkili değişimler yaşanmıştır. Bazı kalemlerde yer yer kriz sonrası 2001 yılında pozitif gelişme kaydedilse de ekonomi hala kırılgan yapısını korumaktadır.

Tablo 3.5: Temel Makroekonomik Göstergeler (1996-2001)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Enflasyon Oranı	80,30	85,70	84,60	64,90	54,90	54,40
Reel Faiz Oranı	13,50	10,90	10,90	-18,20	-9,30	8,10
S/GSMH	19,90	21,30	22,70	21,20	18,20	17,50
I/ GSMH	25,10	26,30	24,30	22,10	22,80	19,00
Büyüme Oranı	7,12	8,30	3,90	-6,10	6,30	-9,50
İhracat (Mil. \$)	32067	32110	30662	28842	30721	34373
İthalat (Mil.\$)	42331	47158	44714	39027	52680	38106
Dış Ticaret Açığı (Mil.\$)	-10264	-15048	-14052	-10185	-21959	-3733
İhracat/İthalat	75,70	68,10	68,50	73,90	58,30	90,20
Cari Açık (Mil.\$)	-2437	-2638	1984	-1340	-9821	3392
Cari Açık/ GSMH	-1,33	-1,37	0,96	-0,73	-4,91	2,33
Doğrudan Yatırımlar (Mil.\$)	722	805	940	783	982	3352
Portföy Yatırımları (Mil.\$)	1950	2344	-5089	4188	1615	-3727
Özelleştirme (Mil.\$)	292	466	1020	38	2712	123
Dış Borç Stoku (Mil.\$)	79386	84234	96264	103125	118503	113592
İç Borç Stoku (Mil.TL)	3149,0	6283,4	11612,9	22920,1	36420,6	122157,3
KKBG/GMSH	8,6	7,7	9,4	15,6	11,8	16,4

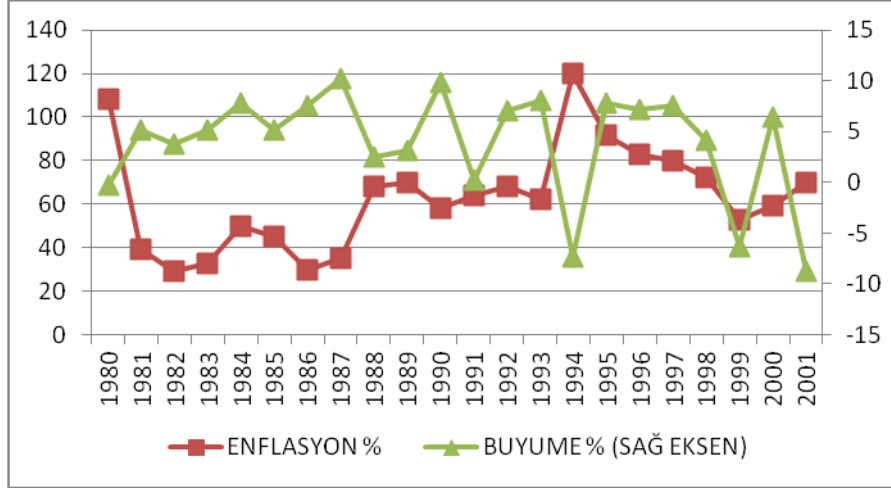
Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> , <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Türkiye’de 2000-2001 krizlerinin yaşanmasında rol oynayan faktörler; aşırı değerli TL, cari işlemler açığının kritik sınırın üzerinde seyretmesi, sermayeden yoksun mali sektörün varlığı, bankaların, reel sektörün ve kamunun açık pozisyonları, kamu bankalarının oluşan görev zararları, tüm bunlara ek olarak mali sektörün taşıdığı kur ve faiz riskinin giderek tırmanmasıdır (Keyder, 2001, 38). Programın kur hedefi, net iç varlıklar hedefi ve bütçe açığı hedefi ile tutturulmuştur, ama enflasyon hedefi bir türlü tutturulamamıştır. Enflasyon hedefinin tutturulamaması zincirleme bir etkiyle ekonominin kriz sinyali verdiğini göstermekteydi. TÜFE cinsinden yıllık enflasyon Şubat 2000’den itibaren beklenenin aksine yavaş düşme eğilimi göstermiştir. 2000 yılı enflasyon oranı TÜFE cinsinden %39 olarak gerçekleşmiş ve TL yıl boyunca aşırı değerli hale gelmiştir. IMF öncülüğünde yapılan diğer istikrar programlarına nazaran Türkiye’de uygulanan enflasyon hedefi daha makuldü; fakat uzun yıllardan

bu yana kronik enflasyon problemi olan bir ülke kısa vadede beklenen enflasyon hedefine sadece istikrar programı ile ulaşamayacaktı. Faiz oranları ise dalgalı bir seyir izlemesine rağmen daha hızlı düşüş göstermiştir ve bu da bütçeyi rahatlatıp i  borç stokunun daha hızlı artmamasını sağlamıştır. Özelleştirme kapsamında ise birtakım yasal engellere takılıp hedef tutturulamamıştır (Akyüz, Boratav, 2001, 27-28). Yapısal reformlar gerçekleşmemiş,  zelleştirme programı, koalisyon ortakları arasındaki anlaşmazlık dolayısıyla tıkanmıştır. Kamu bankaları kendilerine verilen ekstra görevler nedeniyle birtakım görev zararları ile karşı karşıya kalmışlardır. Özel bankalar üzerinde uluslararası standartlara uygun bir denetim yoktu. Birçok  zel bankanın içi boşaltılmış, sermaye yapıları iyice zayıflamıştı. Birçok banka da dışarıdan döviz kredisi alıp sonrasında TL'ye çevirip devlete borç verme amacı ile geniş çapta açık pozisyona girmişti (şahin, 2009, 252-253).

Geçmişe dönüp bakıldığında aslında 1999 istikrar programının tamamının başarısızlıklarla dolu olduğu söylenemez. Kamu kesimi ücret ve maaşlarında sıkı uygulama kendini göstermiş olup, parasal büyüklüklerin ve konsolide bütçenin yapısı geliştirilmeye çalışılmıştır (Alper, Öniş, 2001, 19).

2000-2001 krizine kadar kronikleşmiş enflasyon ile büyüme arasındaki korelasyon aşağıdaki grafikte özetlenmiştir. Özellikle kriz dönemleri olan 1994-2000-2001 yıllarına dikkat çekmek gerekirse büyümenin dip, enflasyonun ise daha yüksek seviyelerde seyrettiği söylenebilir. Her zamanki gibi yine en çarpıcı etki 1994 kriz yılında yaşanmıştır. Enflasyon ve büyüme arasındaki makas en çok bu yılda açılmıştır.



Şekil 3.5: Enflasyon ve Büyüme Oranlarının Karşılaştırılması (1980-2001)

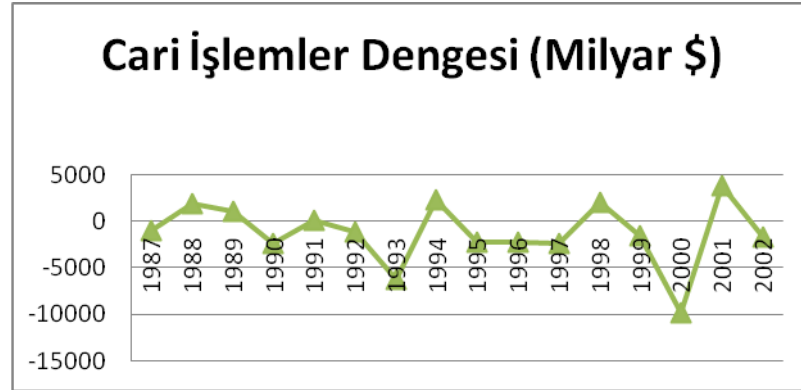
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Ülkedeki makroekonomik ortam bankacılık krizlerinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. GSYİH'da düşük büyüme oranları, aşırı yüksek faiz oranları gibi sistematik problemler bankacılık krizlerini tetiklemiştir. Bankacılık sistemindeki problemler sadece zayıf makroekonomik ortamla bağdaştırılamaz. Bankacılık sektörünün yapısal özellikleri ve ekonomik çevre de önemli rol oynamaktadır. Ani sermaye çıkışlarında sistemdeki herhangi bir zayıflık bankacılık krizi olasılığını arttırmaktadır. Özellikle finansal serbestleşmeye geçildiği dönemlerde risk almak için birçok fırsat ele geçmektedir. Eğer finansal serbestleşme mevduat sigortası kapsamında gerçekleşiyorsa ve etkin, ihtiyatlı bir sistem tarafından taşınmıyorsa bankacılık kesiminin de aşırı bir risk üstlendiği söylenebilir. Bankacılık krizi ahlaki tehlike sebebiyle oluşabilmektedir. Mevduatlar sigorta kapsamında ise kriz kendi kendine meydana gelmez (Demirgüç-Kunt, Detragiache, 1998, 83-87).

2000 Kasım krizini tetikleyen ana etken orta ölçekli bankalardaki birtakım finansal problemlerin ortaya çıkmasıdır. Söz konusu bankalar, uzun vadeli yatırımlar ile faiz oranlarındaki düşüşü sürdürmek için oldukça agresif pozisyonlar almaktaydılar ve bu da kısa vadeli kaynakların büyük ölçüde artmasına sebep olup bankalardaki mali sorunu derinleştirmekteydi. Genişleyen cari işlemler açığı ile birlikte hedeflenen istikrar programı hedefleri gecikmeye uğramış, faiz oranları Eylül ayından itibaren artmaya başlamış ve Kasım ayının ortalarına doğru giderek hızlanmıştır. Orta ölçekli

bankaların da artan maliyetler karşısında likiditelerini koruyabilmeleri için büyük miktarda devlet iç borçlanma senetlerini satmaktan başka çareleri yoktu. Merkez Bankası piyasaya likidite sağlayarak kolayca bu krizden kurtulabilirdi; fakat programın bir parçası olarak ve IMF'ye verilen vaatler çerçevesinde para politikası hedefleri içerisinde bu şekilde sorunu çözmesi kısıtlanmıştı. Bu sistem ani şoklar karşısında Merkez Bankası'nın para politikalarını kullanmasına izin vermemektedir. Nitekim Türkiye'de Kasım ve Şubat krizlerinde Merkez Bankası yeterince etkin olamamış ve krizin derinleşmesine seyirci kalmıştır (Demir, 2002, 20).

Kriz öncesinde uygulamaya konulan politikaların cari işlemler dengesi üzerinde de olumlu bir etkisi olmamıştır. İlk dönemde hızlı bir canlanma gözlemlense de kriz esnasında ve sonraki birkaç yıl içerisinde daralma eğilimine girilmiştir. Aşağıdaki grafikte cari işlemler dengesinin, serbestleşmenin yürürlüğe girdiği ilk dönemlerde yüksek seviyelerde, kriz sonrasında ise negatif seviyelerde olduğu gözlemlenmektedir. Kriz esnasında uygulanan dezenflasyon politikalarının da cari işlemler dengesinde etkisi büyük olmaktadır.



Şekil 3.6: Cari İşlemler Dengesinin Yıllara Göre Değişimi

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Türkiye genel olarak sermaye çekebilen ülke konumuna sahip olsa da 1999 yılında ülkeye giren sermaye yatırımlarının büyük bölümü kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmaktaydı. 2000 yılına gelindiğinde ise portföy yatırımlarında azalmalar gözlemlenmesine rağmen kısa vadeli sermaye hareketlerinde artış devam etmekteydi. Sermaye girişlerinde kısa vadeli sermayenin payının büyük olması istikrar programı için de büyük bir risk teşkil etmektedir. İç borçlanmanın GSMH' ya oranı %20'lerin üzerinde gerçekleşmiştir ve 1999 yılında %29,3 oranında

gerçekleşmesi ile kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edilmesinden başka çözüm yolu kalmamıştır. Devlet tarafından her ne kadar yüksek zorunlu karşılık oranları ile dış borçlanma kısıtlanmaya çalışılmış olsa da 2000'lerin sonuna doğru toplam dış borç GSMH' nin %59'nu oluşturmaktaydı ve 1998 yılında bu oran %47'lerde seyretmekteydi (Dufour, Orhangazi, 2007, 8). Kasım ayında IMF cari açığın sürdürülemeyeceği konusunda endişelerini dile getirdiğinde sıcak paranın artık ülkeyi terk etme zamanı gelmişti. Orta ölçekli bankalar kriz öncesi büyük miktarda açık pozisyon ile yakalandıklarından yabancı sermaye ile aynı şekilde yurtdışından borçlanıp hazine bonusu alımına yönelmişlerdir ki bu da bankaları büyük bir zorluğa sokmuş ve sonunda yükümlülüklerini yerine getiremez duruma gelmişlerdir. Yukarıda da bahsedildiği gibi yabancı sermayenin Türkiye'yi terk etmesi karşısında para kurulu benzeri davranış sergileyen Merkez Bankası yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi sonucu likidite daralmasına karşı aktif bir rol oynayamamıştır. Türkiye'de finansal piyasaların riskliliği artmış ve yabancı kreditorler kredi kanallarını kapatmışlardır. Sermaye çıkışı ve bankaların açık pozisyonlarını kapama telaşı döviz rezervlerinin hızla azalmasına sebep olmuştur (Demirci, 2005, 174-176).

