

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları  
46. Seri / Yıl 2004  
Prof. Dr. Salih Turhan'a Armağan

# **FINANSAL LIBERALLEŞMENİN EKONOMİK PERFORMANSA ETKİSİ: TÜRKİYE ANALİZİ**

**Doç. Dr. Zekai ÖZDEMİR\***

**&**

**Dr. Erşan SEVER\*\***

\*İstanbul Üniversitesi

İktisat Fakültesi

İktisat Bölümü

**&**

\*\*Harran Üniversitesi

İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

## ÖZET

Çoğu gelişmekte olan ülke ekonomik kalkınmalarını sağlamak için ihtiyaç duydukları kaynakları elde etmek amacıyla finansal piyasalarda liberalizasyona gitmeyi tercih etmişlerdir. Fakat içinde bulunduğumuz süreçte sermaye hareketlerinin kompozisyonunda önemli değişim yaşandığı görülmektedir. Bu çalışmada Türkiye’de finansal liberalleşme uygulamaları ile ekonomik performans arasındaki ilişkinin analizi yapılmıştır. Finansal liberalizasyona bağlı olarak yurt dışı sermaye girişlerinin kamusal denge ve ekonomi yönetimine olan güven ortamıyla yakından ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenle kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak gerçekleşen büyüme de sağlıklı olmaktadır.

## ABSTRACT

Most of the developing countries have resorted to financial liberalisation in order to provide resources needed for realizing economic development. But, in the process in the middle of which we are important changes in the composition of capital movement have being observed. In this study the relationship between economic performance and the financial liberalisation applications in Turkey is analysed. It is found that foreign capital inflows connected with financial liberalisation are closely related with public balance confidence in management of the economy. Thus, an economic growth based on short term capital inflows is unhealthy

## I- GİRİŞ

Finansal piyasaların gelişme süreci İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra başlamıştır. İlk aşamada büyük oranda banka ödünçleriyle bu piyasalarda işlemler yürütülürken, 1982 yılında yaşanan borç krizlerinin ardından sermaye piyasalarındaki borçlanmalar daha çok menkul kıymetlere bağlı işlemler şeklinde olmuştur. Geçen yirmi yıllık süre içerisinde sermaye akımlarında önemli artışlar meydana gelmiştir. Sermaye hareketleri 1987-1989 yılları arasında yıllık 36 milyar dolar civarında iken özellikle doğu bloğunda meydana gelen çözülmenin ardından Doğu Avrupa ülkelerinin dışa açılması da uluslararası sermaye hareketliliğinin alanı genişlemiştir. 1996-1997 yılları arasında uluslararası sermaye akımlarının boyutu yaklaşık 230 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Finansal piyasaların küresel nitelik kazanmasında iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, ulusal finans piyasalarının dış rekabete açılması ve finansal piyasa araçlarının çeşitlenmiş olması en önemli faktörler olarak görülmektedir. Ekonomi politikalarına yön verenler arasında finansal piyasalardaki liberalleşmesinin faydaları konusunda fikir birliğinin oluşması, sermayenin serbest dolaşmasına izin verilmesi doğrultusunda uygulamaların benimsenmesini sağlamıştır. Ancak bu uygulamalara dahil olup ekonomik kalkınmalarını daha hızlı gerçekleştirmek isteyen gelişmekte olan ülkelerde bu sürece entegrasyonda sorunlar yaşanmış, ayrıca meydana gelen krizlerin çözümünde kullanmış oldukları politika araçlarının etkinlikleri de azalmıştır. 1997 yılında Asya ülkeleri, daha sonra da Rusya, Arjantin ve Türkiye ekonomilerinde yaşanan ekonomik krizler finansal liberalleşmenin ülke ekonomilerine katkı sağlayacağı hususundaki

görüşlerin sorgulanmasına neden olmuştur. Hatta Malezya gibi bazı ülkelerde ekonomik istikrarın korunması amacıyla uluslararası sermaye girişlerine kısıtlamalar bile getirilmiştir.

Bugün içinde bulunduğumuz süreçte finansal liberalizasyonların ülke ekonomilerine etkileri konusunda ekonomistler arasında görüş birliği yoktur. Bazı ekonomistlere göre finansal liberalleşmeler sonucunda ülkeye giriş yapan spekülatif karakter taşıyan kısa vadeli sermaye akımları bu ekonomilerin krize girmelerine neden olmaktadır. Karşı düşünceyi savunan iktisatçılara göre ise gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal krizlerin nedeni bu piyasalarda finansal ve kamusal düzenlemelerin zamanında yapılmadan ekonomide finansal piyasalarda liberalleşmenin yapılmasıdır.

Bu çalışmada ülkelerin finansal liberalizasyona gitmelerinin nedenleri üzerinde durularak, finansal liberalleşmenin ekonomik performansa yapmış olduğu etkiler hakkında yapılan araştırmalar ele alınacaktır. Çalışmanın son kısmında Türkiye'deki finansal liberalleşmenin ekonomik performansta meydana getirmiş olduğu etkinin analizi yapılacaktır.

## II - Sermaye Piyasalarında Liberalizasyonların Nedenleri

Sermaye piyasalarında liberalizasyona gidilmesinin nedenlerini; tasarruf ve yatırımlarda artış, kaynak kullanımının etkinleştirilmesi ve risklerin çeşitlenmesi ve uluslar arası kuruluşların etkisi şeklinde ifade edebiliriz.

➤ *Tasarruf ve Yatırımları Artırmak:* Ekonomik büyümeyi sağlayacak yatırımların gerçekleşmesi bu yatırımların finansmanına bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde en önemli sorunlardan birisi yatırımlar için gerekli olan tasarruf seviyelerine sahip olamamalarıdır.

Ekonomilerde faiz oranları sermaye maliyetinin bir unsuru olarak yatırım talebi ve yatırımlara ayrılacak fonların alternatif yatırım alanları arasındaki dağılımı konusundaki kararlarında etkili olmaktadır. Mali liberalleşmenin yapılmadığı süreçte gelişmekte olan ülkelere faiz oranları genelde beklenen enflasyon oranının altında tutulmuştur. Burada amaç ekonomik kalkınmanın sağlanması konusunda yatırımların finansmanın daha ucuz maliyetle elde edilmesidir. Ancak, söz konusu etki hem negatif faizler nedeniyle tasarruf yapma eğilimlerini azaltırken, tüketim talebiyle enflasyonist etki meydana getirmiştir. Ayrıca ucuz yollu elde edilen krediler sonucunda yatırımlarda verimlilik kıstasları göz ardı edilmiştir.<sup>1</sup>

