



# BULLETIN OF ECONOMIC THEORY AND ANALYSIS

Journal homepage: <http://www.betajournals.org>

## Finansal Serbestleşme ve Kriz: Türkiye İçin Bir Analiz

Tülin Tunç Deveci & Eylül Ece Demir

**To cite this article:** Deveci, Tunç, T., & Demir, E.,Y. (2016). Finansal Serbestleşme ve Kriz: Türkiye İçin Bir Analiz . *Bulletin of Economic Theory and Analysis*, 1(1), 71-86.

**Received:** 20 Nov 2016

**Accepted:** 18 Dec 2016

**Published online:** 27 Dec 2016



©All right reserved



## *Bulletin of Economic Theory and Analysis*

Volume I, Issue 1, pp. 71-86, 2016

<http://www.betajournals.org>

### **Finansal Serbestleşme ve Kriz: Türkiye İçin Bir Analiz**

Tülin Tunç Deveci<sup>a</sup>

Eylül Ece Demir<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Dr., Araştırma Görevlisi, Mersin Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Mersin, TÜRKİYE

<sup>b</sup> Araştırma Görevlisi, Mersin Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Mersin, TÜRKİYE

#### **ÖZ**

Küresel finansal kriz sonrasında yapılan çalışmalarda, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ekonomik krizler üzerindeki etkisi yeniden önemli bir tartışma konusu olmuştur. Bu çerçevede çalışmada öncelikle finansal serbestleşme ve yol açtığı krizlere dair kısa bir literatür taraması yapılmıştır. Ardından Türkiye için, doğrudan yabancı yatırımlar hariç spekülâtif olan net sermaye girişlerinin, önemli bir kriz göstergesi olan ekonomik büyüme üzerindeki etkisini belirlemek üzere, 1989–2014 yıllarını kapsayan bir regresyon analizi yapılmıştır. Analiz sonucuna göre sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında aynı yönlü güçlü bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç olarak ülkeye sermaye girişinin arttığı dönemlerde büyüme oranı da artarken; sermaye girişinin (çıkışının) azaldığı (arttığı) dönemlerde ise ekonomi daralmaktadır

#### **Anahtar Kelimeler**

Finansal Serbestleşme, Finansal Kriz, Sermaye Girişi, Ekonomik Büyüme

#### **JEL Kodu**

F43, G01

**CONTACT** Tülin TUNÇ DEVECİ, ✉ [tunctulin@yahoo.com](mailto:tunctulin@yahoo.com) 📧 Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Mersin, TÜRKİYE

## Financial Liberalization and Crisis: An Analysis for Turkey

### ABSTRACT

The effect of the liberalisation of capital movements on financial crisis has been an important subject of debate again in studies carried out after global financial crisis. With in this scope, first the literature was searched about financial liberalisation and the crisis it caused in this study. After a regression analysis including the years of 1989–2014 was made in this study to find out how the economic growth that one of the major indicator of economic crisis was influenced by speculative net capital inflows except direct foreign investments for Turkey. According to the analysis results, it has been determined that capital inflows and economic growth has a directly proportional relationship. In conclusion, when the capital flow in the country rose, the growth rate increased too; however, the economy was constricted when capital inflow (outflow) decreased (increased).

### Keywords

Financial Liberalization, Financial Crisis, Capital Inflow, Economic Growth

### JEL Classification

F43, G01

### 1. Giriş

2008–09 yıllarında dünya genelinde etkisini gösteren küresel finansal kriz sonrasında yapılan çalışmalarda, başta ABD olmak üzere dünya genelinde uygulanan finansal serbestleştirme politikaları krizin en önemli nedeni olarak vurgulanmıştır. 1970’lerde yaşanan petrol kriziyle başlayan ve 1980’lerde arz yönlü politikalarla popüleritesi artan neoliberal düşünceye paralel olarak çoğu gelişmekte olan ülkede başlayan iç ve dış finansal serbestleşmelerle krizlerin şiddeti ve etki alanı genişlemiştir. Kapitalist sistemin finansallaşma süreci ile birlikte finansal sektör krizleri, reel sektör krizlerinden daha sık görülmeye başlamıştır. Tüm bu gelişmeler sonucunda, finansal krizlerin sıklığının artması ve reel kesim üzerinde yarattığı yıkıcı etkilerin büyümesi bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde finansal serbestleşme ile krizlerin ilişkisi, finansal kriz türleri ve kriz deneyimleri kısaca ele alınmaktadır. Bu bölümde dünya genelinde sermaye hareketlerinin daha fazla olduğu dönemlerde kriz deneyimlerinin de arttığı görülmektedir. Çalışmanın ampirik kısmını oluşturan üçüncü bölümünde ise ekonominin yükselme ve daralma dönemleri için önemli bir gösterge olarak kullanılan ekonomik büyümenin bağımlı değişken olarak yer aldığı bir regresyon analizi uygulamasına yer verilmiştir. 1980 yılında ticari serbestleşme, 1989 yılında da finansal serbestleşme yoluna giden Türkiye’de, finansal

serbestleşmenin ekonomide yarattığı etkiye bakılmaktadır. Bunun için 1989-2014 yıllarını kapsayan net sermaye girişlerinin (doğrudan yabancı yatırımlar hariç) ekonomik büyüme üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Çalışma sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