2000 yılının sonbaharında Türkiye de diğer gelişmekte olan ülkelere uygulanan bu kur bazlı istikrar programındaki karakteristik problemlerle karşı karşıya kalmıştır. Kasım ayında yabancılardan net sermaye çıkışı 5,2 milyar doları geçmekteydi. Bankaların da açık pozisyonlarını kapatmak için harekete geçmesi sonucu TL'den kaçış başlamış ve kısa vadeli faiz oranları hızlı bir şekilde yükselmiştir. Aynı zamanda Merkez Bankası'nın bankaları artık interbank aracılığıyla fonlamayacağını duyurması ile gecelik faizler %1700'e tırmanmıştır. Kasım 2000'de çok ciddi boyutlarda bir likidite krizi yaşanmıştır. Borsa endeksi düşmüş, faiz ve döviz kurları yükselmeye başlamıştır; fakat kriz Merkez Bankası'nın sağladığı ek likidite sayesinde Şubat 2001'e kadar ertelenmeye çalışılmıştır. Şubat 2001'de interbank para piyasasında gecelik faizler %6200'e çıkmış ve yeni bir kriz patlak vermiştir. Döviz rezervleri hızla erimekteydi ve kurda girilen spekülasyon atakları sonucu dalgalanmaya bırakılmıştır. Ziraat, Halk ve Emlak Bankaları'nın görev zararları oldukça büyüktü ve istikrar programına rağmen küçülme eğilimi göstermemekteydi. Bu bankaların görev zararları da kamu borcu kapsamına girmektedir. Uygulanmaya çalışılan çözümler ise hep kısa vadede günü kurtarmaya yönelikti, orta ve uzun vadede bir etkisi olmamaktaydı (Demirci, 2005, 171-176). Bunlara ek olarak 19

Şubat 2001 günü Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ve Başbakan Bülent Ecevit arasındaki siyasi sürtüşmenin piyasalara ve kamuya yansımalarıyla programa olan güven tamamıyla azalmış, mali kırılganlığın da artması ile TL'ye karşı atak başlamıştır. Kırılgan ekonomik yapı, zayıflayan bir siyasi liderlik, kısa vadeli sermaye akımlarına olan bağımlılık, çarpık sermaye yapısı, artan yolsuzluklar, artan kamu açığı, bozulmuş bankacılık sistemi gibi etmenler 2001 krizinin gerçek nedenlerini oluşturmaktadır ve bu kurtarma programları 54 yıl içerisinde Türkiye'nin 17. başarısız IMF programı olma özelliğini kazanmıştır. Türkiye'nin kırılgan ekonomik yapısı altında uygulanan ekonomik reformlar piyasa endekslerini arttırsa bile kriz esnasında hepsi yarıya inmiştir ve göz ardı edilen yapısal problemler ekonomiye hükmetmeye devam etmiştir. Bir diğer önemli konu da yeterli şeffaflığın sağlanamaması ve kamu ile özel sektörde yolsuzlukların giderek artmasıdır. Krizin sonunda 12 bankaya devlet tarafından el konulmuştur (Demir, 2002, 21-22).

Türkiye üç büyük krize de büyük bir cari açık ile girmiştir. Özellikle bu üç krizde bütçe açıklarının beşinci ve altıncı çeyrekteki performanslarına bakıldığında önemli düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir. Cari işlemler dengesi genellikle bir yıl veya yarım dönemlik sürede pozitif etki yaratarak sermaye çekmeye başlamaktadır; fakat önceki kriz deneyimlerinden bu pozitif ayarlanmaların dönemsel olduğu deneyimlenmiştir. Krizden üç yıl sonra yine büyük bütçe açıkları ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bu üç krizin gerçekleştiği dönemde ekonomik göstergelerde bazı ortak eğilimler görülse de önemli farklılıkların olduğu da dikkatleri çekmektedir. Bu krizlerin ortaya çıkmasına yol açan en önemli faktörlerden biri işsizliğin yüksek seviyelerde seyri ve yüksek oranlardaki değerli döviz kurudur (Rodrik, 2009, 2-5).

Makroekonomik göstergelere bakıldığında faiz – kur makasına dayalı olan kısa vadeli sermaye girişinin artışı ile canlanan suni büyüme, kısa vadeli dış borç stokunun döviz rezervlerine oranının artması, bankaların açık pozisyonlarının rezervlerine oranının artması ve bu kıstasın da bankacılık sektöründe kırılganlık ölçütü olarak kullanılması, bankaların kullandığı yabancı kredilerin hızla artması gibi faktörler kriz ortamına girildiğinin ana göstergeleri olmaktadır. Bu sebeple de Türkiye'de uygulanmaya çalışılan serbestleşme süreçleri Latin Amerika ülkelerinin yaşadığı serbestleşme deneyimleri ile paralellik göstermektedir. Türkiye serbestleşme sürecinin sancılı dönemlerinde tam da bir Latin- Amerikanizasyon sürecini takip etmiştir. Türkiye Şubat Krizi'nden sonra açıklanan ve bel kemiğini makroekonomik hedeflerin oluşturduğu 'Güçlü Ekonomiye Geçiş' programı diye

adlandırılan yeni bir program devreye girmiştir. Sürdürülmekte olan döviz kuru çıpasına dayalı kur rejimi terk edilerek dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Program her zamanki gibi birçok yapısal reformu da barındırmaktaydı. Bunlar Merkez Bankası özerkliğinin yasal olarak tanınması, kamu bankalarının görev zararlarının kaldırılması, devlet bütçesinde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması için borçlanma faaliyetlerinin yasayla yeniden düzenlenmesi, bütçe içi ve bütçe dışı fonların kaldırılması, sivil havacılık, telekom, doğal gaz, şeker ve tütün gibi ekonominin önemli sektörlerinde rekabetin ve etkinliğin artırılması için üst kurulların oluşturulması, bankaların mali yapılarının güçlendirilmesi ve BDDK' nın özellikle denetim konusundaki yetkilerinin iyi tanımlanıp artırılmasıdır. Özellikle 2000-2001 bankacılık krizlerinin maliyeti 47,2 milyar dolar ile 2001 yılı milli gelirinin %32'sine ulaşmıştır. Bu rakamın bir kısmı kamu kaynaklı iken bir kısmı da özel bankalardan kaynaklanmıştır. Bu yapısal reformların hemen hepsi 2001 yılı içerisinde yavaş yavaş uygulanmaya başlanmış olup, 2002 yılında da süreç devam etmiştir (Tüsiad, 2002, 33).

Döviz kuruna dayalı istikrar programı üç aşamadan oluşmaktaydı ve birinci aşama döviz kurundaki istikrarın ekonominin genelinde de bir istikrar havası yaratmasıdır, ikinci aşama paranın reel olarak değer kazandığının farkına varılması; fakat bu konun çok fazla üzerine gidilmemesi, üçüncü aşama ise paranın reel olarak değer kazanmasının yüksek oranlı bir devalüasyonu gerekli kılması ve uygulanan politikaların buna izin vermemesi ve sonucunda bir döviz krizinin baş göstermesidir. Türkiye'deki krizde döviz çıpasından çok cari açık belirleyici olmuştur ve döviz kurunu çıpa olarak kullanan ülkelerde 1994 sonrası finansal krizlerin arttığı görülmektedir (Uygur, 2001, 23-24).

2001 Şubat Krizi Türkiye'nin ekonomik ve politik çaresizliklerinden ya da Türkiye'ye özgü idari hatalardan kaynaklanmamıştır; fakat küresel sermaye piyasalarına entegre olmanın gerekliliklerini yerine getirememesinin bir sonucudur. Uygulamaya konulan program disiplinli davranışları, ölçülü beklentileri ve kamuya karşı sınırlandırılan talepleriyle hedeflere ulaşmak için kamu kesiminin desteğini yanında bulamayacaktır. Devam eden istikrar yanlısı Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın dogmatik kalkınma modelini örnek aldığı açıktır. Model yanlısı varsayımlar ve çelişkili politikalar üzerine inşa edilmiştir. Uluslararası sermaye akımları üzerindeki bakış açısı örneğin bir piyasa ekonomisinde uluslararası sermaye hareketliliğinin daha verimli tasarruf ve yatırımlara olanak sağlayacağını

düşünmektedir. Model bu durumda para spekülâtorlerinin siyasi karar vericilerin yerine geçmesini göz ardı eder ve uluslararası sermaye hareketliliğinin serbestleşmesinin sürdürülebilir büyümeye katkı sağlamasını mümkün kılmaz. Ayrıca modelde geçen istikrar kavramından gerçekte ne kastedilmektedir; devalüasyon riskinden ücretsiz bir döviz sistemi kurmak mı yoksa yabancı sermaye çekmek için ulusal mali piyasalarda yüksek reel getiri sağlamak mı? Bu yapı altında merkez bankaları özerk olarak görev yapar ve fiyat istikrarı sağlamak dışında başka bir rol üstlenmez, zira ekonomiye müdahale olanakları sınırlıdır. Maliye politikaları ise doğrudan faiz dışı fazla ile bütçeyi yönetebilme amacına odaklanmıştır. İstikrar programının uygulamaya çalıştığı politikalarla Türkiye'nin kaynaklarını etkin kullanıp, sürdürülebilir ve adil bir büyüme trendini yakalayabilmesi için ekonomiyi uluslararası spekülâtorlerin önderliğinde yönetmesi gerekmektedir (Cizre, Yeldan, 2005, 403-404).

Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler dünyada 1990'lı yıllarda yaşanan krizlere örnek teşkil etmektedir. 1994 ve 2001 krizlerinin temelinde yatan ortak nedenler (Ardıç, 2004, 195-196);

- Kamu sektörü açıkları
- Enflasyon
- Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi
- Bankacılık sektörünün kırılganlığı

olarak sıralanabilmektedir. Bunun yanı sıra döviz kuruna dayalı istikrar programına bağlı kalmak, 1994 krizinde var olan yapısal sorunların 2001 krizine girerken giderek artması gibi nedenler de mevcuttur.

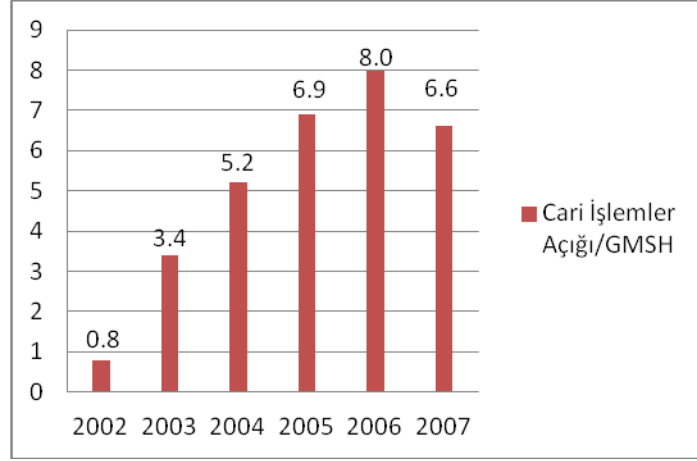
3.4.4. 2008-2009 Küresel Krizi ve Türkiye Ekonomisi

2008-2009 krizini serbest piyasa ekonomisinin, neoliberalizmin ekonomik hegemonyasının sarsıldığı bir dönem olarak nitelendirmek gerekmektedir. Çünkü olay sadece ekonomik boyutla sınırlı kalmamış, aynı zamanda politik ve ideolojik hegemonyanın da sarsılması sonucunda piyasa ekonomisinin imaj kaybına neden olmuştur. 2008'in son çeyreğine girilmesi ile birlikte tüm dünyayı sarsan bu ekonomik kriz dış kaynaklıdır. Krizin temel nedenleri arasında ABD'deki bankaların

kuralsız, etkin ve denetimsiz bir ortamda düşük gelirliilere konut kredisi açmaları ve oluşan varlıklarına istinaden subprime finansal araçlar üretmesidir. Kürselleşen mal-hizmet ve finans piyasalarında yaşanan ABD kaynaklı bu gelişmeler tüm dünyayı olumsuz etkilemiştir. Aynı zamanda ABD ekonomisinin hâkim ekonomi olması ve doların tüm dünyada sarsılmaz konumu krizin diğer ekonomilere yayılmasını oldukça kolaylaştırmıştır. Serbest piyasayı yücelten, dış ticareti serbestleştiren, sermaye akımlarını sonuna kadar serbest bırakan, sermaye kontrollerini yasaklayan, devletin sosyal rolünü tamamen ortadan kaldırmayı hedefleyen IMF politikalarının küresel krizin üretiminde önemli katkıları bulunmaktadır (Sönmez, Kozanoğlu, 2012, 35-57).

2008 Krizi ile ABD kesintisiz artan cari işlemler açığı ile birlikte küresel dengesizliklerdeki bozulmalardan ilkinin sergilemiş oldu. Çevre ekonomilerde bu bozulma süreçlerinden farklı uyum süreçleri ile geçmiştir. İzledikleri uyum süreçleri de kırılğan konuma yaklaştığında 2008’de sert bir kriz ile karşı karşıya kalınmıştır. Kırılğan konuma gelinmesindeki en büyük faktörlerden birisi de 2006 yılına gelindiğinde dünya ekonomisinin tüm ana bloklarının ABD’nin cari açığını kapatmakla görevlendirilmesidir. Sonuç olarak ABD’ye dış dünyadan net kaynak aktarımı hâlihazırda devam ederken finansallaşmanın yarattığı sancılı süreçler daha hafif geçmekteydi ve doğrudan doğruya finansallaşma açısından da önemli bir rol oynamaktaydı (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2009, 66-67).

Türkiye’de 2001 krizi sonrası yüksek oranlı büyüme hedefi sonrasında artan ithalat, YTL’nin değerlenmesi ve petrol fiyatlarındaki artışlar dış ticaret açığının büyümesinde etkili olmuştur. Şekil 2.7 ‘de görüldüğü gibi cari işlemler açığının GSMH’ ya oranı 2002’den 2006’ya kadar sürekli artmıştır. Cari işlemler açığı özellikle 2006 yılında dış ticaret açığına paralel olarak rekor seviyelerde gerçekleşmiştir.