1970'li yılların başlarına kadar tüm ekonomistler için tasarruf ve faiz oranları arasındaki ilişkinin ters yönde olduğu genel kabul gören bir düşünce olmuştur. Bu doğrultuda düşünce genelde düşük faiz oranlarının ekonomide büyümeyi teşvik edeceği, tasarrufların ise büyük ölçüde gelir düzeyine bağlı olarak değişeceği biçiminde oluşmuştur. Yatırımlarda meydana gelen artışlar ile birlikte meydana gelen gelir artışlarının tasarruf oranlarını artıracığı kabul edilmiştir. Mc Kinnon ve Shaw bu görüşün aksine gelişmekte olan piyasalarda dış kaynak ve borçlanma imkanlarının sınırlı olması, yatırım ve tasarruf arasında anlamlı bir ayrımın bulunmaması, ayrıca sermaye piyasalarının tam olarak çalışmadığı bir ekonomik yapıda tasarrufların

artırılması için reel faiz oranlarının yükseltilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Onlara göre bu ülkelerde ekonomik gelişmeyi sınırlayan asıl etken kârlı yatırım alanlarının kısıtlı olması değil, tasarruf ve yatırılabilir fonların yetersiz olmasıdır.<sup>2</sup> Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının piyasa koşullarında oluşması için finansal piyasalarda liberalizasyonların yapılması tavsiye edilmiştir.

Prensip olarak finansal serbestliğin genişlemesi ekonomik performans üzerinde iki noktadan etkide bulunmaktadır. Birincisi ve en çok bilineni yurt dışı tasarrufları uyararak toplam yatırımları artırmasıdır. Eğer finansal liberalleşme ile birlikte ulusal tasarruf seviyesinde azalma meydana gelmez ise toplam tasarruflar daha da yüksek olacaktır. Bu durumda meydana gelecek daha çok yatırım daha hızlı büyümeyi teşvik eder. Sonuç olarak daha yüksek seviyede yatırımın olup olmaması yurt dışı tasarrufların yurt içi tasarrufları dışlayıp dışlamamasına bağlıdır. İkincisi de verimlilik üzerine yapmış olduğu etkidir. Teorik olarak sermaye piyasalarındaki liberalleşme ekonomide mevcut çarpıklıkları azaltacak ve yatırımlardan elde edilen yüksek getiriler de ekonomilerde verimliliği artıracaktır.<sup>3</sup>

Öte yandan finansal liberalizasyon ekonomik büyümeyi portföy çeşitlemesinin faydası biçiminde de etkileyebilmektedir. Artan fırsatlar riskleri çeşitlendirmekte, projelerden elde edilen daha yüksek oranlı getiriler yatırımlara dönüştüğü zaman hızlı büyüme sürecine ulaşılabilmektedir.<sup>4</sup>

➤ *Kaynak Dağılımında Etkinliğin Sağlanması:* Teoride sermaye hareketliliğinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ekonomiler arasındaki gelişmişlik farkını azaltmada etkisi bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde kurumsal yatırımcıların düzeyi önemli seviyelere ulaşmış olmasına karşılık bu ülkelerde tasarruflardan elde edilen getiriler oldukça düşük oranlardadır.<sup>5</sup> Bunun tersine gelişmekte olan ülkelerde ise tasarrufların getirileri daha yüksek seviyededir. Bu nedenle tasarruflar sermayenin çok bulunduğu ülkelere daha kısıtlı olduğu ülkelere doğru hareket edecektir. Çünkü, sermayenin sınırlı düzeyde olduğu ekonomilerde yeni yatırım fırsatları bulunduğu için bunların getirileri de yüksek düzeyde olmaktadır. Bu şekilde sermayenin yeniden dağılımının olması alıcı ülkedeki yatırımları artıracak, bunun sonucunda sosyal faydanın da artması sağlanacaktır.<sup>6</sup>

➤ *Finansal Piyasaların Gelişmesi:* Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasası liberalizasyonları direkt yatırımlar aracılığıyla bu ülkelere Know-how ve teknoloji transferinin yapılmasına kolaylık sağlamaktadır. Portföy yatırımları ve dış bankalardan borçlanmalar ise ulusal finans piyasalarının derinlik kazanmasına da katkı sağlayabilmektedirler. Öte yandan bu sürecin ekonomi politikasına yön verenlerin uygulamış oldukları politikalar açısından daha dikkatli hareket etmelerini sağlamaktadır. Bu şekilde makro ekonomik politikalar daha fazla disipline olabilmektedir.<sup>7</sup>

➤ *Uluslararası Kuruluşların Etkisi:* IMF, Dünya Bankası ve DTÖ gibi kuruluşlar küresel ekonomiye eklenmesi amacıyla gelişmekte olan ekonomilerin finansal liberalizasyonu gitmelerini tavsiye etmektedirler.

### III - Finansal Liberalleşme, Gelişmekte Olan Ekonomiler ve Sorunlar

Finansal liberalleşmenin ekonomiler üzerindeki olumlu tarafları yanında özellikle gelişmekte olan ülke ekonomiler üzerinde 1990'lı yıllarda yaşanan olumsuzluklar nedeniyle bazı ekonomistler “tekerleğin önüne kum atma” biçiminde ifade bulan sermaye hareketlerine karşı bazı kısıtlamaların yapılması gerektiği görüşünü savunmuşlardır. Ekonomik sorunlar genel olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

➤ *Ekonomik Krizlere Neden Olması:* Finansal serbestleşme ile birlikte özellikle kamusal dengesizliklerini finanse etmek için dış piyasalardan borçlanma ihtiyacı hisseden gelişmekte olan ekonomilerin yüksek risk primine sahip olmaları bu ülkelerin borçlanma faizlerinin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmuştur. Atan faiz oranları, önemli bir bölümü sıcak para niteliğindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinde önemli artışlar meydana getirmiştir. Sermaye girişleri bir taraftan kurları değerli hale getirirken diğer taraftan da ihracatı daraltıp ithalatı cazip hale getirmiştir. Bu şekilde giderek artan açıklarını kapatmak ve gelen kısa vadeli sermayenin yurt içinde kalmasını sağlamak amacıyla daha çok yükseltilen faiz oranları borç yükünü artırmıştır. Neticede düşük kur-yüksek faiz kısılacına bağlı olarak spekülative sermaye hareketliğine bağımlı hale gelen ekonomide beklentilerin olumsuz yönde gelişmesinin ardından başlayan sermaye çıkışlarıyla ekonomik krizler meydana gelmiştir.

➤ *Ekonomik Büyümede İstikrarsızlık:* Liberalleşme uygulamalarıyla ekonomik büyüme sermaye akımlarına bağlı olarak düzensiz hale gelmektedir. Sermaye girişlerinin yoğun olduğu zamanlarda büyüme hızı yüksek düzeylerde olmuş, sermaye çıkışlarının başlamasıyla ekonomide küçülmeler meydana gelmiştir. Öte yandan büyümenin dikkat çeken tarafı ise üretim ve yatırım artışından ziyade ithalata bağımlı tüketime dayalı olarak gerçekleşmiş olmasıdır.<sup>8</sup>

➤ *Ekonomi Politikası Araçlarının Kullanımı:* Ulusal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme çalışmalarına paralel olarak liberalleşme uygulamaları makro ekonomik dengesizliklerin olduğu gelişmekte olan ülkelerde ekonomi politikası araçlarının etkinliğine ve kullanımına kısıtlama getirmiştir.

