

FİNANSAL SERBESTLEŞME: İLK DENEYİMLER VE KRİZ

Y.K. Öztürk, Yrd.Doç.Dr. Ahi Evran Üniversitesi,
Meslek Yüksekokulu Öğretim Üyesi, Kırşehir,
S. Kuşçu, İktisat Bilim Uzmanı, Denizcilik Müsteşarlığı, Ankara

1. Finansal serbestleşme: özellikleri ve gelişimi

Serbestleşme, en basit şekilde, ülkeler açısından fiyat ve miktar kontrollerinin azaltılması veya tamamen ortadan kaldırılması olarak özetlenebilir. Dünya ekonomisi, 1970'lerin birinci yarısında, 1929 büyük bunalımdan sonraki en önemli çöküşlerinden birini yaşamıştır. Petrol şoku ile birlikte su yüzüne çıkan bu bunalım, ekonomik değişimi ve yeniden yapılanmayı zorunlu kılmıştır. Bu yeniden yapılanma, ikinci dünya savaşından sonra, bilhassa da 1960'larda başladığı düşünülmeyle birlikte aslında 1960 sonrası dönem, bir yandan çok uluslu faaliyetlerin ortaya çıktığı, bir yandan da uluslararası ticaretin hızla geliştiği bir dönemdir. Daha sonra 1971-1973 döneminde Bretton Woods yarı sabit döviz kuru rejiminin çöküşü ile birlikte, sermaye piyasaları hızla uluslararasılaşırken, uluslararası menkul kıymetler yatırımlarının ve banka kredilerinin yaygınlaşma süreci başlamıştır. Bu süreç, uluslararası ekonomik ilişkilerin karmaşıklaşmasına katkıda bulunmuş, bütünleşmiş ve bağımlı bir dünya ekonomisinin gerçek anlamda küreselleştiğinin habercisi olmuştur. (Hirst, 1996: 44)

Ekonomistler, 1970'li yılların başlarına dek, Keynesyen ve Neoklasik teoriler doğrultusunda, düşük faiz oranlarının yatırım harcamaları ve ekonomik büyüme üzerinde teşvik edici bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir.

1960'lı yılların ortalarından başlayarak, McKinnon ve Shaw, neoklasik finans teorisinin Az gelişmiş ülkelere uygulanacak versiyonunu geliştirmiş, "finansal baskı"nın yani, faiz tavanları, yüksek rezerv oranları, seçici (selective) kredi politikaları gibi finansal piyasaların işleyişini saptıran hükümet politikalarının kalkmasının ve finansal derinleşmenin ekonomik gelişmeye katkısı olacağını, tasarrufları artıracığını ve daha etkin kaynak dağılımı sağlayacağını ileri sürmüşlerdir.

Finansal serbestleşme kavramı, genellikle hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve sınırlamaları kaldırdığı, ya da önemli

ölçüde gevşettiği "deregülesyon" uygulamalarının bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. Bu görüşü savunanlar, dünyanın birçok ülkesinde 1970'lerin sonlarıyla 1990'ların başları arasında yer alan zaman diliminde, finansal yapılar üzerindeki resmi denetimlerin zayıflamasının, uluslararası sermaye akımları ve uluslararası finans piyasaları üzerinde yarattığı uyarıcı etkiye dikkat çekmişlerdir.

Deregülesyon hiç kuşkusuz böyle bir rol oynamıştır. Faiz oranları ve kredi tavanlarına ilişkin kısıtlamaların kaldırılması, bankaların hisse senedi işlemlerine serbesti getirilmesi, tahvil ihracına konmuş sınırlamaların iptali, çeşitli bankacılık işlemlerinden vergi ve harçların alınmasına son verilmesi ve özellikle kambiyo rejimlerinde yapılan değişikliklerle uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu bağlamda büyük önem taşımaktadır. (Ongun, 1993: 38)

Serbestleşme konusunda önemli bir konu da, farklı piyasaların değişime uyum süreçleri arasındaki farklılıktır; Birincisi; ticarete hızlı bir serbestleşme süreci, güvenilirlik ve uzun dönem etkinlik konuları göz önünde tutulduğunda kademeli bir değişime tercih edilecektir. İkincisi; kesinlikle bilinen bir nokta, finansal piyasaların değişime uyumu çok hızlı bir şekilde gerçekleşebilecekken, ihracatın ve ithal ikameci sektörlerin reel döviz kurlarındaki değişime tepkileri son derece ağır olacaktır. İthalattaki nicel sınırların kaldırılması, ithalat tarifeleri ile ihracat sübvansiyonlarının birleştirilmesi ve tarifelerin kademeli olarak veya süratle sistemden çıkarılması, ekonominin reel yanının dışa açılmasında atılan adımları oluşturmaktadır. Açılmayla birlikte emek ve fiziksel sermayenin üretken sektörler arasında dağılımı daha verimli hale gelecektir.

Önceliği finansal serbestliğe izin vermenin gerekçeleri ise şu şekilde sıralanabilir;

- Finansal serbestleşmede devlet diğer sektörlerle kıyasla çok daha az olumsuz reaksiyonla karşılaşmaktadır. Burada, dış rekabet

karşısında kalan ve kar marjını kaybetme endişesi taşıyan üreticiler söz konusu olmayacaktır.

- Ek dış fonların varlığı, yatırım finansmanı konusunu kolaylaştırmakta ve iç faizleri yüksek tutarken bazı iç sektörlerin ucuz dış fonlardan yararlanabilmeleri olanağını sağlamaktadır.

- Vergilere ve para basımına gerek kalmadan kamuya harcamalarını artırabilme olanakları hazırlamaktadır.