Şekil 3.7: Cari İşlemler Açığının GSMH' ya Oranı

Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> , <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

9 Ağustos 2007'de BNP Paribas'ın sahip olduğu üç fondan yapılacak para çekme işlerini askıya alması krizi tetikleyen temel taşlardan biri olmuştur. 15 Eylül'de yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflas başvurusu yapması ile ABD konut piyasasında başlayan karmaşa küresel bir krize dönüşmüştür. Gayrimenkul balonunun 1980'lerin sonunda Japonya'da gerçekleşenle kıyaslanabilir bir tarzda patlaması, 1930'ların başında gerçekleşenle kıyaslanabilecek düzeyde banka hücumunun yaşanması, Japonya'dakine benzer bir likidite tuzağı ve uluslararası sermaye hareketlerinin kesintiye uğraması ile pek çok krizde görülen olaylar bir arada gerçekleşmiştir. Krizin kronolojik gelişimi ilk olarak Haziran 2007 ile Mart 2008 arasında eşik altı konut kredilerinden patlak veren kargaşa ile başlamış, Mart 2008 ile Eylül 2008 arasında fonlama sorunları bankacılık sisteminde iflasların ortaya çıkabileceği korkusuna dönüşmüş, 2008'in Eylül ayından Ekim ayına kadar küresel çapta güven kaybı yaşanmış ve panik havası egemen olmuş, 2008 Ekim ayından 2009 Mart ortalarına doğru belirsizlik koşullarında karamsar büyüme beklentileri oluşmuş ve hükümetlerin uyum sağlama çabaları, 2009 Mart ayından Eylül ayına kadar makro ekonomide olumsuz rakamların göze çarpması ve artık dibi görmenin etkisiyle iyimserlik havası tamamen ortadan kalkmıştır (Kozanoğlu, 2009, 30-32). Dünyayı etkisi altına alan krizin temel nedenleri arasında likidite bolluğu, batık krediler, emlak balonu, kredi türev piyasalarının genişlemesi, bankacılık düzenleme sisteminin yetersizliği yer almaktadır. Avrupa'da buna ek olarak kamu

borç oranlarının yüksekliği, yüksek bütçe açığı ve işsizlik sorunları etkili olmuştur. IMF verilerine göre en dikkat çekici göstergeler işsizlik ve kamu borçlarından oluşmaktaydı. ABD'nin kamu borcunun GSMH' ya oranı 2005 yılında %67 seviyesindeyken 2008'de %75'e çıkmış, işsizlik %5,8 'den kriz hızla yükseldikçe %10'a yaklaşmıştır. Euro bölgesinin kırılgan ekonomilerine sahip PIGS (Portekiz- İtalya- Yunanistan- İspanya) ülkeleri artan finansal sıkıntılar ve güvensizlikle birlikte her biri yüksek maliyetlere sahip kurtarma paketleri ile ayakta kalmaya çalışmaktaydılar. Makroekonomik açıdan bakıldığında ABD tarihinin en büyük cari açığını vermesine rağmen halen büyük miktarda fon çekmekte ve cari açığını bu fonla finanse etmekteydi. ABD cari açığı büyük miktarda Çinli emek gücü tarafından finanse edilmekteydi. Finansal piyasalarda düşük gelirliilere yüksek riskli krediler açılmış ve bu kredilerden finansal araçlar üretilmiştir. Bu küresel kriz aynı zamanda küreselleşmenin neden olduğu gelir dağılımı adaletsizliğinin ve yüksek ve düşük gelirliiler arasındaki farkın bir ürünü olmaktadır (Eğilmez, 2011, 68). 2008 yılının ortalarına doğru krize karşı geliştirilen iktisat politikaları şu özellikleri içermekteydi; kredi sistemine yeniden işlerlik kazandırmak adına piyasaya yüksek oranda likidite pompalanması, faiz hadlerinin indirilmesi, merkez bankalarının karşılık kurallarının yumuşatılması ve zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi, finans kesimindeki kurtarılmaya muhtaç şirketlerin kamulaştırılması talep yetersizliğinin küresel ekonomiyi fazla etkilememesi adına kamu kesiminde altyapı ve sosyal hizmet harcamalarına izin verilmesi (Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2009, 82). Türkiye'de 2000-2007 yılları arasında temel makroekonomik göstergeler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Büyüme oranlarında belirtilen dönem içerisinde bir azalma, ihracat ve ithalatta hızlı bir artış, cari açık ve iç borç stokunda endişe verici rakamlar göze çarpmaktadır. Ekonominin ana göstergeleri küresel krizin etkisi altına girmiştir.

Tablo 3.6: Temel Makroekonomik Göstergeler (2002-2007)

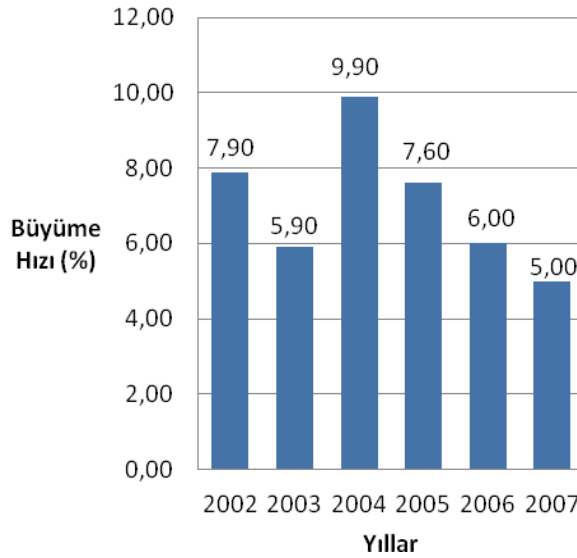
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Enflasyon Oranı	45,00	25,30	10,60	10,10	10,50	8,80
Reel Faiz Oranı	3,20	3,30	11,40	10,20	13,20	12,70
S/GSMH	19,20	19,30	20,30	18,20	16,60	16,60
I/ GSMH	17,30	16,10	18,40	20,10	16,60	15,5
Büyüme Oranı	7,90	5,90	9,90	6,70	6,90	4,60
İhracat (Mil. \$)	40124	51206	67047	78365	93611	115307
İthalat (Mil.\$)	47407	65216	90925	111353	134552	162012
Dış Ticaret Açığı (Mil.\$)	-7283	-14010	-23878	-32988	-40941	-46705
İhracat/İthalat	84,60	78,50	73,70	70,30	69,50	71,10
Cari Açık (Mil.\$)	-1524	-8036	-15601	-22137	-31893	-37549
Cari Açık/ GSMH	-0,99	-3,40	-5,20	-6,30	-7,80	-8,00
Doğrudan Yatırımlar (Mil.\$)	617	737	1191	8210	16789	21873
Portföy Yatırımları (Mil.\$)	1503	3851	9411	14670	11402	2780
Özelleştirme (Mil.\$)	538	187	1283	8222	8096	4259
Dış Borç Stoku (Mil.\$)	130005	144839	162231	170529	207325	248958
İç Borç Stoku (Mil.TL)	149869,1	194386,7	224482,9	244781,8	251470,0	255310,0
KKBG/GMSH	12,7	9,4	4,7	-0,4	-1,5	0,2

Kaynak: <http://esk.dpt.gov.tr/> , <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Bu kriz aynı zamanda kapitalist küreselleşmenin ilk krizi idi ve tüm coğrafyaları, tüm sektörleri, tüm toplumsal kesimleri etkileyerek geniş bir çevreye egemen olmuştur. Kriz aşamasında tek bir ülkenin batması ile diğer ülkelerin de batabileceği bu krizde kanıtlanmıştır. Türkiye de 2008 ortalarından itibaren bu krizden iki türlü etkilenmiştir. Birincisi büyümesinde dış kaynak girişinin önemli rol oynaması ve sıcak para başta olmak üzere yabancı kaynak girişi Türkiye açısından önemlidir. İkinci olarak Avrupa ülkelerine tüketim sepetine giren emek yoğun malların üretilmesidir.

Kriz Türkiye’de dış kaynak çekilişi ve ihrac pazarlarının daralması şeklinde sarsıcı etkiler yaratmıştır. Sermaye hareketlerinde tersine dönmeden kaynaklanan şokun yarattığı iç talep daralması ihracatın gerilemesi ile birleşince kriz patlak vermiştir. 2001 krizindeki gibi finansal bir kriz değildir ve üretimi, kapasite kullanımını, milli geliri, istihdamı aşağı, işsizliği yukarı çeken bir ekonomik bunalım olmuştur. 2008-2009 krizinde Türkiye ekonomisinde çok ciddi bir daralma görülmekle birlikte bu çok fazla günlük hayata yansımamıştır. 2001 krizi kadar sarsıcı olmamasının nedeni ise 2001 krizinin bankacılık ve finans kesiminde çıkmış olması ve bu sektör için

alışan insanların genellikle metropollerde yaşayan, ücretleriyle geçinen bir şekilde kapitalizmin zgr birey kavramına uyan insanlar olmalarıdır. 2008-2009 krizi ise daha çok imalat sanayinde seslerini daha az duyurabilen işçi kesimini vurmυřtur. 2008'in son üç ayında sanayide üretim ve kapasite kullanımı bir yıl öncesine göre %12,6 ve %10,9 puan gerilemiştir. Türkiye yine de diğerk gelişmiş ülkelere kıyasla krizden daha az hasarla kurtulmuştur. Bunun sebebi ise Türkiye'de Mortgage sektörünün hem çok fazla derinleşmemiş olması hem de riske daha duyarlı yapısının var olmasındandır. Son yaşanan kriz deneyimi ile birlikte zaten bu sistemde derinlemesine sorgulanmaya başlanmıştır ve gerekli birtakım düzenlemelere gidilmiştir. Kriz dolayısıyla i kredi kanallarında dönem dönem tıkanmalar yaşanmıştır. Aynı şekilde bankacılık sistemine bağlı olan kredi kanalı da yavaşlamıştır. Krizin derinleşmesi, güven azalması ve risk algılamasında artışlar gözlemlenmiştir. Bu etkiler de tüketicisi ve yatırımcı güven endekslerinde gerilemelere neden olmuştur (Sönmez, Kozanoğlu, 2012, 142-148)



şekil 3.8: Büyüme Oranları (2002-2007)

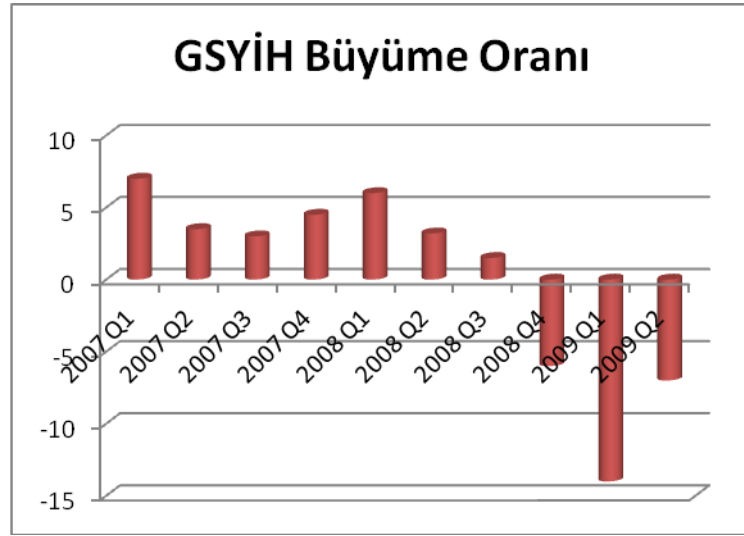
Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014

Türkiye ekonomisinin 2002 ve 2007 yılları arasındaki büyüme hızına bakılacak olursa kriz sonrası uygulanan politikalar 2006 yılındaki büyüme sürecine katkı sağlamıştır. şekil 2.8 'de 2004-2005-2006 yıllarında yüksek oranda büyüme hızlarının elde edilmesi 2001 krizi sonrası toparlanmasının bir işareti olmuştur.

Türkiye küresel krizden doğrudan bankacılık sistemi üzerinden değil de finans dışı şirketlerin üretimi, ithalat finansmanı ve işsizlik sebebiyle etkilenmiştir. 2003 sonrası dönemde Türkiye'nin uluslararası ekonomiyle olan ilişkilerinin ana belirleyicisi, bankacılık kesiminden ziyade reel üretici şirketler ve hane halkları olmuştur. Bu kesiminde dış borçlarının giderek artış göstermesi ile birlikte ekonomik faaliyeti sürdürme çabası içerisinde ithalat ve dış borçlanma bağımlılığına sürüklenmeleri ekonomide ciddi sorunların oluşmasına zemin hazırlamıştır. Türkiye'de bu şekilde aşırı dış borç içine sürüklenmiş şirket ve hane halkının bulunmasıyla finansal dengeler alt üst olmuştur. Reel sektörde işletmelerin büyüklüğüne göre hissedilen iflaslar, yan sanayilerin çökmesi ile birlikte artan işsizlik ve derinleşen bir reel sektör krizi hissedilmiştir. Reel sektör ile finans sektörünün krizi algılama mekanizmalarının farklı olması sebebiyle de kalıcı ve derin bir kriz tetiklenmiştir. 2001 krizindeki gibi ani bir çöküş yaşanmayıp zamana yayılmış uzun süreli bir durgunluğa adım atılmıştır (Yeldan, 2009, 25-27).

Küresel finansal krizlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri on dört yıl öncesine kadar dış şoklara karşı daha dayanaklı bir durumdaydı. Ekonominin güçlü durmasının nedenleri arasında, Türkiye'deki finansal kurumlarda subprime kredilerin ve yapılandırılmış kredi ürünlerinin dünyanın diğer bölgelerine göre daha az yaygın olması, Türkiye ekonomisinde 2001 krizi sonrasında makroekonomik dengenin sağlanması için yapılan birçok iyileştirme ve finansal düzenlemenin uygulanmış olmasıdır. Global finansal krizin ilk etkisi Türkiye'nin GSYH'nın 2008'in son çeyreğinde önemli ölçüde daralması ile olmuştur. 2009'un ikinci çeyreğinde ise uygulanan mali tedbirlere rağmen % 6,5'luk bir düşüş yaşanmıştır. Global kriz, Türkiye'nin problemlili büyüme stratejisinin içsel bir ekonomik krizle sona ermesine sebep olmuştur. Her ne kadar GSYH büyüme oranındaki düşüş kriz öncesinde gerekli sinyalleri vermiş olsa da küresel dalgalanmadan etkilenmemek mümkün olmamıştır (Balaban, 2009, 122-126). Bir diğer sert düşüş ise toplam talep ve emtia fiyatlarında yaşanmaktaydı, enflasyon oranı bir önceki yıla göre % 5,8'lik bir düşüş göstermiştir. Diğer olumsuz etkilerse özellikle kamu maliyesinde, genişletici maliye politikalarının uygulanışında ve artan bütçe açıklarının nasıl finanse edileceği konusunda yaşanmıştır (Terzi, 2010, 249-250). Subprime krizi başladığında uluslararası finans piyasaları büyük ölçüde etkilenirken, krizin yayılan yıkıcı etkileri Türkiye'nin kırılgan ekonomik yapısı için tehlike oluşturmaktaydı. 2008 yılında

Türkiye'nin krize eğilimli yapısının bu global kriz dalgasından etkilenmemesi mümkün değildi.



Şekil 3.9: GSYİH Büyüme Oranları

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

2007'den 2009'a kadar çeyreklik büyüme oranlarının değişim grafiği incelendiğinde kriz başlamadan önce sert düşüşlerin yaşandığı ve özellikle 2008'in son çeyreğinde negatif gerçekleşen büyüme oranlarının krizin bitimine kadar bu şekilde devam ettiği görülmektedir. 2008-2009 krizi öncesi döneme bakılacak olursa Türkiye'nin büyümesinde ılımlı gelişmelerin yaşandığı söylenebilir. 2002-2005 yılları arasında ortalama %7.3'lük GSYH artışı, 2007 yılında %4.7'lere düşmüştür. Bu yavaşlamanın etkileri özellikle yatırım, özel tüketim ve bunların büyüme ile ilişkilerinde gözlemlenmiştir. Ekonomideki bozulmanın ilk etkileri geleneksel emek-yoğun ihracat sektörlerindeki rekabetin gelişmekte olan ülkelerin lehine gelişmesi ve buradaki uyum maliyetleri ile ihracat yapısında değişimin teknolojiye doğru yön değiştirmesi ile yurtiçi ekonomide işsizlik artışı ve karlılıkta birtakım azalmalara sebep olmaktadır (Rawdanowicz, 2010, 5-7). Güven eksikliğine ek olarak kriz sonrası belirsizliğin de artması ile birlikte beklentiler bu ekonomik ortamda olumsuz yönde etkilenmiştir. Reel sektörün belirsizlik ortamında kredi zorluklarının günden güne artması, ekonominin resesyona girişini hızlandıran yurtiçi ve yurtdışı talepte özellikle 2009 yılındaki düşüşlerin etkisi doğrudan büyüme, işsizlik, dış ticaret ve doğrudan sermaye akımları üzerinde olmuştur. Finansal piyasalardaki işlemlerin

azalması da doğrudan kamu maliyesi açıklarını ve borçlanma stoklarını arttırıcı etki yaratmaktadır (Öztürk, Sözdemir, Çelik, Ülger, 2013, 10).