➤ *Para İkamesi:* Gelişmekte olan ekonomilerin karşı karşıya kaldıkları bir başka sıkıntı da para ikamesidir. Yabancı para tutulmasının engellenmediği piyasalarda enflasyon oranının yüksek düzeyde olduğu durumlarda ulusal paranın değer saklama özelliğinin zayıflamasından dolayı nispi olarak satın alma gücünü koruyan yabancı paralar ulusal paraların yerine ekonomik birimler tarafından kullanılmaktadır.

Fiili dolarizasyon; senyoraj gelirlerinin azalmasına, parasal otoritenin enflasyonist finansman ve döviz kontrollerinde etkinlikten uzaklaşmasına neden olur. Bu aynı zamanda vergiden kaçınma maliyetini de azaltır. Bu yüzden kamu otoritesinin özel sektördeki reel kaynakları yönetme yeteneği azalır. Kayıt dışı faaliyetlerdeki artışlar makro ekonomik aktivitelelerin değişiminin ölçümünde bozulmalar veya daha da zorlaşmalar meydana getirir.<sup>9</sup>

➤ *Borçlanmayı Artırması ve Rant Ekonomisine Neden Olması:* Finansal liberalleşme sonucunda finansman sorununun çözümü için faiz oranlarını yükselten kamu otoritesinin gelecek dönemde hem ihtiyaç duyduğu borçlanmayı gerçekleştirmek hemde

fonların çıkışını önlemek amacıyla daha yüksek faiz oranlarından borçlanmayı tercih etmesi borçlanmanın maliyetleri artmaktadır.

Yükselen faizlerden dolayı kredi maliyetlerinin artması sonucunda müteşebbisler yatırım kararlarında bulunurken çekingen davranmaya başlarlar. Yüksek faizler yatırımlarını öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapar. Çünkü, yatırım kararlarında üzerinde durulan en önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen karın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine risk unsuru taşımayan banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir.<sup>10</sup>

➤ *Asimetrik Bilgi Sorunu:* Ekonomik teori sermaye piyasalarının etkin ve serbest dolanımının mevcut olduğunu varsaymakta ve asimetrik bilgi gibi çarpıklıkların olduğu varsayımını göz önünde bulundurmamaktadır. Bunun yanında yabancı yatırımcılar için de ahlaki tehlike ve sürü psikolojisi halinin olmadığını kabul etmektedir. Ancak gerçekte birçok araştırmadan elde edilen sonuçlara göre yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda yapıcı veya yıkıcı yönde anahtar faktör olduğu ifade edilmektedir.<sup>11</sup>

#### **IV- Ampirik Çalışmalar ve Elde Edilen Bulgular**

Ekonomik araştırma sonuçlarından ortak bir düşüncenin oluşmadığı görülmektedir. Bazı araştırmalarda sermaye serbestleşmesinin büyümeye olumlu katkı yaptığı sonucuna ulaşırlarken bazılarının da ise olumsuz etki yaptığı görüşü hakim olmuştur. Sonuçların farklı çıkmasında incelenen ülkeler, dönemler ve açıklığın ölçüm yöntemlerinin etkisi bulunmaktadır.

Grilli ve Milesi Ferneti (1995) ekonomik büyüme ve sermaye liberalizasyonları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. 1966-89 arasında birbiriyle örtüşmeyen beşer yıllık periyotlarda 61 ülke incelenmiştir. Regresyon analizinin birinde 181, diğesinde ise 238 gözlem yer almıştır. Çalışmada sermaye liberalizasyonlarının büyümeyi desteklemediği sonucuna ulaşılmıştır.<sup>12</sup>

Kraay (1998) sermaye hesabı serbestleşmesinin büyüme, yatırım ve enflasyon üzerine etkisini 1985-1997 yılları arasını 117 ülke örneği kullanarak incelemiş ve liberalleşmenin büyüme üzerine yapmış olduğu etkinin oldukça zayıf olduğunu tespit etmiştir.<sup>13</sup>

Bu alanda çalışan ekonomistlerden birisi de Rodrik (1998) tir. 1975-1989 yılları arasında, 100 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden almış olduğu veriler doğrultusunda Sermaye hesabı değişimi ve uzun dönem ekonomik performans arasındaki ilişkinin araştırmasının analizi yapılmıştır. Araştırmada sermaye hesabı liberalizasyonu ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişki elde edilememiştir. Bunun yanında sermaye hesabı liberalizasyonu ile ülkedeki kuruluşların güçlenmesi arasında herhangi bir ilişkiye de rastlanmamıştır.<sup>14</sup>

Öte yandan, Bailliu panel dataları ile 40 gelişmekte olan ülkede 1975-95 yılları arasındaki elde edilen verilerden elde edilen sonuçlar doğrultusunda sermaye girişlerinin bir ülkede büyümeyi destekleyici konumda olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ancak bu durum bankacılık sektörünün gelişme düzeyi ile yakından ilişkilidir. Bankacılık sektöründe belirli bir gelişme sürecine ulaşmış ekonomiler için sermaye girişleri büyümeyi olumlu biçimde etkilerken, genel olarak zayıf bankacılık sektörünün bulunduğu ekonomilerde kamusal dengesizliklerin de eş anlı olarak bulunmasıyla sermaye girişleri üretime dönük yatırımlardan ziyade spekülasyon karakterli nitelik taşımaktadır. Bu bakımdan gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermayenin büyümeyi desteklemesinde ulusal finansal sektörün yapısının önemli etkiye sahip olduğu söylenebilir.<sup>15</sup>

Bekaert, Harvey ve Lundblad (2001) sermaye hesabı liberalizasyonunun büyüme üzerine yapmış olduğu etkiyi Quinn açıklık kriterlerine göre Augmenting standard büyüme modelinde zaman serisinin içeriğini maksimum düzeye çıkarmak için hareketli ortalama panel datalarını kullanarak yapmışlardır. Buradan beş yıllık süreçte büyüme üzerinde %1 oranında etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçları test etmek amacıyla farklı ülke grupları ve farklı zamanlar ele alınarak yapılan denemelerde de benzer neticeler elde edilmiştir.<sup>16</sup>

O'Donnell (2001) hem IMF'in kuralına hemde sayısal temele dayalı açıklık ölçümü esasına bağlı olarak bir araştırma yapmıştır. Fakat IMF bazlı hesaplamalarda bazı türler için yapılan kontroller ölçülemediğinden sayısal bazlı açıklık ölçümü esas olarak kamusal dengesizliklerin büyüme üzerine etkisini araştırmıştır. Çalışmada açıklığın büyümeyi pozitif etkilediği fakat bu etkinin her ülkede aynı büyüklükte olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Burada ülkenin dil ve etnik yapısının etkili olduğu görülmüştür. Bu tür çeşitliliği fazla olan ülkelerde uygulanan sermaye kontrolleriyle büyüme oranından elde edilen sonuçların istenmeyen şekilde netice verdiği gözlemlenmiştir.<sup>17</sup>