Ancak süreç içerisinde, gelişmekte olan ülkelerin fon fiyatlarının artışı karşısında, özel finans kurumları ve bankalara borçlanma yoluna gitmeleri, artan borç yükü ve borçlanma nedeniyle katlanmak zorunda oldukları yüksek maliyetler, bu ülkeler için kısa vadeli sermaye girişlerini cazip hale getirmiştir. Aynı dönemde, gelişmiş piyasa ekonomilerinde büyümenin yavaşlaması ile birlikte özel kanallardan dağıtılan fonların artması, bu fonların Türkiye benzeri gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelmesine neden olmuştur. Bu ülkeler bu kez de finansal serbestleşme doğrultusunda kısa vadeli fonları kullanmaya ve bu fonların girişini teşvik etmeye başladılar. Bu gelişmeler içinde değişmeyen tek şey, gelişmekte olan ülkelerin büyümelerini sürekli olarak dış kaynaklarla sürdürmeleri olmuştur. (Pirili, 1996: 65-68)

Tüm bunların yanı sıra bazı ekonomistler tarafından ileri sürülen görüş, finansal serbestleşme sürecinde karşılaşılan başarısızlıkların ticari ve finansal serbestleşmeden çok istikrar programlarından kaynaklanan hatalı uygulamaların bir sonucu olduğunu savunmaktadır. Bu bağlamda Finansal Serbestleşme konusunu teorik açıdan ele alacak olursak, özellikle McKinnon-Shaw yaklaşımını ele almamız gerekmektedir.

1.1. McKinnon- shaw : mali baskı analizi

IMF ve Dünya Bankası destekli olarak uygulanan finansal serbestleşme politikalarının teorik temelini literatürde “Mali Baskı Analizi” olarak anılan yaklaşım oluşturmuştur. Finansal baskı kuramı taraftarları, finansal serbestleşme sürecinin finansal derinleşmeyi de beraberinde getireceğini, bunun ise kaynakların üretken olmayan kesimlerden, üretken kesimlere kaydırılmasının bir göstergesi olarak değerlendirebileceğini öne sürmektedir. Bunun için de özellikle gelişmekte olan ülkelerde nominal faiz oranına getirilen tavan uygulaması kaldırılarak faiz oranları serbest bırakılacaktır. Bu tasarrufları artırarak, yatırıma dönüştürülecek

kaynakların artması ile ekonomik büyümeye hız kazandırıcı ve artan tasarrufların tüketim taleplerini kısıtıcı etkisi ile enflasyonist baskıları ortadan kaldıracığı yolunda olumlu görüşleri içermektedir. Ayrıca faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce üretken olmayan yatırımların artık karlı olmaktan çıkması nedeni ile tasarrufların daha üretken alanlara kaydırılması kaynak dağılımında etkinliğe yol açacaktır.

McKinnon ve Shaw az gelişmiş ülkelerde yoğun bir finansal kontrol olduğunu ve serbest piyasa koşullarının az gelişmiş ülkelerde mevcut olmadığını savunmuşlardır. Az gelişmiş ülkelerde 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 aşısında, 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 kaçıışı korkusu kalmaksızın finansal olarak dışa açılmayı mümkün kılacaktır. (Toprak, 1996: 122-128)

Kısaca, McKinnon ve Shaw’a göre faiz oranlarının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araçları arttırmakta, finansal derinleşme ve finansal sektörlerde etkinlik sağlanmaktadır. Bir yandan kaynak dağılımının etkinleşmesi ile de sektörel getiri oranları birbirine yaklaşmakta, diğer yandan tasarrufların yükselmesi ile fon maliyetleri düşmekte ve yatırımlar artmaktadır. Ayrıca faiz oranındaki serbestleşme tasarrufları artırarak sermayenin kaçışını engellemekte ve büyüme için kaynakları arttırmaktadır. (Yentürk, 1997: 131-139)

Bütün bu olumlu söylemlere rağmen sistem, çeşitli çevreler tarafından yoğun şekilde eleştirilmiştir. Öncelikle finansal derinleşmenin sağlanması tasarrufların rantiyecilerin eline geçmesine neden olan spekülasyon fırsatları da artırabilmekte, tasarrufların, açık veren sektörlerle fazla veren sektörler arasında, örneğin, devletle

rantiyeler arasında yer değiştirmesini sağlayarak tasarrufların spekulatif yatırımlara yönelmesine neden olabilmektedir.

Faiz oranındaki artışın finansal sektörlere etkinlik getirdiği de oldukça tartışmalı bir konudur. Gelişmekte olan ülkeler de faiz oranlarının artması ile beraber kaynak dağılımındaki etkinliğin bozulması söz konusudur. Çünkü bu ülkelerde geri dönmeyen borçların artması söz konusu olmaktadır. Artan faiz oranları ve gelecekteki faiz oranlarının belirsizliği, bankaların risklerini artırmakta ve aracılık maliyetlerini yükselterek yatırımlar üzerinde caydırıcı bir etki yaratabilmekte ve daha az riskli yatırımları da yüksek fon maliyeti nedeniyle de riskli hale getirmektedir. (Yentürk, 1997: 131-139)

Ayrıca Keynesyen iktisatçılara göre finansal serbestleşmenin ekonomik durgunluk ve istikrarsızlığa çözüm olarak uygulanması genellikle ekonominin reel kesimine ciddi zararlar vermekte, finansal kesimde tam bir çöküntüye yol açabilmektedir. Bunun için finansal serbestleşmeye gitmeden önce belli bir sanayileşme gerçekleştirilmeli ve uygulama ekonomik istikrar ortamında yapılmalıdır, yoksa serbestleşme çözümsüz durumlarda incelenecek bir yöntem değildir. (Toprak, 1996: 122-124)

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşme, her zaman tasarruflar ve yatırımları artırarak büyümeyi hızlandırıcı ve enflasyonu düşürücü etki yapmamaktadır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde finansal bir istikrarsızlık sorunu vardır. Bu yüzden finansal piyasalarda istikrarı sağlayabilmek için, devletin gerekli yasal ve kurumsal düzenlemeler yapması ve gerekli olduğu takdirde bu piyasalara yönlendirici olarak müdahale etmesinin zorunlu olduğu öne sürülmektedir.