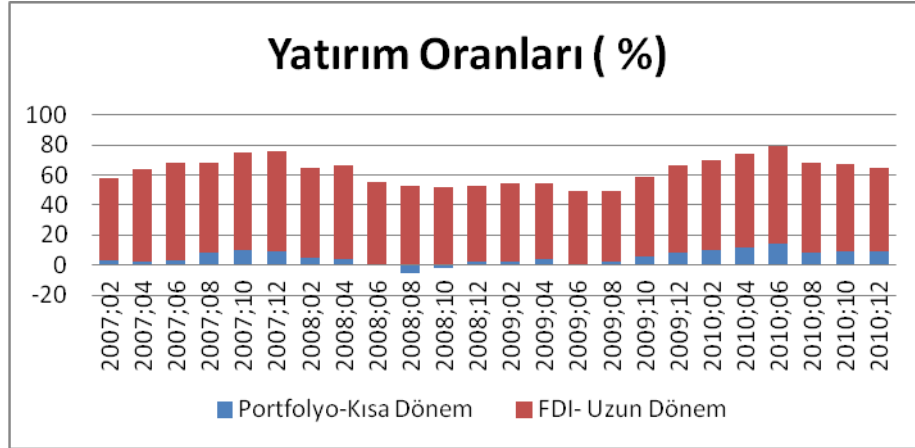
Tablo 3.7: Kriz Öncesi ve Sonrası Ticaret Dengesi

Yıllar	Toplam İhracat	Toplam İthalat	Ticaret Dengesi	Cari Açık Dengesi
2001	34.729	38.092	-3.363	-3.760
2001	40.719	47.109	-6.390	-626
2003	52.394	65.883	-13.489	-7.515
2004	68.535	91.271	-22.376	-14.431
2005	78.365	111.445	-33.080	-22.309
2006	93.612	134.669	-41.056	-32.246
2007	115.361	162.213	-46.852	-38.434
2008	140.800	193.821	-53.021	-41.959
2009	109.647	134.497	-24.854	-13.991
2010	120.925	177.277	-56.356	-48.561

Kaynak: <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Global finansal kriz Türkiye ekonomisinin cari işlemler dengesini de olumsuz yönde etkilemiştir. Cari işlemler açığında Kasım 2008 sonrası düşüşler gözlemlenmiştir. Bu değişim ekonomi için pozitif gibi görünse de esas nedeni ihracat ve ithalatta yaşanan düşüşlerden kaynaklanmaktadır. Diğer dünya ülkelerinin global krizden etkilenip dış ticarete yönelmemeleri ile birlikte Türkiye'nin dış ticaret oranlarında düşüş yaşanması kaçınılmaz olmuştur (Terzi, 2010, 252-254). Tablodan da görüldüğü gibi 2008 yılındaki değerler 2009 yılındaki değerlerle karşılaştırıldığında dış ticaretin etkilenmesinin derin sonuçlara sebep olacağı açıktır. Cari açığındaki düşüşün sevindirici etkisi 2009 yılında ithalat ve ihracattaki düşüşe bakıldığında ekonomik dengeler üzerinde bozulmaların yaşandığı sinyalini vermektedir. İhracattaki bu düşüş döviz arzında sıkılaştırmaya yol açıp Türkiye'nin ithalatını etkileyip, iç borcun yıllık kredi ödemelerinde zorluk yaşanmasına sebep olmuştur. Ekonominin finansman desteği ise büyük ölçüde yüksek faiz oranlarından borçlanmaya dayanmaktadır. Dış

borç ve cari işlemler açığının yükselmesi, Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesi global krizin etkileriyle bütünleşerek mali fonlarda ve özellikle doğrudan yatırım oranlarında ihracattaki düşüşün sürmesi sebebiyle GSYH oranlarında önemli düşüşler yaşanmıştır (Biol, 2011, 233- 234).



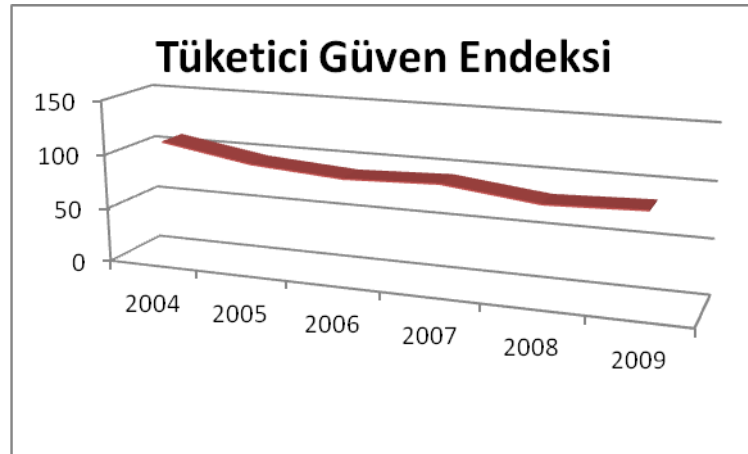
Şekil 3.10: Yatırım Oranları

Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Faiz oranlarında ise krizin başlangıcından bu yana etkili düşüşler devam etmektedir. Bunun etkisiyle birlikte sermaye akımlarında da düşüşler kaçınılmaz olmuştur. Doğrudan yatırımlardaki düşüşler ve portföy yatırımlarındaki kararsızlığa istinaden gerçekleşen dalgalanmalar sermaye akımlarındaki olumsuz tabloyu özetlemektedir. Global finansal kriz birçok gelişen ekonomiyi farklı kanallarla etki altına almıştır; fakat Türkiye özellikle ticaret kanalı ile bu olumsuz koşullardan etkilenmiştir. Bu etki de dolaylı olarak firmaların üretim kapasitelerinde azalışa ve finansal sektör yerine daha çok reel sektörün krizden etkilenmesine sebep olmuştur (Terzi, 2010, 254). Yukarıdaki tabloda kriz öncesi ve sonrası kısa ve uzun dönemli sermaye yatırımlarının nasıl dalgalandığı özetlenmiştir. Kısa dönem sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar uzun dönem sermaye hareketlerindeki dalgalanmalara göre daha az tepkime göstermiştir. Yalnızca 2008 yılının son dönemlerinde negatif bir dalgalanma göstermiştir. Uzun dönem sermaye hareketlerinde dalgalanma kriz öncesi ve sonrası dönem içerisinde ekonomik gelişmelerden yoğun bir şekilde etkilenmektedir. 2008-2009 krizi diğer krizlerle kıyaslandığında pek çok ortak noktası olmasına rağmen bazı noktalarda diğer krizlerden farklılaşmaktadır. Bu krizde faiz oranları ve

enflasyon oranlarında yaşanan düşüş, ekonomide etkinliği arttırmak amacıyla ortaya konan pek çok canlandırma paketiyle birleşince bütçe açıkları bu yönde artmaya başlamıştır. Cari açığı azaltmak için çaba sarf edilmemiş olup, bunun yerine özel tüketimdeki düşüşle, ithal malların fiyatındaki düşüşle ve beklenmeyen, açıklanamayan döviz kuru değişimleriyle cari açığın kendiliğinden dalgalanması sağlanmıştır. Resesyonun derinliğini tanımlamak gerekirse ilk etkiler 2009'un ilk çeyreğinde çeyreklik GSYİH oranında -%14,3'lük gerçekleşen düşüşle başlamıştır. Buna ek olarak %16'lardaki işsizlik seviyesi resesyona girildiğinin esas kanıtını oluşturmaktaydı. Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye'nin daha derin ve ciddi bir global krizle başa çıkması gerektiği anlaşılmaktadır (Uygur, 2010, 2-3).

Krizin finans sektörü yerine daha çok reel sektör üzerinde baskı kurmasının sonucu olarak tüketici güven endekslerinde önemli bir azalma meydana gelmiştir. Aşağıdaki şekilde 2004 yılından 2009 yılına kadar olan dönemdeki tüketici güven endeksinin değişim grafiği incelendiğinde krizin başlangıç yılından önce endekste birtakım azalmalar, krizin derinleşmesiyle birlikte krizin etkilerini algılayıp reaksiyon gösteren reel sektörün güven endeksinde ciddi anlamda düşüşler yaşandığı gözlemlenmektedir.



Şekil 3.11: Tüketici Güven Endeksi

Kaynak: <http://www.tuik.gov.tr/> erişim tarihi 20.04.2014.

Hızla genişleyen finans balonu Türk finans sektörünün az gelişmiş olmasına bağlı olarak Amerika'daki etkisini Türk piyasalarında gösterememiştir. Aynı şekilde Türk bankacılık sektöründe toxic yatırımların var olmayışı krizde avantaja çevrilen bir

diğer etmen olmaktadır. Global kriz öncesi 2007 yılında başlayan büyüme oranlarındaki düşüşler kriz öncesi tecrübe edildiği için sürpriz bir etki yaratmamıştır. Bunun yerine yatırımların büyüme hızında meydana gelen düşüş daha etkili olup kriz öncesi negatif oranları sergileyerek sinyal görevi görmüştür. Bunun yanı sıra bir diğer önemli sinyal aşırı değerlenen TL'dir. Yatırımlardaki sert düşüşün etkisiyle ve dış ticaret dengesinde yaşanan olumsuzlukların buna eklenmesi ile durum gittikçe daha da kötüleşmiştir. Türkiye'nin ihracatının büyük çoğunluğunun Avrupa ülkelerinin talebine dayanması ve Avrupa ülkelerinin kriz başladığı esnada ihracat oranlarında keskin bir daralmaya gitmesi Türkiye'nin ihracatını olumsuz yönde etkilemiştir (Uygur, 2010, 55-56).

4. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜRKİYE’NİN EKONOMİK PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ EKONOMETRİK BİR UYGULAMA

Bu bölümde ilk iki bölümde anlatılan teorik bilgiler bağlamında finansal serbestleşmenin Türkiye’nin ekonomik performansı üzerine etkileri ampirik bir uygulama ile incelenecek ve elde edilen sonuçlar doğrultusunda değerlendirmeler yapılacaktır.

1980’li yıllar pek çok ülkede yurtiçi finansal piyasalara yönelik önemli reform adımlarının atıldığı bir dönem olmuştur. Bu reformların önemli bir kısmını yurtiçi finansal sistemle dış dünyayı bütünleştirme çabaları oluşturmaktadır. Özellikle düşük gelir, düşük tasarruf ve düşük yatırım çıkmazındaki gelişmekte olan ülkeler bu reformları uygulayarak ekonomik kalkınmalarını da hızlandıracaktır. Finansal serbestleşme sonrası küreselleşen ekonominin getirdiği serbestleşme dalgasıyla sermaye fazlası olan ülkeler sermayenin yetersiz olduğu ülkelere yatırım yapacak ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye açıklarını kapatmalarına yardımcı olacaklardır.

Finansal serbestleşmenin sağladığı temel kazanımlar; sermayenin uluslararası düzeyde daha etkin dağılımı, uluslararası düzeyde risk dağıtımını ve finansal derinleşmenin sağlanmasıdır. Bu temel kazanımların ekonomiye etkisi GSYİH artışı, yurtiçi yatırım artışı ve tüketim düzeyinde dalgalanma azalışıdır (Köse vd. ,2009, 42). Finansal serbestleşme ekonomik büyümeyi doğrudan ve dolaylı kanallardan etkilemektedir. Doğrudan kanallar; yurtiçi tasarruf hacmindeki artış, risk dağıtımının iyileşmesine paralel olarak daha düşük sermaye maliyeti, teknoloji transferi ve finansal sektörün gelişimidir. Dolaylı kanallar ise; uzmanlaşmanın desteklenmesi, daha iyi politikaların teşviki, iyi politikaların uygulanması sonucu ülkeye giren yabancı sermaye miktarındaki artıştır (Prasad vd. , 2003, 13; Prasad, 2004, 36). Teorik modellerde finansal serbestleşme ile büyüme arasında birçok etkileşim kanalının olduğu belirtilse de uygulamada iki değişken arasında güçlü nedensellik bağı kurmak zordur.

Finansal serbestleşme çabalarının yoğunlaştığı ortamlarda finansal kriz sayısındaki artış, krizlerin finansal serbestleşme sonrası ödenmesi gereken bedel gibi algılanmasına yol açmıştır. Son zamanlarda krizlerin daha çok finansal serbestleşmeye geçiş yapan ülkelerde yaşanması küreselleşmenin artılarını ve eksilerini sorgulamaya yönlendirmiştir. Yapılan birçok uygulamalı çalışmada krizlerin neden özellikle finansal serbestleşme sonrası gelişmekte olan ülkelere hız kazandığı sorularına yanıt aranmaktadır. Sorunun cevabı ise ekonomik yapıdaki dengesizliklerde, finansal açıdan zayıflıklarda, politik istikrarsızlıkta ve kurumsal sorunlarda yatmaktadır. Oysa güçlü bir makroekonomik ve siyasi yapıya hâkim olan ve finansal sistem ve kurumların sağlam bir temele dayandığı ülkelere kriz yaşama ihtimali daha düşüktür. Bu ülkeler aynı zamanda dışa açılarak sermaye hareketlerinin kazanımlarından faydalanabilmektedirler (Schmukler, 2008, 50-51).

Finansal serbestleşme sonucunda ortaya çıkacak sermaye hareketleri karşısında gelişmekte olan ülkelerin finansal krizlerle karşılaşmalarını için makro ekonomik dengenin sağlanması, kamu ve para piyasası dengesinin sağlanması, dış ticaret açığının kapatılması, para politikasının üzerinden kalkacak müdahalenin yerini alacak araçların yaratılması, kamu yatırım ve tüketim harcamalarının kısılması, kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, sübvansiyonlara son verilmesi gerekmektedir. Bu finansal alt yapı sağlam olmaz ise ülkeler ilk sermaye kaçışında finansal kriz ile karşı karşıya gelecektir.