Son zamanlarda Edwards'ın yapmış olduğu incelemeden ulaştığı sonuçlara göre, yurt içi finansal piyasalarında belirli deneyime ve gelişmişlik düzeyine ulaşmış ülkelerde sermaye hesabı serbestlikleri ile ekonomik gelişme arasında pozitif, finansal gelişmişlik seviyesi zayıf durumdaki ülkelerde ise finansal serbestliğin negatif etki yaptığı görülmüştür.<sup>18</sup>

## **V- Finansal Liberalleşme ve Türkiye'nin Ekonomik Performansı**

Türkiye uluslararası alanda meydana gelen değişimlere uyum sağlamak ve ekonomik kalkınmasını daha etkin bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla 1980 yılından itibaren ekonomide rekabetçi yapının oluşturulmasına yönelik politika uygulamalarına hız vermiştir. Dışa açık ekonomi politikaları çerçevesinde önce reel kesimde daha sonra da finansal kesimde serbestleşme hareketleri ivme kazanmıştır. Bu bakımdan Türkiye'de mali piyasalardaki serbestleşme finansal araçların çeşitliliği ve mali kesimin derinlik kazanması açısından önemlidir.<sup>19</sup> Tablo:1'den görüleceği gibi 1988 yılında ihraç edilen menkul kıymetler GSMH'nin %7,8'i düzeyinde iken bu oranlar daha

sonraki yıllarda artış göstermiş ve 1994'te %24,8, 1998'de %30,4 ve 2003 yılında %35,5 seviyesinde olmuştur. Fakat burada ihraç edilen menkul kıymetlerin yaklaşık olarak %85-95 aralığında kamu kesimine ait olduğu görülmektedir. Bu açıdan Türkiye'de mali liberalleşmenin büyük oranda kamu açıklarını finanse etme aracı olduğunu söylemek yanlış bir değerlendirme olmayacaktır.

**Tablo 1: Kesimlere Göre İhraç Edilen Menkul Kıymetler**

	1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994		1995	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
<b>Kamu</b>	<b>69</b>	<b>885</b>	<b>77</b>	<b>885</b>	<b>55</b>	<b>846</b>	<b>74</b>	<b>87,1</b>	<b>159</b>	<b>903</b>	<b>168</b>	<b>816</b>	<b>227</b>	<b>915</b>	<b>198</b>	<b>904</b>
Tatvil	3	378	39	448	32	492	18	21,3	68	386	75	364	48	193	44	201
Haz.B.	4	497	33	379	21	323	54	63,5	87	494	9	437	167	673	154	703
Diğerl	-	-	05	574	02	31	02	23	04	23	03	14	12	48	0	0
<b>Özel</b>	<b>09</b>	<b>115</b>	<b>1</b>	<b>115</b>	<b>1</b>	<b>154</b>	<b>1</b>	<b>11,8</b>	<b>17</b>	<b>96</b>	<b>38</b>	<b>184</b>	<b>21</b>	<b>84</b>	<b>21</b>	<b>96</b>
Hisse.S.	03	38	04	46	05	77	07	83	05	28	05	24	1	4	05	23
Diğerl	06	77	06	7	05	77	03	35	12	68	33	16	1,1	44	1,6	73
<b>Toplam</b>	<b>78</b>	<b>100</b>	<b>87</b>	<b>100</b>	<b>65</b>	<b>100</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>176</b>	<b>100</b>	<b>206</b>	<b>100</b>	<b>248</b>	<b>100</b>	<b>219</b>	<b>100</b>

	1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
<b>Kamu</b>	<b>353</b>	<b>972</b>	<b>229</b>	<b>958</b>	<b>294</b>	<b>967</b>	<b>387</b>	<b>972</b>	<b>376</b>	<b>891</b>	<b>233</b>	<b>877</b>	<b>362</b>	<b>960</b>	<b>333</b>	<b>938</b>
Tatvil	83	229	8	335	25	82	273	686	324	766	03	10	33	89	134	378
Haz.B.	248	683	149	623	269	885	113	284	53	124	230	867	285	756	167	470
Diğerl	22	61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	115	32	90
<b>Özel</b>	<b>1</b>	<b>27</b>	<b>1</b>	<b>42</b>	<b>1</b>	<b>33</b>	<b>1,1</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>109</b>	<b>32</b>	<b>123</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>22</b>	<b>62</b>
Hisse.S.	06	16	07	29	08	27	09	23	24	57	10	36	06	16	05	14
Diğerl	<b>04</b>	<b>11</b>	<b>03</b>	<b>13</b>	<b>02</b>	<b>06</b>	<b>02</b>	<b>05</b>	<b>22</b>	<b>52</b>	<b>22</b>	<b>87</b>	<b>09</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>48</b>
<b>Toplam</b>	<b>363</b>	<b>100</b>	<b>239</b>	<b>100</b>	<b>304</b>	<b>100</b>	<b>398</b>	<b>100</b>	<b>422</b>	<b>100</b>	<b>265</b>	<b>100</b>	<b>377</b>	<b>100</b>	<b>355</b>	<b>100</b>

**Not:** A= İhraç edilen menkul kıymetlerin milli gelire oranının % değerlerini, B= ihraç edilen menkul kıymetlerin yüzdeler paylarını ifade etmektedir.

**Kaynak:** DPT: **Temel Ekonomik Göstergeler**, Mart 1992, Mart 1997, Ağustos 2000, Haziran 2004'sayılarından hazırlanmıştır.

Finansal gelişmenin diğer göstergelerinden M1/GSMH oranı Tablo:2'den görüleceği gibi 1990'lı yılların ilk yarısına kadar azalış eğilimi göstermiş daha sonraki yıllarda ise fazla bir değişim olmamıştır. Vadeli mevduatların da dahil olduğu M2'nin GSMH oranında önemli bir değişim görülmemektedir. Bankacılık kesiminin toplam varlıklarının GSMH oranı 2000 yılında yapılan bankacılık düzenlemelerinin ardından artış kaydetmiştir. 1994 yılında %33,7 bu oran 2001'de %70,1 ve 2003 yılında ise %52,1 seviyesinde olmuştur. Öte yandan yabancı paranın da dahil edildiği M2Y oranı 2001 yılı sonuna kadar sürekli artış göstermiştir. M2Y/GSMH oranı 1985 yılında %26,3 iken 2001 yılında bu oran %58 seviyesine ulaşmıştır. 2002 yılından itibaren ekonomide sağlanan güven



ortamı ve düşen enflasyona paralel olarak M2Y/GSMH oranında gerileme olmuş, 2002’de 48,9 ve 2003 yılında %41 seviyesine düşmüştür.