Yeni Yapısalcı yaklaşıma göre ise, reel faiz oranlarındaki herhangi bir artış maliyetleri artırarak mark-up fiyatlama kuralı gereği fiyatlara yansıtacaktır. Yani finansal serbestleşme sonucunda faiz oranlarının yükselmesi enflasyonu hızlandırıcı bir etki yapacaktır. Ayrıca resmi mali piyasaların yanısıra gelişmekte olan ülkelerde resmi olmayan mali piyasalarda fon arz ve talebi süresince rol oynamaktadır. Bu ülkelerde ödünç verilebilir fonların bir kısmı resmi olmayan piyasalara doğru yönelmektedir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fon arz ve talebinde bulunurken hem resmi bankacılık sistemini hem de resmi olmayan piyasayı

kullanmaktadır. Finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılan faiz oranlarının yükselmesi ile resmi bankacılık kesiminde toplanan mevduat artarken, resmi olmayan mali kesimde toplanan fonlar azalacaktır. Yani resmi olmayan piyasadan bankacılık sistemine bir fon akımı meydana gelecektir. Böylece her iki sistemde toplanan yatırıma dönüştürülebilir kaynaklar azalacak, yatırımlar gerileyecek ve büyüme hızı düşecektir. (Eser, 1993: 83-90)

Tüm bu eleştirilere karşın McKinnon-Shaw yaklaşımı, finans piyasalarında mevcut zayıflıkları ve hükümetin engelleyiciliğinin büyümede nasıl sınırlayıcı olduğunu göstermede oldukça başarılı olmuştur.

1.2. İç finansal serbestlik ve dışa dönük finansal serbestleşme

Aslında bir noktaya kadar hükümet politikalarındaki tersine dönüşler dış faktörlerin sonucu olmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları, yatırımları üçüncü dünyadaki fırsatlara yeniden bakmaya teşvik etmiştir. Komünizmin çökmesi, her yerde devletçi politikalara olan güvenin yok olmasına yardım etmesiyle kalmayıp, yatırımcıları, gelişmekte olan ülkelerdeki sermayelerini solcu hükümetlere geçmesinin muhtemel olmadığına da ikna etmiştir.

Bu yeni görüş yaygın şekilde “Washington Konsensüsü” olarak adlandırılmıştır. Söyleme bu terimi kazandıran Uluslararası Ekonomi Enstitüsünden *John Williamson*’dır. Williamson’a göre, serbest pazarlar ve sağlam para ekonomik gelişmenin anahtarıdır. Buna göre Williamson “ticareti liberalleştir, devlet teşebbüslerini özelleştir, bütçeyi dengele, döviz kurunu askıya al ve böylece ekonomik kalkınmanın temellerini at, bunları başarmış bir ülke bul ve orada yatırımlardan yüksek kazançlar elde etmeyi güvenle bekle” (Krugman, 1995: 28-29) diyerek serbestleşmenin önemini belirtmiştir. Bir çok insana göre, Washington Konsensüsü’nün yükselişi dünya ekonomi meselelerinde esaslı bir dönüm noktası olmuştur. Devletin ölü elinin üçüncü dünya ülkelerinden çekilmesiyle, yatırımlar bu ekonomilerde büyük kar imkanları yaratmıştır.

Bu görüşü temsil eden birçok iktisatçıya göre, finansal serbestleşmeyle birlikte faiz oranlarındaki serbestleşme, tasarrufları artıracak, sermaye kaçışını engelleyecek ve büyüme için gerekli kaynakları artıracaktır. Ancak faiz oranındaki artışın tasarrufları ne yönde etkilediğine ilişkin

yapılan ampirik çalışmalar oldukça değişik sonuçlar vermektedir. Buna göre faiz oranlarının yükselmesi kamu borcunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel kesim tasarruflarını yükseltirken, kamu tasarruflarını azaltacağı için ortalama tasarrufların artmasını beklemek yersiz olacaktır. Bunun dışında, yüksek faizler, şirketlerden (tasarruf eğilimi yüksek kesimlerden) rantiyelere (tasarruf eğilimi düşük kesimlere) bir gelir transferi yaratarak, ortalama tasarruflarda bir düşmeye neden olmaktadır.

Ayrıca McKinnon ve Shaw'a göre iç finansal serbestleşme ile birlikte faiz oranlarının artması ile tasarrufların üzerindeki baskının kalkması finansal araçları artırmakta, finansal derinleşme sağlamakta ve finansal sektöre etkinlik getirmektedir. Bir yandan kaynak dağılımının etkinleşmesi ile sektörel getiri oranları birbirine yaklaşırken, diğer yandan tasarrufların yükselmesi ile fon maliyetleri düşmekte ve yatırımlar artmaktadır. (Yentürk, 1997: 132-134)

Genellikle, yurtiçi piyasalardaki finansal serbestleşmeyi, bir sonraki aşamada dışa dönük finansal serbestleşme izlemektedir. Yurtiçi finansal serbestleşmeye göre dışa dönük finansal serbestleşmenin, finansal sistemin işleyişi, reel ekonomi ve iktisadi politika tercihleri üzerindeki etkileri oldukça farklıdır.

Neo-klasik teori, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacağını kabul etmektedir. Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi (dış finansal serbestlik) tasarrufların, sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına neden olacaktır. Yani, istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurt içi tasarrufları yeterli olamayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Bu süreç, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları, uluslararası faiz oranı düzeyine inene kadar devam edecektir. Global tasarruf oranları faiz oranına karşı ne kadar duyarlı iseler, bu süreç o kadar hızlı işleyecektir. (Yentürk, 1997: 136)

Finansal açıklık veya dışsal finansal serbestleşme, yerleşikler için yabancı parayla varlık ve borç elde etmeyi, yerleşik olmayanlar için (yabancılar) yurtiçi finansal piyasalarda işlem yapmayı daha kolay hale getiren bir politika olarak görülebilir. Bu bağlamda, 1970'lerin ikinci yarısından beri birçok gelişmekte olan ülke sermaye hesaplarını bu şekilde serbestleştirmiştir. Ülkeler arasında farklılıklar olmasına rağmen,

gelişmekte olan birçok ülke, bazı gelişmiş ülkelerden, yabancı fon sağlayabilmek için daha serbest kurallara yönelmiştir. (Esen, 2000: 5)

Finansal serbestleşme sonucu yukarıda belirtilen işlemlerde genellikle ilk adım özel sektörün dışardan borçlanmasına izin verilmesiyle başlamıştır. Yurtiçi finans piyasalarının önemli ölçüde kamu kesimi tarafından kontrol altındaki tutulduğu dönemlerde bile birçok ülkede yerleşiklerin dışarıdan borçlanmasına izin verilmiştir. Bu dönemde, bankalar uluslararası sermaye piyasaları ile yerleşik borçlular arasında aracılık işlevi görmüştür. Yurtdışı işçi dövizleri gibi önemli döviz geliri olan ülkeler döviz ihtiyacını yurtdışından borçlanma yerine bu dövizleri kullanarak karşılamış, yurtdışı döviz mevduatlarına cazip vade ve faiz oranları ile devlet garantisi sağlanmıştır.