Bu ampirik çalışmada da finansal açıklık, dış açıklık ve faiz oranlarının Türkiye ekonomisinin büyüme performansı üzerine etkileri incelenecektir.

4.1. Literatür Taraması

Finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki etkileşim uluslararası literatürde de pek çok çalışmaya konu olmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye türlerine göre yapılan çalışmalarda finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği çalışma sayısı oldukça az olmakla birlikte ilişkinin yönü belirsiz ve karma çıkmaktadır.

King ve Levine (1993) yaptıkları çalışmada ülkeler arasında karşılaştırmalı analiz yöntemini kullanmışlardır. Schumpeter’ci yaklaşımın finansal sektör ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkisine delil bulmaya çalışır bir şekilde finansal sektör faaliyetlerinin uzun dönem büyüme ilişkisini teşvik ettiğini belirtmektedirler.

Yapılan çalışma sonucunda elde edilen bulgular finansal derinleşme ile ekonomik büyüme arasında özellikle 1960-1989 dönemleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu kanıtlamaktadır. Levine (2000) yaptığı başka bir çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan 74 ülkenin verilerini kullanarak 1960 ve 1995 dönemleri arasında finansal gelişme ile çıktı artışı arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulmuştur. Bu güçlü ilişki arz yönlü hipotezleri destekleyici olarak yorumlanmıştır.

Marcel Fratzscher ve Matthieu Bussiere aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 45 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları çalışmada ülkelerin finansal serbestleşmeye bağlı olarak sermaye hesaplarını serbestleştirmeleri sonucunda kısa dönemli kazançlarla uzun dönemli kayıplar arasında karşılıklı bir trade-off ilişkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda gelişmekte olan ülkeler sermaye hesaplarını açtıkları ilk 5 yılda finansal serbestleşme öncesi döneme göre büyüme rakamlarında %1.5 puan artış yakalarlarken, orta ve uzun vadede portföy yatırımları ve sıcak paranın etkisiyle kırılganlaşan ekonomilerinde finansal krizler ve resesyon görülmeye başlandığında kısa dönemde elde edilen büyüme oranından daha düşük bir ortalama büyüme oranıyla karşı karşıya gelmektedirler. Makalenin temel bulgularında finansal açıklıkla ekonomik göstergeler ve ekonomik büyüme arasında zamana göre değişen güçlü bir ilişki bulunmaktadır (Fratzcher, Bussiere, 2004, 28-29).

Alesina (1994) 1950 ve 1989 dönemleri arasında 20 OECD ülkesinde uygulanan sermaye kontrollerinin büyüme oranlarını düşürdüğüne yönelik hipotezin geçerli olup olmadığını test etmiş ve sermaye kontrollerinin büyüme oranları üzerinde bir etkisi olmadığını tespit etmiştir. Rodrik (1998) gelişmiş ve gelişmekte olan 100 ülkeyi 1975-1989 dönemleri arasında analiz etmiş ve yine benzer bir bulgu olan finansal açıklık ve büyüme arasında ilişki tespit edememiştir. Literatürde finansal serbestleşme ve büyüme arasında hiçbir ilişki bulamayan çalışmaların yanı sıra pozitif yönlü ilişkinin olduğunu kanıtlayan çalışmalar da vardır. Bunlardan ilki Quinn (1997)'in sermaye kontrollerinin yoğunluğunu gösterge olarak kullandığı çalışmasıdır. Quinn bu çalışmasında sermaye işlemleri hesabının serbestleştirilmesinin büyümeyi desteklediği sonucuna ulaşmış ve pozitif bir etkileşim olduğunu ispat etmiştir. Buna benzer bir diğer çalışma Edwards (2001) tarafından finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki pozitif yönlü ilişkinin yüksek gelir düzeyine sahip ülkelerde ortaya çıkacağını ve bu pozitif yönlü ilişkinin yalnızca belirli bir

ekonomik gelişmişlik seviyesine bağlı ülkelerde geçerli olacağını tespit etmiştir. Düşük gelirli ülkeler için ise böyle bir olumlu etkinin yaşanması mümkün değildir.

Demirgüç-Kunt ve Maksimoviç (1998) daha mikro bir yaklaşımla 30 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için aktif hisse senedi piyasası ve iyi gelişmiş bir yasal sistemin firmanın büyümesini kolaylaştıracağını analiz etmiştir. Çalışmada 1980 - 1991 dönemleri arasındaki verilerden faydalanılmıştır. Analizde ileri sürülen hipotez mikro seviyede test edilmiştir ve finansal piyasalar ile finansal aracılarn ekonomik büyümenin belirleyicileri olduğu belirlenmiştir.

Türkiye ekonomisi için finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların daha çok teorik düzeyde kaldığı, çok fazla ekonometrik yöntemlerle test edilmediği görülmektedir. Ekonometrik yöntemlerle test edilen ilk çalışmalardan birini yapan Kar ve Pentecost (2000) 1963 -1995 dönemleri arasında finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. İlişkinin test edilmesi için Granger nedensellik analizi ve hata düzeltme modelinden faydalanılmıştır. Finansal gelişmenin göstergeleri olarak; yurtiçi kredilerin GSMH' ya oranı, M2'nin GSMH' ya oranı, banka mevduat yükümlülüklerinin gelire oranı, özel sektör kredilerinin yurtiçi kredilere ve gelir düzeylerine oranı kullanılmıştır. Kişi başına GSMH büyüme göstergesi olarak kullanılmıştır. Analizin sonucunda finansal gelişme göstergelerinin çoğu finanstan büyümeye doğru giden bir pozitif yönlü ilişki olduğunu kanıtlamıştır. Özatay ve Sak (2002), 1977-1999 yılları arasında çeyrek dönemlik verilerle Türkiye ekonomisinin finansal serbestleşme sürecini irdemişlerdir. Özellikle 1990 ve 1999 dönemleri arasında risk düzeyindeki artışla birlikte faiz oranları, döviz kuru ve büyüme oranlarındaki dalgalanmanın artışı gözlemlenmiş ve bunun sonucunda da bankaların kredi arzının ve büyüme oranlarının olumsuz yönde etkilendiği saptanmıştır. Ünalmiş (2002) 1970-2001 dönemindeki zaman serilerini kullanarak finansal gelişme ile büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini test etmek istemiştir. Kısa dönemde finansal gelişmeden ekonomik büyümeye doğru, uzun dönemde ise çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Finansal serbestleşme ve finansal gelişmişlik üzerine analiz yapan Ağır (2010), üçer aylık verilerden yararlanarak pozitif reel faiz oranı politikasının finansal gelişmeye doğrudan ve pozitif yönde bir etkisi olmadığını tespit etmiştir. Finansal serbestleşmenin finansal gelişmişliğe uzun dönemdeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken kısa dönemde bu etki tersine dönmektedir. Bu nedenle

serbestleşme sonrası finansal piyasalardaki gelişmenin yönü tam olarak belirlenememektedir.

4.2. Araştırma Yöntemi ve Veri Seti

Bu çalışmada Türkiye'nin ekonomik performansının göstergesi olarak ele alınan GSMH büyüme oranlarıyla finansal açıklık arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılacaktır. Analizde temel amaç literatür taramalarında da sıkça bahsedilen **'Finansal açıklık ile büyüme arasında uzun dönemde negatif ilişki vardır'** hipotezini test etmektir. Çalışmada 1992-2012 yılları arasındaki dönem çeyrekli veriler kullanılarak incelenmektedir. Başlangıç yılı olarak finansal serbestleşmenin miladı olan 1989 yılı yerine 1992 yılının tercih edilmesinin nedeni 1989 yılında yürürlüğe konulan 32 Sayılı kararın ödemeler bilançosuna ve büyümeye etkilerinin yaklaşık iki yıl gecikmeyle yansımastır. Bu çalışmada kullanılan veriler, GSMH büyüme oranı, finansal açıklık, dış açıklık ve faiz oranlarıdır.

Veriler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sistemi (EVDS), TÜİK, Federal Reserve Economic Data resmi internet sitelerinden alınmıştır. Değişkenlerin oransal değerleriyle çalışılması sonucunda yalnızca varyans durağanlığı sağlamak amacıyla GSMH değişkenine logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. GSMH serilerinde mevsimsellikten arındırılmış veriler kullanılmıştır. Finansal açıklık değişkeni ise Türkiye'ye giren ve çıkan sermayenin dolar cinsinden değeri toplanarak hesaplanmıştır. Dış açıklık değişkeni ise Türkiye'nin dolar cinsinden ithalat ve ihracat rakamlarının toplanması ile elde edilmiştir. Faiz oranlarını temsilen ise interbank piyasasındaki faiz oranları kullanılmıştır. Türkiye'de finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesi için aşağıdaki değişkenler kullanılmıştır.

Tablo: Modelde Kullanılan Veriler

LY	Türkiye'nin GSMH' nin Logaritması
FAİZ	Faiz Oranı
FA	Finansal Açıklık Düzeyi
DA	Dış Açıklık

Değişkenler arasındaki ilişki VAR analizi yöntemiyle incelenecektir. Sims tarafından geliştirilen VAR (Vektör Otoregresif Analiz) modeli diğer makroekonomik modellere göre, bütün değişkenlerin içsel alınması ve değişkenlerin hangisinin içsel hangisinin dışsal alınması kararına bağlı olunmaması nedeniyle daha yaygın kullanılmaktadır. VAR modelinde her bir değişken kendi gecikmeli değeri ve modeldeki diğer tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal bir bileşimi şeklinde gösterilmektedir. Zaman serisi analizlerinde sağlıklı sonuçlara ulaşabilmek için öncelikle analizde kullanılan serilerin durağan olması gerekmektedir. İktisadi zaman serileri ise trend, konjonktürel hareketler, mevsimsel dalgalanmalar ve arıza hareketlere bağlı olarak genellikle durağan değildir. Genellikle değişkenlerin zaman serisi analizlerinde trend içerdiği görülmektedir. Zaman serisini bu etkilerden arındırmak için fark alınarak durağanlaştırmak gerekmektedir. Etkili ve tutarlı bir VAR analizi için serilerin aynı dereceden durağan olmasına kadar farkları alınabilir.

4.3. Ampirik Analiz

VAR analizinin yapılabilmesi için gerekli olan ön koşul serilerin durağan olup olmadıklarıdır. Değişkenlerin hepsi birinci dereceden bütünleşik ise eşbütünleşme ilişkisi de araştırılacaktır. Ayrıca eşbütünleşme durumunda vektör hata düzeltme modeli de kurulabilir.

4.3.1. Verilerin Durağanlığının Araştırılması

Zaman serisi analizinde temel amaç, önceki dönemlere ait gözlem değerleri yardımıyla geçmişi açıklayarak geleceğe yönelik tahminler yapmaktır. Geçmişte sergilenen davranışların gelecekte de aynı trend içerisinde devam edeceği varsayılmaktadır.

Zaman serilerinde durağanlık kavramı; ortalaması ile varyansı zaman içerisinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan süreç olarak tanımlanmaktadır. Özetle eğer bir zaman serisi durağansa ortalaması, varyansı ve ortak varyansı ne zaman ölçülürse ölçülsün hep sabit kalmaktadır (Gujarati, 2001, 713).

Zaman serileri analizinde, durağan olmayan serilerle çalışıldığında regresyon sonuçları gerçekçi olmamakla birlikte durağan olmayan serilerin kullanılması regresyona tabi tutulan değişkenler arasında sahte ilişkiye neden olmaktadır. Seriler arasında ilişki yoktur ancak taşıdıkları ortak trend sebebiyle birlikte hareket ettiklerinden dolayı ilişki varmış gibi görünmektedir. Bu durumda standart t istatistikleri ve R^2 değerleri olduğundan daha yüksek çıkmaktadır. Bu sebeple VAR analizinde kullanılacak değişkenlerin durağan olup olmadıkları literatürde çok sıkça başvurulmuş Genişletilmiş Dickey-Fuller testleri (Augmented Dickey-Fuller, ADF) ile sınanmaktadır. Bu test Dickey- Fuller birim kök testinde yer alan bağımlı değişkene ait gecikmelerin, açıklayıcı değişken olarak modele dâhil edilmesi ile yapılmaktadır. Test için aşağıdaki denklemler kullanılmaktadır:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (2)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 + \delta Y_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (3)$$

Eğer u_t hata terimi ardışık bağımlılık özelliğine sahipse modele bağımlı değişkenin gecikmeli fark terimleri eklenir. Bu durumda ADF birim kök testine dönüşür ve aşağıdaki denklem yazılabilir (Gujarati, 2001, 719-720):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m + u_t \dots \dots \dots (4)$$

ADF testi δ 'nın sifıra eşit olup olmadığını test etmektedir. Temel hipotez (H_0 hipotezi) $\delta = 0$ biçiminde kurulmaktadır, bunun anlamı da seri birim köke sahip demektir. Temel hipotezin reddedilmemesi durumunda seri durağan değildir. Alternatif hipotez (H_1 hipotezi) $\delta \neq 0$ şeklinde kurulmaktadır. Eğer alternatif hipotez kabul edilirse seri durağandır denir. Temel veya alternatif hipotez arasında karar verirken karar kriteri olarak (1) numaralı denklemdeki Y_{t-1} değişkeninin t istatistik değerı, ADF tablo değerlerinden uygun olan değer ile karşılaştırılır. Eğer t istatistiğinin mutlak değerı ADF mutlak eşik t değerinden büyükse söz konusu zaman serisinin durağan olduğunu ileri süren alternatif hipotezi reddedemeyiz. Bunun yanı sıra t istatistiği eşik değerın altında ise zaman serisi durağan değildir ve birim köke sahiptir (Gujarati, 2001, 720).

VAR analizinde kullanılacak değerşkenlerin durağan olup olmadıkları Genişletilmiş-Dickey Fuller testleriyle araştırılmış ve sonuçları aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir.

Değerşkenlerin Düzeyine İlişkin ADF Test Sonuçları

Değerşkenler	Sabitli	Sonuç	Sabitli ve Trendli	Sonuç
LY	-0.55	Durağan Değeril	-2.65	Durağan değeril
FA	-4.88	Durağan	-5.89	Durağan
DA	-1.97	Durağan Değeril	-3.06	Durağan değeril
FAİZ	-3.50	Durağan	-8.96	Durağan

Değerşkenlerin Birinci Farklarına İlişkin ADF Test Sonuçları

Değerşkenler	Sabitli	Sonuç	Sabitli ve Trendli	Sonuç
DLY	-2.61	Durağan	-2.69	Durağan
DDA	-8.89	Durağan	-8.86	Durağan

ADF test sonuçları Mac Kinnon %5 kritik değerleri kullanılarak yorumlanmıştır. Tablolardan da görüleceği gibi finansal açıklık (FA) ve faiz değişkenleri dışındaki diğer değişkenlerin düzeyde durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. LY ve DA serilerinin ise birinci farkları durağan değildir. Değişkenlerin hepsi birinci dereceden bütünlük olmadığı için eşbütünlük ilişkisi araştırılamayacaktır. VAR modeli kurmakla yetinilecektir.