**Tablo 2: Mali Sisteme İlişkin Bazı Göstergeler**

Yıllar	M1/ GSMH %	M2/ GSMH %	M2Y/ GSMH %	Döviz Tév. Hes./ GSMH %	Topl. Mevduatlar. (TL+DTH)/ GSMH %	Para İkamesi %	Bank. Top. Varlıkları /GSMH %
1985	9,7	24,2	26,3	3,3	26,1	12,8	-
1986	10,3	23,8	28,5	5,3	26,5	18,3	-
1987	11,5	23,5	30,7	7,4	28,0	25,8	-
1988	8,8	21,1	28,4	7,3	25,9	28,3	-
1989	8,5	20,5	26,6	6,1	24,4	25,1	-
1990	7,9	18,0	23,5	5,5	21,2	25,9	-
1991	7,4	18,5	26,5	8,2	24,4	33,1	-
1992	7,1	17,3	26,6	9,6	24,6	38,4	-
1993	6,5	14,1	23,7	9,9	21,8	44,4	-
1994	5,9	16,2	30,7	15,4	29,4	50,9	33,7
1995	4,9	16,0	30,7	16,0	29,7	51,7	33,6
1996	6,0	19,5	35,9	17,5	35,1	42,0	39,3
1997	5,4	19,3	36,3	18,7	36,3	44,6	41,4
1998	4,8	21,3	37,8	17,8	37,6	43,5	41,8
1999	5,5	28,1	51,3	23,5	50,2	43,7	54,5
2000	5,4	24,8	44,6	20,2	43,5	43,5	51,3
2001	6,2	26,2	58,0	31,8	55,3	54,5	70,1
2002	5,8	22,6	48,9	27,3	48,5	54,4	56,7
2003	5,9	22,4	41,0	19,6	39,5	46,1	52,1

**Kaynak:** DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi) [http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03\\_02.09.2004](http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03_02.09.2004); TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 12.09.2004, ve Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>’den alınarak hazırlanmıştır.

Aynı şekilde ülkemizde artan enflasyona bağlı olarak döviz cinsi varlıklara talebin arttığı görülmektedir. Ekonomik istikrarsızlıkla birlikte TL değerinde meydana gelen aşımalar nedeniyle daha güvenilir yabancı para kullanımlarında artış meydana gelmiştir. 1985-90 aralığında yaklaşık %25-30 aralığında olan para ikamesi 1994 ekonomik krizinden sonra artış kaydetmiş ve 1995 yılında %51,8 oranına çıkmıştır. 2001 yılında meydana gelen krizde ise %54,5 seviyesine ulaşmıştır. Seçimler sonrasında nispi olarak ekonomide kazanılan istikrar ve siyasi iktidara oluşan güven ile birlikte 2002 yılından sonra tersine para ikamesi olayı meydana gelmiş ve para ikamesi 2003 yılında %46 seviyesine inmiştir.

Türkiye’de artan kamu açıklarına paralel olarak 1994 yılından itibaren kamunun net borç ödeyici konuma geçmesi ve derinliği fazla olmayan yurt içi mali piyasalar üzerindeki baskının artması, reel faizlerin yüksek düzeyde kalmasını sağlamıştır. Buna ilave olarak artan enflasyonist eğilimlerden dolayı risk priminin yükselmesi de reel faiz oranlarının yüksek seyretmesinde etkili olmuştur. 1992-1999 döneminde iç

borçlanmalarda reel faiz oranı %32 düzeylerine kadar çıkmıştır.<sup>20</sup> Türkiye’de faiz oranlarının hem yabancı sermayeyi ülkeye çekmek hem de yurt içi tasarrufların yerli enstrümanlara kaymasını sağlamak amacıyla yüksek tutulması sıcak para girişlerini teşvik etmiştir. Neticede ekonomide kısa süreli ekonomik iyileşme meydana gelirken ilerleyen dönemlerde yerli paranın reel olarak yabancı paralar karşısında değer kazanması, artan iç ve dış borçlanma ile birlikte ithalatın daha cazip hale gelmesi ödemeler bilançosundaki dengesizlikleri artırmıştır. Meydana gelen açıkların sürdürülemez hale gelmesiyle hızlı para çıkışlarının yaşanmasının ardından ekonomik krizler ortaya çıkmıştır. Ekonomide bazı temel göstergelerin yer aldığı tablo:3 kamu kesiminin borçlanma gereğine bağlı olarak yükselen faiz oranı sonucunda spekülatif karakter taşıyan varlık yatırımlarında 1993 yılında artış olduğunu göstermektedir.

**Tablo 3: Seçilmiş Bazı Ekonomik Göstergeler**

Yıllar	Kıbg/ Gsmh	Biy. Oran	Doğr. Yatırım (Net) Mily.\$	Portföy Yatırımı (Net)Mily.\$	Diğer Yatırımlar (Net)Mily.\$	Kısa Vad. Sem.Har. Mily.\$	Uzun Vad. Ser.Har. Mily.\$	Serm. Har. Mily.\$	Dış Faiz Oran
1985	4,6	4,3	99	0	1 391	-	-	1 065	56,2
1986	4,7	6,8	125	146	1 475	-	-	2 124	53,1
1987	7,8	9,8	106	282	1 060	-	-	1 891	47,1
1988	6,4	1,5	354	1 178	-2 922	-2 281	-209	-958	62,3
1989	5,3	1,6	663	1 386	-1 509	-584	-685	780	59,9
1990	7,4	9,8	700	547	2 742	3 000	-210	4 037	54,9
1991	10,2	0,3	783	623	-3 803	-3 020	-783	-2 397	80,5
1992	10,6	6,4	779	2 411	458	1 396	-938	3 648	87,7
1993	12,0	8,1	622	3 917	4 364	2 994	1370	8 903	87,6
1994	7,9	-6,1	559	1 158	-5 634	-5 190	-784	-4 257	1644
1995	5,2	8,0	772	237	3 903	3635	-79	4 565	1219
1996	8,7	7,1	612	570	4 301	2665	1636	5 483	1350
1997	7,7	8,3	554	1 634	4 753	-7	4788	6 969	1272
1998	9,4	3,9	573	-6 711	5 067	1 313	3985	-840	1225
1999	15,5	-6,1	138	3 429	1 782	1 024	344	4 829	1095
2000	11,8	6,3	112	1 022	11 801	4 200	4276	9 584	38,0
2001	16,4	-9,5	2 769	-4 515	-2 667	-11 321	-1131	-1 4643	99,7
2002	12,8	7,8	863	-593	7 256	-370	2646	1 161	63,8
2003	8,5	5,9	1 063	2 569	3 277	-	-	6 959	45,0

Kaynak: DPT, 1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, (Çevrimiçi)