Yabancı paranın ulusal para sisteminde öneminin artması, ekonominin para ikamesi ve dolarizasyonunu teşvik etmektedir. Birçok ülkede döviz tevdiat hesaplarının sürekli ve hızlı bir şekilde arttığı, hatta yerli para cinsinden mevduatları aştığı gözlenmektedir. Uluslararası bankacılık ve sermaye piyasalarının merkezi sayılan Londra'daki bankaların toplam yükümlülükleri içinde yerleşiklerin döviz cinsinden varlıkları ancak yüzde 20 oranındadır. Ayrıca, bazı GOÜ'lerde döviz ödemeleri veya döviz endeksli kamu kağıtları piyasaya sürülmekte, hatta kamu sektörünün ürettiği bazı malların fiyatları dolara bağlanabilmektedir. Dolayısıyla çok sayıdaki GOÜ'de finansal dışa açıklığın düzeyinin, sermaye hareketlerinin belirlediği çerçeveden çok daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

1970'lerde ticari banka kredileri olarak artan sermaye akımları, 1980'lerde ivme kazanmış ve 1990'larda portföy yatırımları olarak önemli bir artış yaşamıştır. 1980 borç krizi ile önemli ölçüde daralan dış finansman imkanları artarak, 1980'lerden bu yana en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Bu yeni dönemde, özellikle, özel sermaye akımlarındaki artış çok belirgin olmuş, özel sermaye akımlarının bileşimi de değişerek ticari banka kredilerinden, doğrudan yatırımlara ve portföy yatırımlarına kaymıştır. Portföy yatırımları (hisse senedi, tahvil, ticari kağıtlar ve mevduat sertifikası) GOÜ'lere yönelik uluslararası özel sermaye akımlarının önemli bir bileşeni haline gelmiştir. (Esen, 1998a: 59)

1980'lerden sonra gelişmekte olan ülkeler doğrudan yabancı yatırımlarda daha liberal bir

düzene geçmişlerdir. Bu da bu ülkelere doğrudan yabancı yatırımları artırmış, ancak bu yatırımlar eşitsiz bir şekilde dağılmıştır. Yatırımların önemli bir payını 10-15 ülke alırken, en büyük payı da Çin almıştır. Sermaye girişi, sermaye arzını artırarak faiz hadlerini azaltmakta, bu da yatırımları uyararak işgücü talebi ve ücretlerde artışa yol açmaktadır. Ancak, vasıflı işgücü talebinin artmasıyla da ücret farklılıkları genişlemektedir. (Esen, 1997a: 29)

1990'lı yıllarda ise, bu akım portföy yatırımları olarak kendisini göstermiştir. 1989'da 3.5 milyar dolar olan gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları, 1993'de 13.2 milyar dolara yükselmiştir. Portföy yatırımları, ev sahibi ülke borsasından alımlar ve yatırım mevduatları aracılığıyla ülke fonlarına yatırım yaparak ya da yabancılara doğrudan arz yoluyla gerçekleşmektedir. Söz konusu dönemde ise bu yatırımlar daha çok ikinci şekilde gerçekleşmiştir. (Esen, 1998a: 60)

Bu bağlamda öncelikle hızlanan sermaye akımlarının temelindeki etkenlere bakacak olursak, bunları beş maddede ele alabiliriz; a) reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler, b) teknolojik devrim, c) menkul kıymetleştirme, d) dışsal-konjonktürel nedenler, e) finansal serbestleşme. Görüleceği gibi, finansal serbestleşmeyle birlikte diğer etkenler de uluslararası sermaye akımlarını ateşler nitelikte etki göstermiştir.

Reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler; üretimin uluslararasılaşması, çok uluslu şirketlerin doğrudan yatırımlarının önem kazanması ve dünya ticaretinin hızlı bir genişleme sürecine girmesiyle ilintilidir. Teknolojik devrim; finans piyasalarında maliyetlerin düşmesini saylayarak, yatırımcıların yeni alanlara girmelerini kolaylaştırmıştır. Özellikle ortaya çıkan gelişmiş iletişim ağı NewYork-Londra-Tokyo üçgeninde mali işlemleri kesintisiz yapılar hale getirmiştir. Yine 1990'larda kredi işlemlerinin yerini menkul kıymet işlemlerinin alması finansal akımları hızlandıran bir etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal yenilikler ve dış piyasalardan kredi bulma olanağı birçok ülkede parasal otoriteleri miktar kısıtlamalarından uzaklaşmaya yöneltirken, kredi itibarına sahip ülkelerin bütçe ve cari işlemler açıklarını daha uzun süreler, dış kaynaklardan finanse etmelerini de mümkün kılmıştır. Bu olgu finansal akımların temelindeki dışsal etkeni oluşturmaktadır. Finansal serbestleşme ise, ulusal finans

piyasalarını birbirinden ayıran setlerin yıkılmasında önemli rol oynamıştır. Finansal serbestleşme genellikle, hükümetlerin bankacılık sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı, ya da önemli ölçüde gevşettiği deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak değerlendirilir. Bu görüşü savunanlar, dünyanın birçok ülkesinde 1970'lerin sonlarıyla, 1990'ların başları arasında yer alan zaman diliminde, finansal yapılar üzerindeki denetimlerin zayıflamasının, uluslararası sermaye akımları ve uluslararası finans piyasaları üzerinde yarattığı uyarıcı etkiye dikkat çekmektedir. (Ongun, 1993: 36-38)

Deneyimler göstermektedir ki, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte döviz kurları sermaye akımları tarafından yönlendirilmekte ve yerli para kısa dönemde değer kazanmaktadır. Bu gelişmenin, mali ve finans piyasaları ve dış ticaret performansı üzerinde önemli etkileri olmaktadır. GOÜ'lerde sermayenin kıt bir kaynak ve ülke risklerinin daha yüksek olması gibi faktörler, serbestleşme ile birlikte yurtiçi faiz oranlarını uluslararası faiz oranlarının üzerine çıkarmaktadır. Bu da uluslararası sermaye girişlerini başlatmaktadır.