4.3.2. VAR Modelinde Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

VAR modelini tahmin etmeden önce model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. VAR modelinin gecikme uzunluğunun belirlenmesi için kullanılan en yaygın istatistikler; Olabilirlik Oranı Testi (Likelihood Ratio ; LR), Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion: AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Information Criterion; SIC), Son Öngörü Hatası (Final Prediction Error: FPE) ve Hannan-Quin Bilgi Kriteri (HQ)' dır. Bu bilgi kriterlerini minimum yapan gecikme uzunluğu optimal olarak kabul edilir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi amacıyla yapılan test sonuçları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. VAR modeli için optimal gecikme uzunluğu LR ve AIC bilgi kriterlerine dayanarak 6 olarak belirlenmiştir.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-269.4919	NA	0.014295	7.103685	7.225441*	7.152386
1	-241.6667	52.03666	0.010523*	6.796538	7.405319	7.040045*
2	-229.8672	20.84066	0.011777	6.905642	8.001447	7.343954
3	-211.5906	30.38191	0.011199	6.846509	8.429339	7.479627
4	-196.2726	23.87225	0.011589	6.864223	8.934077	7.692146
5	-183.9992	17.85222	0.013117	6.961017	9.517896	7.983746
6	-161.1954	30.79984*	0.011451	6.784297*	9.828200	8.001832
7	-149.8399	14.15754	0.013697	6.904933	10.43586	8.317273

(*) Uygun gecikme uzunluğunu göstermektedir.

4.3.3. VAR Modeli

VAR modeli, zamanın herhangi bir noktasında ekonomi değişkenlerinin değerlerinin tahmin edilmesine yarayan ve kendi geçmiş değerlerinden gelecek değerleri tahmin edilebilen değişkenlerden oluşan bir modeldir. VAR modeli aşağıdaki denklem şeklinde yazılabilir:

$$Y_t = b_{10} - b_{12}Z_t + \gamma_{11}Y_{t-1} + \gamma_{12}Z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \dots \dots \dots$$

$$Z_t = b_{20} - b_{21}Y_t + \gamma_{21}Y_{t-1} + \gamma_{22}Z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \dots \dots \dots$$

$$t = 1, 2, \dots \dots \dots T$$

Bu denklem sisteminde Y_t ve Z_t iki zaman serisi olup, Y_t serisinin zaman içindeki hareketinin Z_t serisinin şimdiki ve geçmiş değerlerinden aynı şekilde Z_t serisinin zaman içindeki hareketinin de Y_t serisinin şimdiki ve geçmiş değerlerinden etkilendiği varsayılmaktadır.

VAR modellerinde amaç öngörü ve parametre tahmini olmadığı için varsayımdan sapmalarla ve t testi ile ilgilenilmez. VAR analizi genellikle kriz ekonomilerinde kullanılır. Çünkü burada ana amaç politik analiz yapmaktır. VAR analizinde sırasıyla izlenecek aşamalar; değişkenlerin dışsaldan içsele doğru sıralanması, durağanlık koşulunun sağlanması ve stokastik veya deterministik trendin ortadan kaldırılması, gecikme uzunluklarının belirlenmesi, sistemin çalıştırıldıktan sonra politik analiz veya öngörünün yapılmasıdır.

Kullanılan değişkenlerin ekonomik önemi, sistemden elde edilen katsayıların büyüklüğü ve beklenmeyen şokların makro değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla oluşturulan etki- tepki analizi ile varyans ayrıştırmaları yardımıyla yorumlanabilmektedir. Varyans ayrıştırmada amaç bir içsel değişkendeki değişimin VAR sistemi çalıştırıldıktan sonra diğer değişkenler tarafından ne kadar açıklanabildiğini tespit etmektir.

Kullanılan değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden, yüzde kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Eğer bir değişkende meydana gelen değişme kendi içerisindeki şoklardan kaynaklı ise bu değişken dışsal olarak hareket etmektedir. Etki- tepki analizi sistemdeki her bir değişkenin sistemdeki diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart sapma büyüklüğündeki şoka belirli bir dönem boyunca verdiği tepkinin ölçülmesidir. Makroekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile belirlenirken, etkili bulunan değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı etki- tepki fonksiyonları ile belirlenmektedir.

VAR modelinin tahmin edilmesi sonucunda elde edilen parametrelerin yorumlanması yerine elde edilen kalıntıların analizi yapılmaktadır. Modelde yer alan değişkenlere bir standart sapmalı şok verildiğinde modeldeki bir değişkenin kendisinin ve diğer değişkenlerin tepkisi Etki- Tepki fonksiyonları ile analiz edilebilmektedir (Enders, 2004, 175)

Modelde kullanılan değişkenlere ait uzun dönem, durağan bir dengeye ulaşılabilmesi için oluşturulan modelin de durağan bir yapıya sahip olması gerekmektedir. Tahmin edilen modelin birim kök değerleri incelendiğinde değerlerin birim çember içerisinde kaldığı tespit edilmiştir ve bu da modelin durağanlık koşulunu sağladığını göstermektedir. Katsayı matrisinin köklerinin birim çember içerisinde yer alması sistemin istikrarlı olduğu anlamına gelmektedir.

Modelde otokorelasyon sorunu bulunup bulunmadığı Lagrange Çarpanı (LM) testi ile sınanmış ve sonuçları aşağıdaki gibi olmuştur.

Lags	LM-Stat	Prob
1	22.67203	0.1228
2	24.56400	0.0779
3	13.69887	0.6211
4	22.80338	0.1191
5	15.82151	0.4655
6	16.49654	0.4189
7	11.79853	0.7577

Otokorelasyonun tespiti için yapılan LM Otokorelasyon testinde %5 anlamlılık düzeylerinde otokorelasyona rastlanmamıştır.

Değişen varyans sınaması ise WHITE testi ile yapılmaktadır. WHITE testine ilişkin sonuçlar aşağıdaki gibidir.

	Ki-Kare İst	Olasılık
White Değişen Varyans Testi	431.0992	0.9467

Tablodan da görüldüğü üzere farklı varyans için çapraz terimler kullanılmayan White farklı varyans testinde de varyansın zamana göre sabit olduğu boş hipotezi reddedilememiştir.

4.4. Granger Nedensellik Analizi

Engle- Granger çalışmalarında iki değişken arasında uzun dönemde eş bütünleşme ilişkisi olması halinde bu değişkenler arasında tek veya iki yönlü Granger nedensellik ilişkisi olması gerektiğini belirtmişlerdir. Zaman serilerinde nedensellik ilişkisini test etmek açısından en sık kullanılan araçlardan biri olmuştur. Analizde kurulan temel hipotezler aşağıdaki gibidir:

$$H_0 = X_{2t}X_{1t} \text{ } \square \text{'nin nedeni değildir.}$$

$$H_0 = X_{1t}X_{2t} \text{ } \square \text{'nin nedeni değildir.}$$

Analize göre ulaşılan sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Dependent variable: DLGDPSA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D_DA	3.647129	6	0.7243
FA	13.67143	6	0.0335
FAIZ	4.673611	6	0.5863

Dependent variable: D_DA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLGDPSA	6.844593	6	0.3355
FA	5.335045	6	0.5016
FAİZ	13.17520	6	0.0403

Dependent variable: FA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLGDPSA	34.34384	6	0.0000
D_DA	14.38230	6	0.0256
FAİZ	25.47695	6	0.0003

Dependent variable: FAİZ

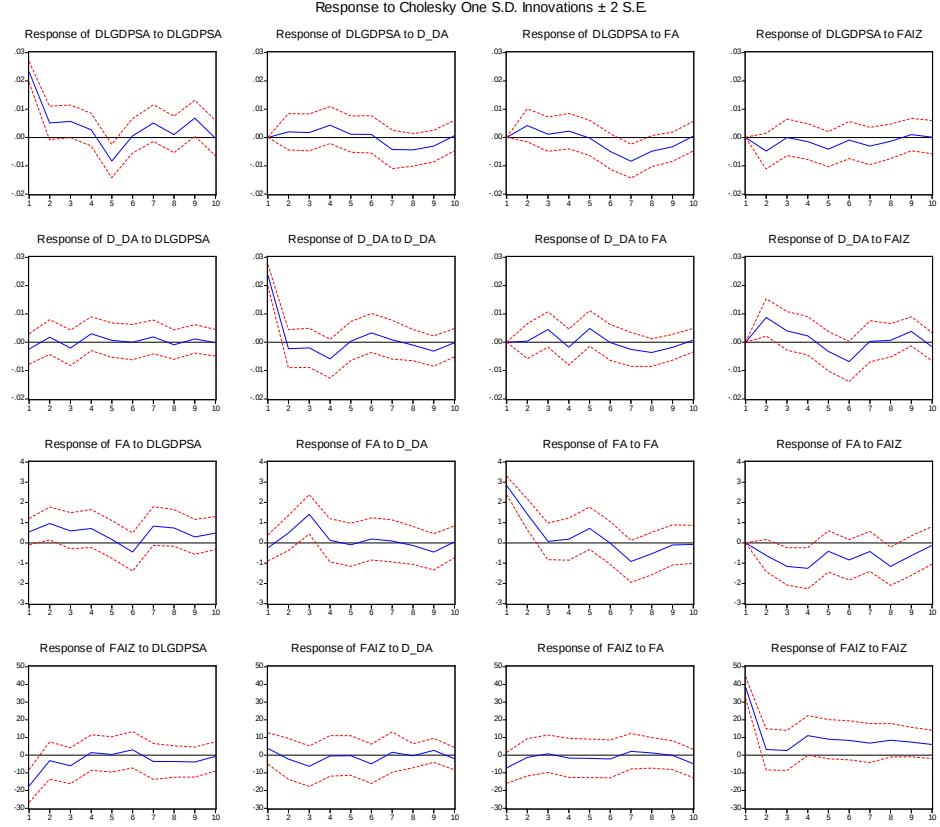
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLGDPSA	6.799823	6	0.3398
D_DA	2.184781	6	0.9019
FAİZ	0.732190	6	0.9938

- Finansal açıklık ile büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır.
- Faiz oranlarından dış açıklığa doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.
- Büyüme, dış açıklık ve faiz oranlarından finansal açıklığa doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

4.5. Etki – Tepki Fonksiyonları

Etki – tepki analizinde sistemdeki değişkenlerden bir tanesinde bir şok meydana geldiğinde, sistemdeki diğer değişkenlerin bu şoktan etkilenip etkilenmediği ya da bu şoktan nasıl etkilendikleri analiz edilmektedir. Etki-tepki analizi yapılırken, şok uygulanan değişkenin sadece diğer değişkenler üzerindeki etkisi değil, aynı zamanda kendisi üzerindeki etkisi de dikkate alınmıştır. VAR analizinde incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede, simetrik ilişkileri tespit etmede etki-tepki

fonksiyonlarının büyük payı bulunmaktadır. Makro ekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile belirlenirken, etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılıp kullanılmayacağı etki-tepki fonksiyonları ile belirlenmektedir.



Grafiklerden görüldüğü gibi etki-tepki analizi sonucunda reel GSMH, faiz oranları, dış açıklık ve finansal açıklık değişkenlerindeki şoklardan etkilenmiştir. Finansal açıklık değişkeninde meydana gelen şok diğer değişkenlere göre reel GSMH' yı pozitif yönlü bir tepki ile etkilemektedir ve zamanla uzun dönem dengesine ulaşmaktadır. Finansal açıklık değişkeninde meydana gelen bir şok ise büyümeyi özellikle 4. dönemde negatif bir tepkiye dönmüş ve sonrasında pozitive dönüşüp uzun dönem dengesini yakalamıştır. Dış açıklık değişkeni ise en çok faiz oranlarındaki şoklardan etkilenmektedir. Başlangıçta pozitif yönde ilerleyen tepki 3. dönemde negatife dönmüş ve bir daha negatif bir seyir izlememiştir. Faiz oranlarını ise en fazla etkileyen dış açıklık değişkenindeki şoklardır. Finansal açıklık ve büyüme arasında çift yönlü bir ilişkiden söz etmek mümkündür. Tüm değişkenler ilk etapta negatif veya pozitif yönde tepkime gösterse de uzun dönemde durağan bir dengeye ulaşabilmektedir.