<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03>, 02.09.2004; TCMB, Üç Aylık Bültenler,

Ekim-Aralık 1999, Ocak-Mart 2003 (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 12.09.2004, ve Hazine Müsteşarlığı,

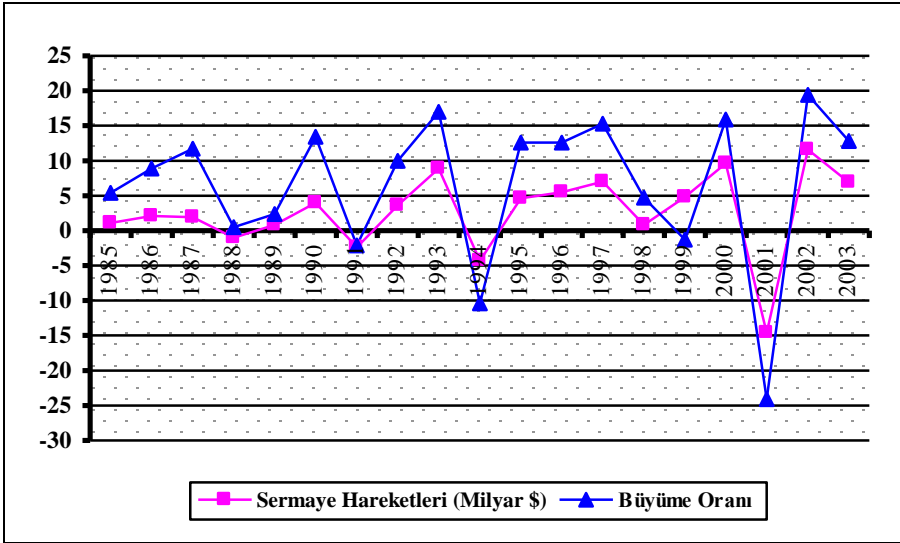
Ekonomik Göstergeler, (Çevrimiçi)

<http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>’den alınarak hazırlanmıştır.

Bunun yanında ekonomik kalkınmayı daha çok artırıcı etkisi bulunan doğrudan yatırımlar bürokratik engellemelerin ve istikrarlı ortamların bulunduğu güvenli ülkeleri daha fazla tercih etmektedirler. Türkiye’de 1980’li yılların sonuna kadar artış eğilimi gösteren doğrudan yatırımlarda 1990’lı yıllarda artış olmamış, hatta son yıllarda

doğrudan yatırımlarda yurt dışı ihraçlar yaşanmaya başlamıştır. 1988'de 354 milyon dolar olan net doğrudan yatırım seviyesi 1989 yılından yaklaşık iki katına çıkarak 663 milyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Ancak 1990'lı yıllar boyunca iniş çıkışlı trend göstermiş ve genel olarak net doğrudan yatırımlarda artış olmamıştır. Doğrudan yatırımlarda 2001 yılı içinde (2,269 milyar\$) gerçekleşen yükselişte söz konusu dönemde yapılan özelleştirmenin etkisi bulunmaktadır.

Yukarıda da ifade edildiği üzere Türkiye'de sıcak para girişleri ile ekonomik büyüme arasında grafik:1 üzerinde görüldüğü üzere yakın bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde büyüme oranı artmış, çıkış yaşandığı yıllarda ise küçülme meydana gelmiştir. Ancak 2003 yılına gelinceye kadar bu büyüme Türkiye'de iç dinamiklere dayalı üretim artışından kaynaklanan büyüme olmayıp, daha çok döviz kurlarının değerlenmesi sonucunda nispi olarak ucuzlayan ithalat artışlarından doğan talepten kaynaklanmıştır. 2003 yılında ve 2004 yılının ilk yarısındaki büyümede sıcak para etkisinin yanında yurt içi özel kesim yatırımlarındaki artışın da etkisi bulunmaktadır.



**Grafik: 1**

Sermaye Hareketleri ve Büyüme Oranı İlişkisi

Öte yandan faiz oranlarında bir artış meydana geldiğinde borçlanmanın maliyetleri de artmaktadır. Yükselen faizler nedeniyle kredi maliyetlerinin artması müteşebbislerin yatırım kararlarında çekingen davranmaya başlamalarına neden olmaktadır. Yüksek faizler yatırımlarını öz kaynakları ile gerçekleştirmeye çalışan girişimciler üzerinde de olumsuz bir etki yapmaktadır. Çünkü; yatırım kararlarında üzerinde durulan en önemli konulardan birisi de yatırımlardan beklenen kârın faiz oranlarından büyük veya hiç olmazsa ona eşit olmasıdır. Aksi takdirde elinde

yatırımlarda kullanılmak üzere kaynağı bulunan müteşebbis bunu riskli yatırımlarda kullanma yerine riskli olmayan banka mevduatı veya devlet tahvili şeklinde değerlendirme yolunu seçecektir. <sup>21</sup> Özellikle 1990 yılı sonrasında büyük sanayi işletmelerinde faaliyet dışı gelirler üretim gelirlerini besleyen ek bir kaynak olmaktan çıkmış ve bu şirketlerin kârlarının olmazsa olmaz koşulu haline gelmiştir. <sup>22</sup> Özellikle ekonomik kriz dönemlerinde üretim faaliyeti dışı gelirlerinin toplam kar ve zarar tablosu içindeki payı artış göstermektedir. Tablo:4 üzerinde daha açık biçimde sunulduğu üzere 1994 krizi sonrasında özel büyük sanayi kuruluşlarının faaliyet dışı gelirleri % 54,6 seviyelerine çıkmıştır. 1994 yılı hariç 1998 yılına gelinceye kadar diğer faaliyet gelirleri %50 düzeyinin altında kalmıştır. 1998 yılında %87,7 olan bu oran 1999, 2000 ve 2001 yıllarında sırası ile %219, %114, %547 olarak gerçekleşmiştir. Bu şekilde sanayi sektörü kârlılığını korumaya devam ettiği ifadesi yanlış olmayacaktır. 2001 yılından itibaren ekonomideki normalleşme eğilimi ile birlikte şirketlerin üretim faaliyeti dışı gelirleri azalmaya başlamış ve 2002 yılı için kar ve zarar toplamındaki payları %113,2, 2003 yılı için ise bu oran %71,8 seviyesine düşmüştür. Bu eğiliminin ekonomik ortamdaki olumlu seyir devam ettiği sürece devam edeceği gözlemlenmektedir.