2. Finansal serbestleşmenin yarattığı sorunlar

Finansal serbestleşmeden beklenen yararlar, rekabet, esneklik ve kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması olarak özetlenebilir. Uluslararası finans piyasalarının gelişmesinin finans kesiminde rekabeti artırdığı ve piyasalara esneklik kazandırdığı açıktır. Ancak kaynak dağılımında etkinliği sağlayıp sağlamadığı tartışmalıdır. Burada etkinlik kavramı, finansal sistemin mümkün olan en düşük maliyetle finansman sağlam yeteneği olarak tanımlanabilir. Bu ise, yalnız finansal araçların aracılık maliyetini minimize etmesine değil, aynı zamanda finansal sistemin bütününe borç verene ödenen faizi minimize etme yeteneğine de bağlıdır.

Ayrıca faiz hadlerinin ve çeşitli mali varlık fiyatlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğin artması, borç veren açısından bir risk faktörüdür. Bu risk, borç verenin elindeki varlıkların sermaye değerinin bilinmesini güçleştirmektedir. Diğer yandan her kredi işleminde geçerli olan ve borçlananın iradesi dışındaki etkenlere bağlı olarak ödeme taahhüdünü yerine getirmesini güçleştiren ödeme riski önemli bir problemdir. (Ongun, 1993: 43)

Gerçekten de yüksek faiz oranları ve geleceğin belirsizliği finansal serbestleşmenin önemli problemlerindedir. Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşmeyle birlikte faizlerin yükselmesi durumunda asimetrik enformasyon sorunu önemli sorunlara yol açar. Çünkü, teoriye göre, borçlunun borcunu ödeyip ödememesini belirleyecek objektif bir yöntem yoktur ve borçlular kredinin beklenen getirisi ve riski konusunda tam bilgiye sahipken, kreditorler böyle bir bilgiye sahip değildir. Bu durumda faizlerin yükselmesi ile genel olarak kredi başvurularının ortalama kalitesi düşer. Beklenen getirileri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin yüksek borçlanma maliyetinde gerçekleşme imkanları azalır. Yani ihtiyatlı projeler yüksek faizler nedeniyle devre dışı kalmaktadır. Asimetrik enformasyon nedeniyle kreditorler, düşük ve yüksek riskli projeleri ayıramayınca negatif borçlu havuzundan rasgele bir seçim yapmak zorunda kalacaklardır. Bu da yanlış seçim sorunu olarak adlandırılır. Asimetrik enformasyon sorunu, finansal piyasaların yeterince gelişmediği ve finansal kurumların yeterli deneyime sahip olmadığı gelişmekte olan ülkelerde daha fazladır. Ayrıca, finansal serbestleşme, kısa ve uzun vadeli kredi faiz spreadının artmasına yol açar. Bu durumda finansal sektör giderek spekülasyon faaliyetlerinin bir alanı haline gelir. Bunun sonucunda finansal aktif fiyatlarında aşırı dalgalanmalar gözlenir. Bu şartlar altında, finansal kurumların uzun vadeli kredilerden beklediği risk primi (yüksek faiz biçiminde) artar. Tahvil ihraç ederek doğrudan uzun vadeli finansmana yönelen işletmeler de muhtemelen bu risk primini ödemek zorunda kalacaklardır. (Esen, 1998b: 26-27; Grabel, 1995: 130-132)

Yurtiçi finansal serbestleşme enflasyon ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi güçlendirirken, dış finansal serbestleşme enflasyon ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır. Enflasyonun dış ve iç faktörlere bağlı olarak hızlanması nominal faiz oranlarını önemli ölçüde artırabilmekte ve kısa dönemde sermaye akımlarını teşvik edebilmektedir. Ancak baz paraya göre sermaye girişi oldukça fazla ise, yerli paranın değer kazanmasını kaçınılmaz olmaktadır. Sonuçta, sermaye girişi döviz rezervlerinde ve dış borçlarda artışa neden olabilmektedir. Yerli paranın değer kazanması ithalat talebini artırmakta, bu durum, dövizin değer kazanması sürecini bir ölçüde azaltmakla birlikte, artan

ithalata bağlı olarak dış ticaret dengesi bozulmaktadır.

Aslında sorunların üstesinden gelebilmek için çok sayıda kısıtlayıcı önlem uygulanmıştır. Bunlardan en bilineni, yabancıların hisse senetleri sahipliği üzerine konulan sınırlamalardır. Örneğin, Japonya, A.B.D ile 1984 yılında yaptığı anlaşmaya kadar yurtiçi menkul kıymet piyasalarını büyük ölçüde yabancılara açmamıştır. Sermaye hareketlerini kısıtlamakta kullanılan bir diğer araç da, katlı kur uygulamalarıdır. Katlı kur, cari işlemler ve sermaye işlemleri için ayrı kurların belirlenmesi, cari işlemler kurunun istikrarı sağlanmaya çalışılırken, sermaye işlemleri kurunun dalgalanmaya bırakılmasıdır. Bunların yanında, miktar kısıtlamaları ve bankacılık sistemlerinin düzenlenmesi de diğer önlemler arasındadır. (Esen, 1997b: 41)

3. Bazı finansal serbestleşme uygulamaları ve sonuçları

Birçok Latin Amerika ve Asya Pasifik Ülkeleri 1970 ve 1980'li yıllarda aşırı derecede hızlı oluşan ve her şeyi içeren, yeni ekonomik kuralları uygulamaya başlamıştır. Finansal serbestleşme programları ise gelişmekte olan ülkeler tarafından çok güçlü serbestleşme stratejilerinin bir bölümünü oluşturmuştur. Öncelikle söylemek gerekirse bu uygulamalar istenilen sonuçları başlangıçta gerçekleştirilememiştir. Bunun yerine, düşük düzeylerde üretim yatırımları, düşük performanslı banka borçlanmalarında artma, düşük düzeyde yatırım ve ekonomik kalkınma, hayali yatırımlarda hızlı bir yükselme, batan finans şirketlerini zorunlu olarak hükümetlerin kurtarmasını gerektiren finansal krizlerle sonuçlanmıştır. Birçok ülkede ortaya çıkan bu tecrübelerin inkar edilemez güçlü benzerliği finansal serbestleşmenin, üretim olmadan kar etme, spekülasyon faaliyetlere adil olmayan kredilendirme, beraberinde stabil olmayan makroekonomik etkileri getirme gibi eleştirilere maruz kalmasına neden olmuştur. (Grabel, 1995: 127-128)