4.6. Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması analizinde etki-tepki analizine bağlı olarak değişkenin şok sonucu varyansındaki değişimin % kaçının kendisinden % kaçının sistemdeki diğer değişkenlerden kaynaklandığı saptanmaktadır. Varyans ayırıştırması analiziyle sistemdeki değişkenlerin her birinin diğer değişkenlere ne derece bağlı olduğu anlaşılabilir. Eğer bir değişkenin varyansındaki değişim büyük ölçüde kendisi tarafından açıklanıyorsa bu değişkenin dışsal olma olasılığı yüksektir. Varyans ayırıştırmasındaki ana amaç sistemin dinamik yapısı hakkında bilgilendirmek ve her bir rassal şokun gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini ortaya çıkarmaktır. Teste ait sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

DLGD PSA: Perio d	S.E.	DLGDPSA	D_DA	FA	FAIZ
1	0.023176	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.024662	92.60432	0.637576	2.948823	3.809281
3	0.025389	92.34622	1.079022	2.980418	3.594344
4	0.026038	88.89225	3.806229	3.554965	3.746559
5	0.027678	87.75995	3.536931	3.150896	5.552219
6	0.028161	84.81739	3.556562	6.151189	5.474860
7	0.030281	76.14889	5.038967	13.04894	5.763201
8	0.031033	72.61014	6.817561	14.88585	5.686454
9	0.032097	72.34790	7.273671	14.97133	5.407104
10	0.032108	72.30901	7.307721	14.97956	5.403708

D_DA : Perio d	S.E.	DLGDPSA	D_DA	FA	FAIZ
1	0.023777	1.009302	98.99070	0.000000	0.000000
2	0.025492	1.368190	86.92069	0.018039	11.69308
3	0.026344	1.877494	81.95084	2.947869	13.22379
4	0.027301	2.948504	80.90353	3.156975	12.99099
5	0.027926	2.881097	77.34178	6.021231	13.75589
6	0.028931	2.684390	73.33008	5.611535	18.37399
7	0.029115	3.061344	72.49218	6.293832	18.15264
8	0.029381	3.099325	71.30428	7.723552	17.87284
9	0.029873	3.144964	70.09666	7.842791	18.91558
10	0.029927	3.137858	69.84317	7.869538	19.14943

FA: Perio d	S.E.	DLGDPSA	D_DA	FA	FAIZ
1	2.908175	3.634702	0.708159	95.65714	0.000000
2	3.467964	10.13126	2.516718	84.14625	3.205767
3	3.967367	9.993447	14.68929	64.33331	10.98396
4	4.227572	11.60692	13.02409	56.84662	18.52237
5	4.313944	11.29889	12.55700	57.40991	18.73420
6	4.422875	11.77754	12.14475	54.61698	21.46074
7	4.613265	14.05302	11.20491	54.18208	20.55999
8	4.844900	15.06313	10.22642	50.33198	24.37848
9	4.916442	14.99122	10.75736	48.92169	25.32973
10	4.942581	15.78882	10.65587	48.43226	25.12306

FAIZ: Perio d	S.E.	DLGDPSA	D_DA	FA	FAIZ
1	42.89122	16.62676	0.766453	2.802416	79.80437
2	43.19887	16.90185	1.015375	2.842148	79.24062
3	44.15233	18.04122	2.993036	2.750282	76.21546
4	45.58282	17.02414	2.817902	2.707918	77.45004
5	46.50290	16.36444	2.710139	2.756614	78.16881
6	47.64375	15.98692	3.663660	2.829469	77.51995
7	48.33639	16.07301	3.684371	2.954471	77.28815
8	49.21504	16.03735	3.559536	2.915721	77.48739
9	49.99580	16.14549	3.748641	2.825443	77.28042
10	50.62826	15.76335	3.809651	3.649781	76.77722

- Büyüme değişkeninin birinci dönemde varyansının %100'ü kendisi tarafından açıklanmaktadır. İkinci dönemde ise yaklaşık %2.95'i finansal açıklık değişkeni tarafından açıklanırken, %3.81'i faiz değişkeni tarafından açıklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde %14'ü finansal açıklık, %7'si dış açıklık ve %5'i faiz oranları tarafından açıklanmaktadır.
- Dış açıklık değişkeninin birinci dönemde varyansının yaklaşık %98'i kendisi tarafından açıklanırken, %1'i büyüme oranları tarafından açıklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde faiz oranları tarafından %19'u, finansal açıklık tarafından %7'si ve büyüme tarafından da %3'ü açıklanmaktadır.
- Finansal açıklığın birinci dönemde varyansının %95'i kendisi tarafından açıklanırken %3'ü büyüme tarafından açıklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde ise %15'i büyüme, %10'u dış açıklık, % 25'i faiz oranları tarafından açıklanabilmektedir.

- Faiz oranlarının birinci dönemde varyansının %79'u kendisi tarafından açıklanırken %16'sı büyüme tarafından açıklanmaktadır. İlerleyen dönemlerde büyümenin payı % 15'e, dış açıklığın payı %3'e ve finansal açıklığın payı da %3'lere yükselmektedir.

4.7. Ekonometrik Analiz Sonuçları

Bu çalışmanın ekonometrik analiz bölümünde Türkiye ekonomisinde 1992- 2012 dönem aralığında finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerine etkisi VAR yöntemi ile analiz edilmiştir. Çalışmada kullanılan veriler, Reel GSMH büyüme oranı (LY), finansal açıklık (FA), dış açıklık (DA) ve faiz oranlarıdır (FAİZ).

Ekonometrik analizin gerçekleştirilmesi için öncelikle tüm değişkenlerin durağan olup olmadığı araştırılmış ve durağan olmayan değişkenlerde fark alma yoluna gidilmiştir. Değişkenlerin durağanlığı ADF testi ile sınanmıştır. VAR analizine geçilmeden önce modeldeki gecikme uzunluğu birtakım kriterler dikkate alınarak belirlenmiştir.

VAR modelinde otokorelasyon sorunu bulunup bulunmadığına dair LM ve değişen varyans testleri yapılmış ve bunların sonucunda da modelde durağanlık sağlanmış, otokorelasyon ve değişen varyans sorununa rastlanmamıştır.

VAR modeline ilişkin analizlerden sonra değişkenler arası ilişkilerin yönlerini ve karşılıklı etkilerini ölçmek amacıyla Granger Nedensellik analizi, etki - tepki ve varyans ayrıştırması yapılmıştır. Granger Nedensellik analizi sonuçlarına göre büyüme, dış açıklık ve faiz oranlarından finansal açıklığa doğru tek yönlü bir nedensellik bulunmaktadır. Finansal açıklık ve büyüme değişkenleri arasında ise çift yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Etki – Tepki analizlerinde ise değişkenler arasında meydana gelen şoklara karşı verdikleri tepkiler incelenmiş ve finansal açıklık en çok büyüme değişkeninde gerçekleşen şoklara tepki göstermiş, dış açıklık değişkeni ise en çok faiz oranlarındaki şoklardan etkilenmiştir. Değişkenler arasındaki tepkilerin çoğu kısa süreli olup uzun dönem durağan dengeye ulaşabilmektedir.

Son olarak yapılan varyans ayrıştırması analizine göre Reel GSMH' nın logaritmik farkındaki değişimlerin hem kısa hem uzun dönemde esas olarak kendi şoklarınca,

ikinci olarak finansal açıklık, üçüncü olarak dış açıklık ve son olarak faiz oranları tarafından belirlendiği gözlemlenmiştir.

Etki – Tepki analizi ve Varyans ayrıştırma testlerinden elde edilen sonuçlar finansal serbestleşme yönlü politikaların Reel GSMH üzerindeki etkisinin hem düşük düzeyde ve kısa dönemli hem de ekonomiyi negatif yönde etkileyerek gerçekleştiğini göstermektedir. Dış açıklık değişkeninin büyüme oranı üzerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır. Bu sonuç da Türkiye gibi ara ve sermaye malları yönünden dışa bağımlı bir ülke için anlamlıdır.

Yapılan ekonometrik analiz literatürde Türkiye ekonomisi için yapılan benzer çalışmalarla uyum göstermektedir. Dinar (2002); finansal serbestleşme ile ekonomik büyüme arasında doğrudan bir ilişkinin olmadığını belirtmiş, Utkulu ve Kahyaoğlu (2005); finansal açıklığın ekonominin büyüme hızını yavaşlatacağı ve finansal açıklığın ekonominin ticari açıklıkla elde ettiklerini kaybetmesine yol açtığı sonucuna ulaşmıştır. Yapraklı (2007) ise; Türkiye’de finansal dışa açıklığın, ticari dışa açıklığın büyüme üzerindeki pozitif etkilerini yok ettiği sonucuna ulaşmıştır.

Sonuç olarak Türkiye ekonomisinin 1992 – 2012 dönemleri arasında finansal serbestleşme düzeyi ile Reel GSMH büyüme hızı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığından söz edilebilir. Finansal serbestleşme düzeyinde meydana gelen artışlar Reel GSMH büyüme hızını negatif yönde etkilemektedir. Bu sebeple McKinnon – Shaw hipotezinin savunduğu finansal serbestleşme düzeyinde meydana gelen artışların reel faiz oranlarını pozitifte çevirip toplam tasarrufları verimli yatırımlara yönlendirerek ekonomik büyümeye ivme kazandırma tezi Türkiye için geçerli olamamaktadır.

5. SONUÇ

Dünya ekonomisi küreselleşmenin kaçınılmaz etkileriyle birlikte global anlamda piyasaların birbirleriyle bütünleştiği ve sınırların öneminin kalmadığı bir yapıya dönüşmüştür. Küreselleşmenin birebir etki edebildiği alanlardan birisi de bu noktada finansal serbestleşme olmuştur. Zamanla dünya ekonomisinde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte uluslararası mali piyasalar birbirine entegre olmuş ve piyasa işlem hacimlerinde ciddi artışlar yaşanmıştır.

Finansal serbestleşme sonrası özellikle gelişmekte olan ülkelerde portföy ve kısa vadeli sermaye akımlarında faiz-kur arbitrajına dayalı artış finansal krizlerin ana nedenlerinden birisi haline gelmiştir. Bu bağlamda ulusal finans piyasalarının kontrolsüz bir biçimde serbestleşmesi makroekonomik istikrar ve büyüme konusunda birtakım endişeleri beraberinde getirmiş ve ülkeler nasıl daha çok serbestleşip ekonomik büyüme ve kalkınma anlamında lider konuma gelebileceklerini düşünmeye başlamışlardır. Bu noktada da devreye spekülatif ve kısa vadeli sermaye hareketleri devreye girmiş ve ekonomiler çoğu zaman istikrarlı ve kalıcı bir büyümeyi gerçekleştirememiş tam aksine pek çok finansal krizle savaşmak zorunda kalmışlardır.

Her ülkenin makroekonomik yapısı finansal serbestleşmeye aynı derecede uyum gösterebilecek kapasitede değildir. Finansal serbestleşmeyi teşvik edici program ve paketler hazırlayan uluslararası finansal kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerin kırılgan ve henüz oturmamış makroekonomik yapısı ile karşılaşınca 1990'larda krizden kurtarma paketlerini hazırlamaya başlamıştır.

Çalışmada finansal serbestleşmenin en çok hedeflenen unsurlardan biri olan ekonomik büyümeye imkan yaratmaması, artan kısa vadeli sermaye hareketleriyle birlikte uluslararası piyasalarda istikrarsızlığın giderek artması ve iktisat politikalarının etkinsiz hale gelip ekonominin krizlere eğilimli hale gelmesi üzerinde durulmuştur.

Türkiye’de 1980 sonrasında günümüze kadar olan zaman diliminde finansal ve ticari serbestleşmeye yönelik birçok reform gerçekleştirmiştir; fakat serbestleşmenin tam olarak işlerliğini kazanabilmesi için yeterli finansal derinlik ve finansal araç çeşitliliği sağlanamamıştır. Her ne kadar iç ve dış finansal reformlar ilk etapta başarılı olmuş gibi görünse de bir noktadan sonra spekülatif para hareketlerine dayanmış ve gerek ülke içinde gerekse ülke dışında bir şok ile karşılaşıldığında ülkenin para ve maliye politikaları etkinliğini kaybetmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı en büyük sorunlardan biri de ülkelerin bağımsız iktisat politikalarını uygulamada yaşamış olduğu güçlüklerdir. Sermaye akımlarının para ve döviz kuru politikalarını etkinsiz hale getirmesi, ülkeye sermaye çekebilmek adına faizlerin yüksek, bütçe açıkları ve cari işlemler açıklarının finanse edilebilmesi için kurların düşük tutulması para politikalarının tamamen sermaye akımlarına yönelik hareket etmesine yol açmıştır.

Bu çalışmada ana konu finansal serbestleşmenin teorideki gibi ekonomik büyüme üzerine olumlu etkilerinin Türkiye için geçerli olup olmadığını sınamaktır. Türkiye’nin 1990’lardan başlayan finansal serbestleşme tarihine bakıldığında beş büyük krizin serbestleşmeden daha çok literatürde yer bulduğu görülmektedir. Makroekonomik istikrar sağlanmadan finansal serbestleşme uygulamalarına geçilmesi hâlihazırda yüksek seyreden kamu harcamaları, yüksek enflasyon, mali disiplin, dış ticaret dengesi, iç ve dış borçlanma sorunları kontrol altına alınmadan serbestleşmeden olumlu sonuçlar beklemek imkânsız hale gelmektedir. Türkiye’nin yaşadığı bu beş büyük önemli krizdeki sorunların büyük bir bölümü 1990 öncesi iç finansal serbestleşme döneminde makroekonomik istikrarın oluşturulamamasından kaynaklanmaktadır. Türkiye finansal serbestleşme sürecine zamanlama hatası yaparak erken entegre olmuş ve IMF tarafından her kriz sonrası kurtarma paketleriyle kendi makroekonomik yapısını başkalarına emanet etmiştir.

Sonuç olarak finansal serbestleşme hipotezinin, finansal derinleşme sonucu, yatırım ve tasarruf davranışlarında ortaya çıkacak değişimin ekonomik büyümeye hız kazandıracağı savı Türkiye özelinde gerçekleşmemiştir. Finansal serbestleşme öncesi ve sonrasında büyüme oranları karşılaştırıldığında 1990’larda ve özellikle kriz yıllarında büyüme oranlarının önemli ölçüde düştüğü ve dalgalanma gösterdiği gözlemlenmiştir. Yüksek oranda gerçekleşen büyüme rakamlarının çoğu ise dış borçlanmaya ve spekülatif nitelikli sermaye hareketlerine dayalıdır. Aynı zamanda

serbestleşmenin bedeli artan cari işlemler açığı, yüksek dış borçlanmaya bağlı olarak ileri düzeyde dış kırılganlık olmuştur.

Türkiye'nin finansal serbestleşme sonrası oluşan ve hala popülaritesini koruyan kısa vadeli ve spekülative amaçlı sermayeye bağlı ekonomik yapısı, finansal serbestleşmeden beklenen sonuçlara ulaşamamış ve büyüme performansında gelişme sağlayamamıştır. 1992-2012 yılları arasında yapılan ekonometrik analiz sonuçları elde edilen teorik bilgi çerçevesinde finansal serbestleşmenin GSYH büyüme hızını negatif etkilediğini ve büyüme üzerindeki etkisinin kısa süreli ve düşük düzeyde olması nedeniyle uzun dönemli ve istikrarlı bir ekonomik büyüme sürecinin yakalanamadığını göstermektedir.

Finansal serbestleşmenin abartılmış olumlu etkileri üzerinde durarak özellikle gelişmekte olan ülkeleri cezbetmesi açısından onları dünya ile bütünleşme konusunda serbestleşmeye bağımlı hale getirip başka bir çözüm yolu bırakmayan gelişmiş ülkeler ve uluslararası finansal kuruluşlar sürecin bazı noktalarda eksik ve başarısız olduğunu, zamanlama konusunda acele edildiği konusundaki hatalarını kısmen kabullenmişlerdir. Sonuç olarak finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi artırma yolunda piyasaların etkinliğini arttırıcı ve iç tasarruf kısıdını genişletici pozitif etkisinden yararlanabilmek ve aynı zamanda krize yol açabilecek negatif etkilerinden de korunabilmek için her ülke öncelikle kendi özgün koşullarına, gelişmişlik düzeyine ve serbestleşmeye uygun ulusal politikaları geliştirmelidir. Bu süreç eksik tamamlandığı zaman gelişmekte olan ülkeler iktisat politikaları üzerinde kontrollerini kaybetmekte ve ekonomik gösterge ve büyüme kısmen dışa bağımlı hale gelip belirli dönemlerde şiddetini daha da arttıran krizlerle karşı karşıya kalınmaktadır.