**Tablo 4: Özel Büyük Sanayi Kuruluşlarının Faaliyet Dışı Gelirleri**

Yıllar	Diğer Gelirleri(1)	Net Bilanço Karı (2)	½
1985	104.501.915	433.462.000	24
1986	204 558 231	663 879 000	30,8
1987	285 321 034	1 593 763 022	17,9
1988	632 251 158	2 494 087 226	25,4
1989	1 299 143 459	4 189 177 743	31
1990	2 224 648 247	6 679 368 414	33,3
1991	3 721 503 901	7 282 287 783	51,1
1992	7 794 368 122	20 052 422 789	38,9
1993	17 548 778 004	43 093 652 150	40,7
1994	57 694 648 710	10 558 722 449	54,6
1995	96 191 958 000	206 857 875 064	46,5
1996	195 948 193 000	370 418 929 000	52,9
1997	407 054 079 000	771 761 381 000	52,7
1998	699 577 000 000	797 402 394 000	87,7
1999	1 577 329 277 000	720 405 946 000	219
2000	1 760 163 086 000	1 538 333 855 000	114,4
2001	4 645 687 973 000	718 029 004 000	547
2002	4 833 432 876 000	4 269 008 132 000	113,2
2003	5 016 304 190 000	6 985 609 668 000	71,8

**Kaynak:** İSO, İstanbul Sanayi Odası Dergisi (Özel Sayı), Sayı 461, Ağustos 2004, s.56.

Kredi faizlerinin yapılan teşvik ve indirimlere rağmen maliyetler içerisindeki payının büyük olduğu ve bunların fiyatlara yansıtılarak enflasyonu itici yönde etki yaptığını söylemek Türkiye’de yaşanan süreci en iyi şekilde ifade etmektedir. Ekonomilerde firmaların maliyetlerinin fiyatlara ne oranda yansıtıldıkları büyük oranda

cari talep ve piyasa yapısına bağlıdır. Türkiye'deki ekonomik yapı giderlerin fiyatlara kolaylıkla yansıtılabildiği niteliğe sahiptir. Çünkü, Türk imalat sanayiindeki firmalar tekeli veya oligopolistik görünüm arz ettiklerinden fiyat yapıcı özelliğe sahiptirler. Yapılan araştırmalarda imalat sanayiindeki fiyatların değişken fiyat artımı yoluyla belirlendiği ve buradaki firmaların maliyet ve talep yapısındaki değişimleri birkaç ay içerisinde fiyatlara yansıtılabildikleri ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda faiz oranlarındaki değişimler fiyatlara kolaylıkla yansıtılabilmektedir.<sup>23</sup> Ayrıca bu araştırmada faiz oranlarındaki artışın dinamik etkileri ele alınmış ve mevduat ve kredi faizlerindeki %10 oranında meydana gelen artışlar, imalat sanayi toptan eşya fiyatları üzerinde 6 ay sonra %2.16, 9 ay sonra 3.63 ve bir yıl sonra %4.07 oranında etki meydana getirdiği sonucuna ulaşılmıştır.<sup>24</sup>

Neticede reel faiz oranları ekonomilerde hem olumlu hem de olumsuz yönde etkide bulunmaktadır. Ekonomilerde düşük faiz oranları tasarrufların oluşmasını engellerken yüksek faizler de maliyet artırıcı etki yapmaktadır. Türkiye'de pozitif reel faiz uygulaması kendisinden beklenen işlevi yerine getirmekte yetersiz kalmıştır. Fiyat istikrarının oluşmamasından dolayı faiz mekanizmasının tam çalışmaması bu sonucun elde edilmesindeki önemli etkenlerden biridir. Bu aşamada reel faiz politikasından da vazgeçilmesi imkansız olduğundan faiz politikasına makro dengeler açısından bakılmalıdır. Sonuç olarak Türkiye'de bütçe açıklarının daraltılması, iç borçlanmaların düşürülmesi ve sermaye piyasasının da daha etkin olması gerekmektedir.<sup>25</sup>

## VI- Sonuç

Ulusal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla bütünleşme çalışmalarına paralel olarak liberalleşme uygulamaları makro ekonomik dengesizliklerin olduğu Türkiye'de son 20 yıllık süreçte kamusal dengesizlikle birlikte finansal piyasaların sığ olduğu ortamda iktisat politikası araçlarının etkinliğini azaltmış ve piyasalarda spekülasyon kazançları peşinde olan oyuncular daha etkin konuma gelmişlerdir. Özellikle kamusal dengesizlikleri finanse etmek için dış piyasalardan borçlanma ihtiyacına bağlantılı şekilde yüksek risk primine sahip olunması, borçlanma faizlerinin yüksek düzeyde seyretmesine neden olmuştur. Yükselen faiz oranları bir taraftan kurları değerli hale getirirken diğer taraftan da ihracatı daraltıp ithalatı cazip hale getirmiştir. Artan ithalat hem cari açıkları artırmış hemde ekonomide sağlıklı büyüme neden olmuştur. Bu şekilde giderek artan açıkları finanse etmek ve gelen kısa vadeli sermayenin yurt içinde kalmasını sağlamak amacıyla daha da yükseltilecek faiz oranları borç yükünü artırmıştır. Neticede düşük kur-yüksek faiz çıkmazına bağlı olarak spekülasyon sermaye hareketliliğine bağımlı hale gelen ekonomide beklentilerin olumsuz yönde gelişmesinin ardından başlayan sermaye çıkışları ekonomik krizleri (1994-2001) meydana getirmiştir.

2001 yılından itibaren uygulamaya konulan istikrar programı çerçevesinde piyasalardaki tedirginlik azalmıştır. Sıkı maliye politikalarının ardından gerilemeye başlayan kamu finansman ihtiyacı ile birlikte faiz ve fiyat artışlarında azalma meydana gelmiş hatta enflasyon oranı 2004 yılında tek haneli rakamlara ulaşmıştır. Ekonomik

performansın olumlu yönde seyretmesi hem mali hem de reel sektörde olumlu etki yapmıştır. Reel sektörde kuruluşlar üretim faaliyetlerini artırıcı eğilime girmişlerdir. Finans sektöründe de olumlu gelişmeler yaşanmıştır. Mali kesim varlıklarında artışla birlikte para ikamesinin tersine dönmesi, TL'nin güven kazandığını göstermesi bakımından anlamlıdır.

İçinde bulunduğumuz süreçte kamusal dengesizlikte azalma olmakla birlikte kamu borç yükünün istenmeyen seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'nin sıcak para girişlerine bağımlılığı hala devam etmektedir. Mali sektörde yaşanan iyileşmeye rağmen finansal derinlik istenilen boyutlarda değildir. Bu aşamada kısa vadeli sermaye girişlerine gereksinim duyan tarafın Türkiye olması nedeniyle ekonomideki kırılganlık sürecinin devam ettiği ortamda sıcak para girişlerine karşı bazı düzenlemelere gidilmesi ülkeyi yeni kaosa sürükleyeceği gibi, her ne şekilde olursa olsun her türlü kısıtlamaların arkasından rüşvet ve torpil uygulamalarının artacağıın da unutulmaması gerekmektedir.