3.1. Latin Amerika ve Doğu Asya uygulamaları

Başlangıçta Finansal serbestleşme uygulamalarının en eksterm üç tanesi Arjantin, Şili ve Uruguay tarafından 70'li yılların ortalarında gerçekleştirilmiştir. Alınan serbestleşme kararları faiz oranları ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin tamamen kaldırılmasını, bankaların

döviz üzerine mevduat hesabı açmalarına izin verilmesini, selektif kredi politikalarına son verilmesini, kamu mülkiyetindeki bankaların özelleştirilmesini, finansal sisteme girişte yurt içi ve yabancı bankalara getirilen sınırlamaların kaldırılmasını içermektedir. Bu reformlar uygulamaya konduğunda her üç ülkede de ağır bir enflasyon yaşanmaktaydı. Serbestleşme kararlarını izleyen dönemlerde Şili’de enflasyon %600 iken 1981’de %20’ye düşmüştür. Düşen enflasyon karşısında reel faiz oranları aşırı yüksek düzeylere ulaşmıştır. Arjantin ve Uruguay’da ise aksine enflasyon yüksek düzeyde kalmış ve reel faiz oranları düşmesine karşın yine de yüksek olarak kabul edilmiştir. Bu ülkelerin üçü de halkın artık iyice kanıksamış olduğu enflasyon konusunda bekleyişleri değiştirebilmek için döviz kurundaki değişiklikleri önceden açıklamak şeklinde bir program izlemişlerdir. Bu programlarla devalüasyon küçük oranlarda gerçekleştirilirken, halkın yurt içi fiyatların, uluslararası fiyatlarla uyumlandırılacağına inandırılması hedeflenmiştir. Benzer şekilde, ülkeye sermaye giriş ve çıkışları da faiz oranlarının uluslararası piyasalara uyumlandırılabilmesi amacıyla liberalize edilmiştir. Bu önlemlerin enflasyon oranını düşürmesi ve böylece reel faiz oranlarının aşağıya çekilmesini sağlaması beklenmiştir. Ancak enflasyon, hazırlanan döviz kuru programında göz önüne alınan orandan daha yüksek gerçekleşince, kur önemli şekilde değer kazanmış ve bu yüzden ihracat ve üretim daralmaları baş göstermiştir. Ancak yurt içi ve yurt dışı faiz oranları arasındaki büyük fark ve önceden ilan edilmiş kur ülkeye geniş miktarda sermaye girişine neden olmuştur. Bu da parasal genişlemeyi hızlandırırken talebin kontrolünü güçleştirmiştir. Etkin bir düzenleme ve denetimden yoksun kalan sistem spekülasyona ve batık kredilere açık hale gelmiştir. Bu şekilde bozulan dengeyi tekrar sağlamak amacıyla 1980’lerin başlarında üç ülke de paralarını önemli ölçüde devalüe etmek zorunda kalmışlardır. Ancak alınan önlemler reel faiz oranlarını düşürmeye yetmeyince birçok finansal kurum iflasa sürüklenmiştir. Bu durumda üç ülkedeki para otoriteleri de iflasa sürüklenen bankaları kurtarmak zorunda kalmıştır. Bu nedenle daha da genişleyen para arzı finansal serbestleşmeyi tehdit eder hale gelmiştir.

Yeni rejim için yaygın bir şekilde model kabul edilen bir diğer ülke Meksika’dır. Ticari engelleri büyük çapta kaldırmakla kalmayıp, ABD

ile serbest ticaret antlaşması imzalayan, ekonomik politika düşüncelerini rahatça ifade edebilen, Amerika’da eğitim görmüş teknokratlar tarafından yönlendirilen Meksika, borç kriziyle geçen zayıf yedi yıldan çıkmış, büyük miktarlarda kapital girişi çekmiş ve sonunda krize girmiştir. (Krugman, 1995:29) Meksika özellikle 1990’ların başında portföy yatırımları şeklinde, kısa süreli ve çabuk kaçabilen sermaye akımının büyük boyutlara ulaşmasının sıkıntısını çekmiştir. Meksika’da gelişmekte olan birçok ülke gibi, büyük miktarlardaki sermaye girişleri ile bütçe ve dış ödemeler açıklarını bu yolla kapatmış, dış borç ödemelerinde bir rahatlama yaşamıştır. Ancak büyük kısmı kısa sürede kolayca kaçabilen, spekülatif portföy (hisse senedi, tahvil, kısa vadeli mevduat) yatırımlarından oluşan yabancı sermayenin aniden ortaya çıkan kaçıışı, Meksika’yı 1994 yılında mali krize sürüklemiş ve 1995 yılının hemen başında yeni ve çok daha acımasız bir istikrar paketini uygulamaya koymaya zorlamıştır. (Eser, 1995: 15) Birçok kişi Meksika krizinin temelinde Meksika’ya has olguların yattığını öne sürmüşlerdir. Köylü ayaklanmaları, gizemli suikastlar ve garip entrikaların bu krizde başrol oynadığını iddia etseler de, ortada ki gerçek, katlanılan acı reçeteler olmuştur. (Krugman, 1995: 30)