KAYNAKÇA

- Adanur, Nejla. 2003. Finansal Krizlerin Anatomisi. **Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi**. c. 5. s.19: 155-168.
- Adda, Jacques. 2002. **Ekonominin Küreselleşmesi**. çev. Sevgi İncei. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Akdiş, Muhammet. 2000. **Global Finansal Sistem Finansal Krizler ve Türkiye**. İstanbul: Betaş Yayınevi.
- Akyüz, Yılmaz. 1993. Financial Liberalization: The Key Issues. Unctad Discussion Paper. No:56.
- Akyüz, Yılmaz, Boratav, Korkut. 2002. Türkiye’de Finansal Krizin Oluşumu. **İktisat İşletme Ve Finans Dergisi**. c.17. s.197: 14-46.
- Alp, Ali. 2000. **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- Alper, Emre, Öniş, Ziya. 2001. Financial Globalization The Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience In The Aftermath Of Capital Account Liberalization. Boğaziçi Üniversitesi Research Papers.
- Ardıç, Hülya. 2004. 1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yaratdığı Hareketlerin İncelenmesi. Ankara: TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Aslan, Nurdan. 1997. **Uluslararası Özel Sermaye Akımları**. 2. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Atamtürk, Burak. 2003. Finansal Liberalizasyonun Etkileri. **İktisat Dergisi**. s. 438: 42-47.
- Axford, Barrie. 1995. **The Global System**. New York: St. Martin’s Pres.
- Bağımsız Sosyal Bilimciler. 2009. **Türkiye’de ve Dünyada Ekonomik Bunalım 2008-2009**. İstanbul: Yordam Kitap.
- Balaban, Nazan. 2009. Global Economic Crisis and Turkey. **The Turkish Yearbook of International Relations**. s.40: 123-128.
- Balassa, Bela. 1990. Financial Liberalization in Developing Countries. **Studies in**

Comparative International Development. c.25. s. 4: 56-70.

Başkaya, Fikret. 1986. **Türkiye Ekonomisinde İki Bunalım Dönemi, Devletçilikten 24 Ocak Kararlarına.** Ankara : Birlik Yayıncılık.

BDDK. 2010. From Crisis To Financial Stability (Turkey Experience). Working Paper. No: 3.

Berksoy, Taner. 1995. Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz: 24 Ocak 1980'den 5 Nisan 1994'e. **1993-1994 Petrol İş Yıllığı.**

Binay, Şükrü, Kunter, Kürşat. 1998. Türkiye'de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü. Tartışma Tebliği No : 9803. Ankara : TCMB Yayınları.

Broner, Fernando, Ventura, Jaume. 2010. Globalization and Risk Sharing. Review of Economis Studies.

Boratav, Korkut. 2004. **Türkiye İktisat Tarihi (1908-2002).** Ankara: İmge Kitabevi.

Calderon, Cesar, Liu, Lin. 2003. The Direction of Causality Between Financial Development And Economic Growth. **Journal of Development Economics.** s. 72: 321-334.

Cihangir, Mehmet. 2005. Finansal Krizlerin Banka Birleşmelerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri Çerçevesinde Kronolojik ve Ampirik Bir Yaklaşım. **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi.** c. 19. s. 1: 99-116.

Cizre, Ümit, Yeldan, Erinç. 2005. The Turkish Encounter With Neo-Liberalism: Economics and Politics In The 2000 / 2001 Crises. **Review of International Political Economy.** c. 12. s. 3: 387-408.

Çakman, Kemal, Çakmak, Umut. 2001. Krizin Oluşumu Üzerine Yorumlar ve Prognoz. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi.** c.16. s. 185:48-69.

Demir, Fırat. 2004. A Failure Story: Politics, Society and Financial Liberalization in Turkey, The Paths of Retransformation In The Post Liberalization Era. **World Development.** c. 32. s. 5: 851-869.

Demirci, Necdet. 2005. **Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri İşığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye.** Ankara. Sermaye Piyasası Yayınları.

Dufour, Mathieu, Orhangazi, Özgür. 2009. The 2000-2001 Financial Crisis In Turkey : A Crisis For Whom?. **Review of Political Economy.** c. 21. s.1: 101-122

Eğilmez, Mahfi. 2011. **Küresel Finans Kriz.** İstanbul. Remzi Kitabevi

_____.1997. **IMF Dünya Bankası ve Türkiye.** İstanbul: Creative Yayınları.

- Enders, Walter. 2004. **Applied Econometric Time Series**. Canada. Wiley International Edition.
- Eren, Aslan, Süslü, Bora. 2001. Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. **Yeni Türkiye Dergisi**. c. 7. s. 41: 662-674.
- Ersel, Hasan, Sak, Güven. 1997. Sermaye Hareketlerinin Serbest Bırakıldığı Dönemden Bugüne Türkiye Ekonomisi 1989- 1996. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. c. 12. s. 133: 5-31.
- Esen, Oğuz. 2010. Financial Openness In Turkey. **Internaitonal Review of Applied Economics**. c. 14. s.1 : 5-23.
- Fratzscher, Marcel, Bussiere, Matthieu. 2004. Financial Openess and Economic Growth: Short Run Gain, Long- Run Pain. European Central Bank Working Paper Series. No: 348: 28-29.
- Fry, M.J. 1997. In Favour of Financial Liberalization. **Economic Journal**. S. 107: 754-771.
- Galindo, A. Micco, A. G, Ordonez. 2002. **Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence**. Inter American Development Bank.
- Güloğlu, Bülent, Altunoğlu, Ender. 2002. Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**. s. 27: 111-140.
- Gujarati, Damodar. 2001. **Temel Ekonometri**. çev. Ümit Şenesen, Gülay Şenesen. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Görmez, Yüksel, Yiğit, Serkan, 2009. The Economic and Financial Stability in Turkey: A Historical Perspective. TCMB Seemhn Papers. No: 12. National Bank Of Serbia.
- Hiçbirol, Özlen. 2011. The Effects of The Global Economic Crisis On Turkey’s Economy And The Recent Tilt In Her International Relations. **International Journal Of Business And Management Studies**. c. 3. s. 2: 227-236.
- Kar, Muhsin, Kara, Akif. 2001. Finansal Entegrasyon ve Sermaye Akışkanlığı: Türkiye Örneği. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. c.16. s. 180: 62-71.
- _____.2003. Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. **Dış Ticaret Dergisi**. c. 8. s. 29: 46-80.
- Kazgan, Gülten. 1994. **Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri**. İstanbul: Altın Kitaplar.
- _____.2001. Küreselleşmiş Dünya’da Küreselleşen Türkiye’nin Krizleri. **İktisat Dergisi**. Şubat-Mart. s. 410-411. s: 26-31.

- Keyder, Nur. 2001. Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. c. 16. s. 183: 37-53.
- Koska, Onur. 2005. **Financial Liberalization Era In Turkey Critique On Decree No. 32**. <http://128.118.178.162/eps/mac/papers/0506/0506016.pdf> [13.09.2014].
- Kozanoğlu, Hayri. 2009. **Küresel Krizin Anatomisi**. İstanbul: Agora Kitaplığı.
- Köse, Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, Wei, Shang-Jin. 2006. **Financial Globalization: A Reappraisal**. Washington. IMF Staff Papers. c. 56. s.1: 8-62.
- _____.2003. Effects Of Financial Globalization On Developing Countries: Empirical Evidence. IMF Occasional Paper. No:220.
- _____.2004. **Financial Globalization, Growth and Volatility In Developing Countries**. NBER Working Paper Series. No: 10942.
- Kunt- Demirgüç, Aslı, Detragiache, Enrica. 1998. **The Determinants Of Banking Crises In Developed Countries**. Washington. IMF Staff Papers. s. 45. No: 1.
- Mc Kinnon, Ronald. 1973. **Money and Capital in Economic Development**. Washington Brooking Inst.
- Macovei, Mihai. 2009. **Growth and Economic Crises in Turkey: Leaving Behind A Turbulent Past?** Economic and Financial Affairs European Economy. Economic Papers No: 386. October.
- Odekon, M. 2002. **Financial Liberalization and Investment in Turkey**. Briefing Notes in Economic Issues. No: 53.
- Oğuz, Esen. 1998. Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım. **İktisat İşletme Finans Dergisi**. c. 13. s. 145: 23-30.
- Ongun, Tuba. 1993. Finansal Globalleşme. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. c. 4. s. 9: 35-46.
- Özer, H. Gül. 2006. **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**. Ankara: SPK Yayınları.
- Öztürk, Salih. 2003. 1980 Sonrası Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasaların Gelişimi (Türkiye Örneği). **Maltepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Toplumsal ve Siyasi Analiz Dergisi**. s. 2: 15-28.
- Öztürk, Serdar, Çelik, Ahmet, Sözdemir, Ali, Ülger, Özlem. 2013. Impacts and Results Of The Global Financial Crisis On Turkey’s Central Administration Budgets In 2008- 2010. **Journal Of Business, Economic & Finance**. c. 2. s.2: 75-94.
- Öztürk, Y.K, Kuşçu, S. **Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz**. s. 10-20.

http://journals.manas.edu.kg/reforma/oldarchives/2011-1-49/2_1012-3922-1-PB.pdf [13.09.2014]

Parasız, İlker. 2001. **Enflasyon-Kriz Ayarlamalar**. Bursa: Ezgi Kitabevi.

Rawdanowicz, Lukasz. 2010. The 2008-2009 Crisis In Turkey Performance, Policy Responses And Challenges For Sustaining The Recovery. OECD Economics Department Working Papers. No: 819. OECD Publishing.

Rodrik, Dani. 2012. The Turkish Economy After The Global Crisis. **Ekonomi-tek**. c. 1. s.1: 41-61.

Rostom, Mohammed. 2006. **Financial Reform Literature Review on Theory The Experiences of Developing Countries: The Case of Egypt. The University of York. Department of Economics and Related Studies.**
[http://lnweb90.worldbank.org/exteu/SharePapers.nsf/\(\\$all\)/274442C3C7E50EBB852573A700322670/\\$File/AHMED+ROSTOM+SUBMITTED+YORK+DISSERTATI ON.PDF](http://lnweb90.worldbank.org/exteu/SharePapers.nsf/($all)/274442C3C7E50EBB852573A700322670/$File/AHMED+ROSTOM+SUBMITTED+YORK+DISSERTATI ON.PDF) [13.09.2014].

Sakallıoğlu, Cizre, Ümit, Yeldan, Erınç. 2000. Politics, Society and Financial Liberalization: Turkey In The 1990's. **Development And Change**. c. 31: 481-508.

Saraçoğlu, Rüşdü. 1997. Financial Liberalization In Turkey. **İktisat İşletme ve Finans**. c. 12. s. 132: 5-18.

Schmukler, Sergio. 2008. The Benefits and Risks Of Globalization: Challenges For Developing Countries. Capital Market Liberalization and Development. Oxford: **Oxford University Press**: 48-73.

Seyidoğlu, Halil. 2003. Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri. **Doğuş Üniversitesi Dergisi**. c. 4. s.2: 141-156.

Shaw, Edward, S. 1973. Financial Deepening in Economic Development. New York: **Oxford Univesity Press**.

Singh, Ajit. 2002. Capital Account Liberalization Free Long- Term Capital Flows, Financial Crises And Economic Development. ESRC Centre For Business Research. Univsersity of Cambridge Working Paper. No: 245.

Sönmez, Mustafa. 1992. **100 Soruda 1980'lerden 1990'lara Dışa Açılan Türkiye Kapitalizmi**. İstanbul: Gerçek Yayınevi.

Sönmez, Mustafa, Kozanoğlu, Hayri. 2012. **Neler Oluyor Hayatta 10 Başlıkta Türkiye ve Dünya Analizi**. İstanbul: Nota Bene Yayınları.

Şahin, Hüseyin. 2009. **Türkiye Ekonomisi**. Bursa : Ezgi Kitabevi.

Şengönül, Ahmet, Altıok, Metin, Gürbüz, Rana. 2007. Finansal Sürecinde

- Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri. **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**. c. 22. s. 252: 26-48.
- Terzi, Nuray. **Global Financial Crisis and The Effects Of Its On Turkis Economy. 6th Scientific Conference, May 13-14 2010**. İstanbul. Marmara University: 248-254.
- Tosun, Betül, Büyükkakın, Tahir. 1998. **Keynesyen Düşüncenin Gelişimi**. İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları Otuz Sekizinci Seri. s. 165-182.
- Tüsiad, 2002. **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri: Gelişmekte Olan Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**. İstanbul. Tüsiad Basın Bülteni.
- Uygur, Ercan. 1994. Türkiye’de Ekonomik Kriz, Oluşumu, Seyri. **İktisat İşletme Ve Finans Dergisi**. c. 9. s. 100: 42-54.
- _____.2001. **Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri**. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. Ankara.
- _____.2010. **The Global Crisis and Turkish Economy**. TWN Global Economy Series. Financial Crisis and Asian Developing Countries.
- Üçer, Murat. 1997. Fiscal Imbalances, Capital Inflows and The Real Exchange Rate: Evidence For Turkey. **European Economic Review**. c. 41: 819-825.
- Williamson, John, Mahar, Molly. 1998. **A Survey of Financial Liberalization**. Essays in International Finance. International Finance Section. Princeton.
- Yeldan, Erınç. 2009. Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/ 2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde?. **Çalışma ve Toplum Dergisi**. c. 20. s.1: 11-28.
- _____.2000. Kapitalizmin Son İki Küreselleşme Evresi Üzerine Gözlemler. **İktisat Dergisi**. s. 406 : 33-36.
- Yentürk, Nurhan. 2005. **Körlerin Yürüyüşü**. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- _____.1997. Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**. c. 8. s. 27: 131-156.

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad: Gülin Sönmez

Gülin Sönmez 01.06.1989'da İstanbul'da doğdu. İlkokulu Bizimkent İlköğretim Okulu'nda, liseyi Milli Eğitim Vakfı Özel Basıncıköy Lisesi'nde okudu. 2007'de Uludağ Üniversitesi İktisat bölümünde başladığı lisans öğrenimini 2011 yılında tamamladı. Yıldız Teknik Üniversitesi İktisat anabilim dalında tezli yüksek lisans öğrenimine 2011 yılında başladı. Halen Maersk Line firmasında finans konusunda çalışmalarını sürdürmektedir.