Türkiye'de finansal serbestleşmenin ekonomiye olumlu katkı yapması kamusal dengesizliğe bağlı olarak ortaya çıkan enflasyonist eğilimin ve borçlanma yükünün azaltılmasıyla sağlanabilir. 2001 yılından itibaren uygulamaya konulan istikrar programı çerçevesinde ekonomide kazanılan güven ortamıyla birlikte enflasyon oranının tek haneli rakamlara inmesi ve kamunun borçlanma ihtiyacındaki azalma sonucunda faiz oranlarının azalması, ekonomik performansı olumlu yönde etkilemektedir.

## VII - Notlar

- <sup>1</sup> Adnan Büyükdeniz, **Türkiye’de Faiz Oranları**, İstanbul, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991, s.27.
- <sup>2</sup> **A.e.**, s.22.
- <sup>3</sup> Sebastian Edwards, “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?”, **NBER Working Paper No. 8076**, January 2001, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8076.pdf>, 03.08.2004, p.10.
- <sup>4</sup> Ben McLean and Sona Shrestha, “International Financial Liberalisation and Economic Growth”, **Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper**, January 2002, (Çevrimiçi) <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>, 04.08.2004, p.7.
- <sup>5</sup> Semih Güven, “Sermaye hareketlerinin nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı. 185, Ağustos 2001, s.85.
- <sup>6</sup> Deepak Mishra, Ashoka Mody, and Antu Panini Murshid, **Private Capital Flows and Growth** (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/mishra.html>, 18.08.2004, p.3.
- <sup>7</sup> McLean and Shrestha, **a.g.e.**, p.9.
- <sup>8</sup> Sinan Sönmez, “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?”, **Ekonomik Yaklaşım**, Sayı: 49, Cilt: 14, Güz 2003, s.216.
- <sup>9</sup> Edgar L. Feige, “The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries” **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi) <http://econwpa.wustl.edu/eps/mac/papers/0302/0302005.pdf>, 03.10.2003, p.3.
- <sup>10</sup> Kemal Yıldırım, Doğan Karaman, **Makro Ekonomi**, Eskişehir, Eğt. Sağ. ve Bil. Arş. Çalş. Vakfı, 1999, s.76.
- <sup>11</sup> McLean and Shrestha, **a.g.e.**, p.8.
- <sup>12</sup> Hali J. Edison, Michael Klein, Luca Ricci, and Torsten Sloek, “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, **IMF Working Paper**, July 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02120.pdf>, 12.08.2004, p.24.
- <sup>13</sup> McLean and Shrestha, **a.g.e.**, p.11.
- <sup>14</sup> McLean and Shrestha, **a.g.e.**, p.11.
- <sup>15</sup> Jeannine N. Bailliu, “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, **Bank of Canada Working Paper 2000-15**, July 2000, (Çevrimiçi) <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection/FB3-2-100-15E.pdf>, 12.08. 2004. p.18.
- <sup>16</sup> Edison, Klein, Ricci, and Sloek, **a.g.e.**, p.24.
- <sup>17</sup> Edison, Klein, Ricci, and Sloek, **a.g.e.**, p.24.
- <sup>18</sup> Edwards, **a.g.e.**, p. 16.
- <sup>19</sup> Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 7. Baskı, İletişim Yay., İstanbul, 2003, s.130.
- <sup>20</sup> İlker Parasız, **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2002, s.444.
- <sup>21</sup> Yıldırım, Karaman, **a.g.e.**, s.76.
- <sup>22</sup> Yeldan, **a.g.e.**, s.157.
- <sup>23</sup> Muhammed Akdiş, **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, Yimder Yayınları, 1995s.149.
- <sup>24</sup> Büyükdeniz, **a.g.e.**, s.83.
- <sup>25</sup> Orhan Morgül, **Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler**, Ankara, TOBB Yay., 1987, ss.17-18.

---

**KAYNAKLAR**

- Akdış, Muhammed: **Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye**, Ankara, Yimder Yayınları, 1995.
- Bailliu, Jeannine N.: “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, **Bank of Canada Working Paper 2000-15**, July 2000, (Çevrimiçi) <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection/FB3-2-100-15E.pdf>, 12.08.2004.
- Büyükdeniz, Adnan: **Türkiye’de Faiz Oranları**, İstanbul, Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, 1991.
- DPT: **1950-2003 Ekonomik ve Sosyal Göstergeler**, (Çevrimiçi) <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/gosterge/tr/1950-03>, 02.09.2004.
- DPT: **Temel Ekonomik Göstergeler**, Mart 1992, Mart 1997, Ağustos 2000, Haziran 2004.
- Edison, Hali J.; Klein, Michael; Ricci, Luca and Sloek, Torsten: “Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis”, **IMF Working Paper**, July 2002, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02120.pdf>, 12.08.2004.
- Edwards, Sebastian: “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?”, **NBER Working Paper No. 8076**, January 2001, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w8076.pdf>, 03.08.2004.
- Feige, Edgar L.: “The Dynamics of Currency Substitution, Asset Substitution and De Facto Dollarization and Euroization in Transition Countries” **Forthcoming in Comparative Economic Studies**, Fall, 2003. (Çevrimiçi) <http://econwpa.wustl.edu/eps/mac/papers/0302/0302005.pdf>, 03.10.2003.
- Güven, Semih: “Sermaye hareketlerinin nedenleri, Etkileri ve Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı. 185, Ağustos 2001, s.79-98.
- Hazine Müsteşarlığı: **Ekonomik Göstergeler**, (Çevrimiçi) <http://www.hazine.gov.tr/stat/egosterge/EkonomikGostergeler.zip>. 13.07.2004.
- İSO, **İstanbul Sanayi Odası Dergisi (Özel Sayı)**, Sayı 461, Ağustos 2004.
- McLean, Ben and Shrestha Sonar: “International Financial Liberalisation and Economic Growth”, **Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper**, January 2002, (Çevrimiçi) <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2002-03.pdf>, 04.08.2004.
- Mishra, Deepak, Mody, Ashoka and Murshid, Antu Panini: **Private Capital Flows and Growth** (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/mishra.html>, 18.08.2004.
- Orhan Morgil, **Faiz Politikası; Gelişmeler ve Değerlendirmeler**, Ankara, TOBB Yay., 1987.
- Parasız, İlker: **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2002.
- Sönmez, Sinan: “Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınmanın İtici Gücü Mü?”, **Ekonomik Yaklaşım**, Sayı: 49, Cilt: 14, Güz 2003, s.210-223.



- 
- TCMB: **Elektronik Veri Dağıtım Sistemi**, (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), 12.09.2004,
- TCMB: **Üç Aylık Bültenler**, Ekim-Aralık 1999, Ocak-Mart 2003 (Çevrimiçi) [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)
- Yeldan, Erinç: **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 7. Baskı, İletişim Yay., İstanbul, 2003, s.130.
- Yıldırım, Kemal-Karaman, Doğan: **Makro Ekonomi**, Eskişehir, Eğt. Sağ. ve Bil. Arş. Çalış. Vakfı, 1999.