Diğer önemli bir finansal serbestleşme uygulaması da Doğu Asya’da gerçekleşmiştir. Bu ülkelerin son otuz yılda sergiledikleri ekonomik performans hangi uluslararası göstergeyle bakılırsa bakılsın çok etkileyicidir.1950’li yılların tarım ağırlıklı az gelişmiş bölge ekonomileri, hızlı büyüme ve sanayileşme ile yeni sanayileşen ülkeler kategorisine erişmişlerdir. G. Kore, Hong Kong, Tayvan ve Singapur Asya mucizesini ilk gerçekleştiren ilkeler olurken, Endonezya, Malezya, Tayland ve Çin hızla diğerlerini yakalama sürecine girmişlerdir. Doğu Asya ülkelerinde son otuz yıl boyunca büyüme oranı ortalama %8, kişi başına gelir artışı da ortalama %5.5 olmuştur. (Esen, 1998a: 66) Dolar’ın değer kaybetmesiyle paralarını Dolar’a bağlayan bu ülkeler, bu sayede Yen’e karşı değer kaybeden Dolar’ı kendi paralarına dönüştürme ve hızlı büyüme süreçlerine kaynak sağlama politikası benimsemişlerdir. Yen’in görece değer kazanmasına paralel olarak Japonya orjinli büyük oranlardaki yabancı sermaye yatırımları bu ülkelere yönelmiş ve bölgenin hızlı gelişmesine katkıda bulunmuştur. Dolar ile borçlanırken, rezervlerinde Yen artışları kabul edilebilir bir borç

yönetimi olarak görülmüştür. Ancak uluslararası para piyasalarındaki gelişmiş ülkelerin döviz kurları arasındaki eğilim yaklaşık on yıl sonra tersine dönmüştür. Dolar Yen'e karşı 1995'in Nisan ayından 1997'nin ortasına kadar %60 değer kazanmıştır. Bu değişim Tayland para birimi Baht'ın ve diğer ülke paralarının en büyük ticaret ortakları ve aynı zamanda rekabet ettikleri ülke olan Japonya'nın Yen'ine karşı değer kazanmasına yol açmıştır. Tayland'ın bir yandan ticaret açığı genişlerken, uluslararası piyasalarda da rekabet avantajları kaybolmaya başlamıştır. Tayland'ın tedbir olarak Baht'ı serbest bırakması ile panik ortamı oluşmuş ve diğer bölge ülkelerinde de benzer kur politikasına geçilmesine yol açmıştır. (Yigidim, 1999: 94) Ayrıca finansal serbestleşmenin bir sonucu olarak yabancı bankalara olan borçlarda da büyük artışlar olmuş ve bütün bu gelişmeler bir kriz olarak kendisini göstermiştir.

3.2. Türkiye uygulaması

Türkiye'de finansal serbestleşme hareketleri Temmuz 1980'de başlamıştır. Bu dönemde borçlanma ve mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Ayrıca mevduat sertifikaları yeni finansal araç olarak düzenleyici taslağa eklenmiştir. Bu aşamada bankalar arasında kısa bir faiz rekabeti olmuştur. O dönemde bankacılık sektörünün oligopolistik doğası bankalara "centilmenlik anlaşması" yapma imkanı vermiş ve en büyük ticari bankaların liderliğinde, tüm bankalar anlaşmadaki oranlara uymayı kabul etmiştir. Sonrasında küçük bankalar rekabet sürecine, vadeli mevduata yüksek faiz vererek ve mevduat sertifikası çıkararak dahil olmuşlardır. Bu bankalar mevduat sertifikalarını bankerler vasıtasıyla pazarlamışlardır. Bu aşamada bankerlere çok fazla fon akmıştır. Bu süreç küçük bankaların ve birçok bankerin batmasıyla sonuçlanmıştır.

Dış finansal serbestleşmeye doğru ilk adım ise 1984'te atılmıştır. Bu dönemde yerleşikler ve yerleşik olmayanların ticari bankalarda döviz mevduatı açmasına izin verilmiştir. Dış ticaretle ilgili döviz işlemleri merkez bankasından ticari bankalara devredilmiş ve ticari bankalar dış piyasalardan kısa vadeli krediler kullanmaya teşvik edilmiştir. Ancak, 1985'in sonunda spekülasyon döviz işlemlerinde bir artış olmuştur. Bunun üzerine döviz işlemleri ve ticari banka mevduatlarına bazı kısıtlamalar getirilmiştir. Bu kısıtlamalar, döviz satış oranları üzerine vergi

konması ve döviz gelirlerinin belirli bir oranını merkez bankasına satmak zorunluluğu olarak kendisini göstermiştir. 1987'de faiz oranları bir kez daha deregüle edilmiş ve bu değişimin ardından bankalar faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu arada enflasyon hızla yükselmiş ve bankalar mevduat faiz oranlarının daha fazla yükselmesini engellemişlerdir. Yaklaşık on yıl boyunca bu politikanın, faiz oranlarının regülasyonu ve serbestleşmesi arasında seyretmesi sürmüş ancak finansal piyasalarda dengesizlik devam etmiştir. Bu dengesizliğin en açık göstergesi döviz işlemlerinde bankalar vasıtasıyla yoğun spekülasyondur. Bu, döviz faiz oranlarında keskin bir yükselişle sonuçlanmıştır.

Finansal alanda bu değişiklikler olurken bazı kurumsal gelişmelerde gerçekleştirilmiştir. Öncelikle yabancı bankaların Türkiye'de şube açmasına izin verilmiş ve 1994'ün sonuna kadar yabancı banka sayısı 21'e ulaşmıştır. 1986'da bankalar arası para piyasası oluşturulmuş ve 1987'de de Merkez Bankası açık piyasa işlemlerine başlamıştır.

Ancak, finansal serbestleşme alanında temel değişiklikler 1989'da çıkan Türk parasının kıymetini koruma hakkındaki karar ile gerçekleşmiştir. Bu değişikliklerle, yerleşiklerin bankalardan ve diğer finansal kurumlardan döviz almalarına izin verilmiş, yerleşik olmayanların Türk menkul kıymetlerini almaları ve satmaları serbest bırakılmıştır. Ayrıca bunların gelir ve kazançlarını, bankalar ve diğer finansal kurumlar vasıtasıyla yurt dışına transfer etmelerine izin verilmiştir. Yine, yerleşiklerin yurt dışından menkul kıymet almalarına ve bunları almak için yurt dışına döviz çıkarmalarına da izin verilmiştir. Son olarak Türk ticaret bankalarının yabancı ticari şirketlere döviz sağlamasına izin verilerek, sermaye hareketlerinin deregülasyonu tamamlanmış ve bunu da 1990'da IMF'ye Türk parasının tam konvertibilitesi için başvuru izlemiştir. (Esen, 2000: 9-10)

Bütün bu serbestleşme hareketleri sonunda portföy yatırımlarının ülkeye çekilebilmesi için bütün engeller kaldırılmıştır. Bu aşamadan sonra portföy yatırımlarının getiri oranları yüksek tutulmuş ve 1990 yılından sonra portföy yatırımları sermaye piyasalarına yönelmeye başlamıştır. Bu yatırımların başlamasıyla hem döviz ve faiz kuru hem de döviz ve menkul kıymet fiyatları birbirine bağlanarak iktisat politikası özerkliği önemli ölçüde kısıtlanmıştır.

Ancak 1994 yılında TL'ye karşı spekülasyon hareketleri sonucu, TL dört ay içinde %60 değer kaybetmiştir. Bu dönemde net portföy sermaye çıkışı yaklaşık dörtte bir oranında azalarak 1.1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl çeşitli kategorilerdeki kısa vadeli sermaye hareketlerinde 3.3 milyar dolarlık net sermaye çıkışı olmuş, bunun sonucunda ulusal para yanında, borsa endeksi değeri de %30 değer kaybetmiştir. Merkez Bankası döviz kurlarındaki istikrarı sağlayabilmek için, krizi takip eden üç ay içinde 3 milyar dolarlık rezerv kaybına uğramıştır. Faizler %200'e kadar yükseltılarak finansal güvenin restorasyonu sağlanmaya çalışılmıştır. Nihayet, bütçe ve cari işlemler açığını azaltacak önlemlerle daraltıcı iktisadi ve sosyal politikalar hayata geçirilmiştir. Ancak finansal açıklık ortamında portföy yatırımlarının yüksek likiditesi ve yatırımcıların değişken beklentileri finansal piyasalarda sürekli bir dalgalanma ve istikrarsızlık unsuru yaratmıştır. (Esen, 1998a: 65-66)

4. Sonuç

Görülmektedir ki, serbestleşme politikalarının uygulamadaki sonuçları, ülkeden ülkeye serbestleşmenin zamanlaması ve yoğunluğuna göre farklılık göstermektedir. Finansal küreselleşmenin yurtiçi tasarrufları artırma ve kaynak tahsislerini iyileştirme yoluyla hem makroekonomik istikrar hem de uzun dönemli büyüme üzerindeki olumlu etkileri konusunda kuramsal tartışmalar sürmektedir.

Eldeki bulgular, finansal serbestleşme ve finans sektörünün büyümesinin, hiçbir gözetim mekanizması geliştirilmeden piyasaların kendi işleyişine bırakıldığında kaynak tahsisini bozan büyümeyi yavaşlatan ve gelir dağılımını daha eşitsiz kılan sonuçlara yol açabildiğini ortaya koymaktadır. Gelir ve istihdam düzeyinin düştüğü durumda gerçekleştirilen finansal serbestleşme tasarruf eğilimi düşük toplum kesimlerine gelir aktarılmasına yol açarak tasarruf oranlarını düşürebilmektedir. Finansal serbestleşme sonrası faiz oranlarının yükselmesi, devletten rantıye ve spekülasyon kesimlere gelir aktarılmasına yol açarken, tasarrufların dağılımını da değişikliğe uğratmaktadır. Faiz oranlarının yükselmesiyle reel ve fiziksel aktiflerden kaçan tasarruflar, nispi getirisi daha yüksek yerli finansal aktiflere yönelmektedir.

Finansal küreselleşme, gelişmiş ve az gelişmiş ülkelerde uluslararası nitelikteki finansal işlemlerin tüm finansal işlemler içindeki payının

artmasından izlenebilmektedir. Az gelişmiş ülkelerde bu süreç daha çok sıcak paraya aşırı bağımlılık, spekülasyon hücumu ve mali krizler şeklinde kendini göstermiştir. Bu sürecin finansal araçların çeşitlenmesi, yeni finansal kurumların yaratılması ve yabancı sermaye girişinin kolaylaşması gibi olumlu etkilerinden söz edilebilir. Ancak, ülke bazında yapılan araştırmaların sonuçlarının da ortaya koyduğu gibi, uzun süre dış ticarete ve uluslararası finansmana kapalı olan, ticaret ve finans sistemini sıkı bir şekilde kontrol altında tutan ülkelerde hızlı bir biçimde gerçekleştirilen serbestleşme hayli kaygan ve istikrarsız bir makroekonomik ortama yol açmaktadır.

Kaynakça

Esen Oğuz, “*Financial Openness in Turkey*”, *International Review of Applied Economics*, Vol. 14, Jan. 2000.

Esen Oğuz, “*Finansal Küreselleşme Ortamında Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Portföy Yatırımları*”, *Ekonomik Yaklaşım*, C: 9, S: 30, 1998a.

Esen Oğuz, “*Küreselleşme, Gelir Dağılımı ve Gelişmekte Olan Ülkeler*”, *Ekonomik Yak.*, C: 8, S: 26, 1997a.

Esen Oğuz, “*Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri*”, *Ekonomik Yak.*, C:8, S:27, 1997b.

Esen Oğuz, “*Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım*”, *İşletme-Finans Der.*, Nisan 1998b.

Eser Kadir, “*Mali Baskı Altındaki gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının etkinliği*”, *Ekonomik Yak.*, S:10, Ankara 1993.

Eser Uğur, “*Kereselleşme Tehdit mi Yoksa Fırsat mı?*”, *Ekonomik Yak.*, C: 6, 1995.

Grabel Hene, “*Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation Programmes In the Third World*”, *International Review of Applied Economics*, Vol 9, 1995.

Hirst Paul, Thompson Grahame, *Küreselleşme Sorgulanıyor*, 1996, çev. Çağla Erdem.

Krugman Paul, “*Dutch Tulips and Emerging Markets*”, *Foreign Affairs*, July/August 1995.

Ongun Tuba, “*Finansal Globalleşme*”, *Ekonomik Yaklaşım*, C: 4, S: 9, 1993.

Pirili Mustafa, “*Finansal Serbestleşme Üzerine*”, *Ekonomik Bülten*, 15-21 Nisan 1996.

Toprak Metin, Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler, Ankara 1996.

Yentürk Nurhan, “*Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler üzerindeki Etkileri*”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, Cilt 8, sayı 27, 1997.

Yiğidim Arslan, “*Doğu Asya’da Döviz Kuru Krizi ve IMF’nin Yaklaşımı*”, Ekonomik Yak., Sayı 32, Cilt 10, 1999.

Декабрь 2010 г.