## 2. Finansal Serbestleşme ve Finansal Krizler

Finansal serbestleşme teorisi, serbestliğin tasarruf, yatırım ve sermayenin üretkenliği tezini savunmaktadır. ABD ve İngiltere öncülüğünde uygulanmaya başlanan serbestleşme politikaları, McKinnon ve Shaw'ın 1973 yılında ortaya attığı serbestleşme teorisi ile teorik altyapısını oluşturmuştur. Bu teori kapsamında fiyatların ve kredilerin dağılımı, devlet müdahalesinin olmadığı serbest piyasalarda belirlenmektedir. McKinnon ve Shaw hipotezinde, faiz oranlarında tavan uygulamasından vazgeçilmesi, banka rezervlerinin düşürülmesi ve doğrudan kredi programlarının kaldırılması gerektiği savunulmaktadır. Yani bu teori, finansal piyasaların serbestleştirilmesini ve serbest piyasa öncülüğünde kredilerin belirlenmesini içermektedir. Bu şekilde reel faiz oranıyla oluşan denge düzeyinde, düşük getirili yatırım projeleri elenecek ve böylece yatırımların etkinliği artacaktır. Ayrıca reel faiz oranının artması, tasarrufları ve reel kredi arzını arttırarak daha geniş yatırım hacmi sağlayacaktır (Arestis & Demetriades, 1999). Roubini ve Sala-i Martin (1995), finansal baskıların, sektörün etkinliğini azaltarak ve aracılık maliyetlerini arttırarak yatırımları azalttığını, bu durumun uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığını savunarak, finansal serbestleşme sürecini ekonomik büyüme teorisi ile desteklemeye çalışmışlardır.

Sermaye girişleri; firmaların finansman ihtiyacını karşılaması, krediye erişimi kolaylaştırarak tüketim harcamalarını hızlandırması, ülkede döviz arzını arttırarak döviz kurunun değerlendirilmesini sağlaması açısından faydalı sonuçlar verebilir. Ancak sermayenin ani çıkışlarında finansman ihtiyacını yurt dışından karşılayan kesimin zor durumda kalmasına, değer kaybeden yerli para nedeniyle dış borcu olan üreticilerin bu borçlarını ödemekte zorlanmasına, bu nedenle birçok firmanın iflas etmesine ve ülkede işsizliğin artmasına yol açabilir. Kredi arzının sınırlandırılması durumunda tüketiciler de harcamalarını kısılabilmektedirler. Böylece ülkede bir kriz ortamı doğmaktadır (Togan & Berument, 2011).

Bu açıdan neoliberal politikaları eleştiren bazı iktisatçılar, sermaye hareketleri girişlerinin ve bazı durumlarda finansal krizin eşlik ettiği tersine sermaye hareketlerinin yeni bir döngü

oluşturmasındaki rolüne ve önemine vurgu yapmaktadır<sup>1</sup>. Tipik olarak bir döngüde, büyük miktarlardaki sermaye girişleri ekonomide bir genişlemeye (boom) yol açtığı, tersi durumunda ise bankacılık ve/veya para krizlerinin takip ettiği görülebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin bileşimi ve vadesi değişkenlik gösterse de kısa vadeli özel sermaye giriş ve çıkışları 1990'ların ortak özelliği olmuştur (Erdem, 2007). Bu durum 1980'lerin başından itibaren birçok ülke ekonomisinde uygulanan önce ticari ardından finansal serbestleşme politikaları ile dünya geneline yayılmıştır.

Finansal krizlere neden olan birçok makro ve mikro nitelikte faktöre yer verilmektedir. Hangi faktörlerin ön plana çıktığı genellikle krizleri açıklama biçimine göre değişmektedir. Radelet ve Sachs'a (1998)'a göre, finansal krizler, makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, finansal fiyatlardaki şişkinliklerin (köpük) patlaması ve ahlaki tehlike krizleri olmak üzere dört başlık altında sınıflandırılabilir. Feldstein (1999), finansal krizleri cari hesap krizleri, bilanço krizleri, banka paniklerinin yol açtığı para krizleri, yayılma krizleri ve irrasyonel spekülasyonlar olarak gruplamıştır. IMF (2002), finansal krizleri para, bankacılık ve borç krizleri şeklinde sınıflandırmanın yanında, kaynaklandıkları sektöre göre, özel-kamu ve bankacılık-şirket krizleri; dengesizliklerin yapısına göre, akım dengesizlikler (cari hesap ve bütçe dengesizlikleri) ve stok dengesizlikler (varlıklar ve yükümlülüklerin uyumsuzluğu) ve bu dengesizliklerin kaynaklandığı finansmanın kısa ve uzun vadeli olmasına göre likidite krizi ve borç ödeyememe krizi şeklinde sınıflandırma yapmaktadır. Claessens ve Köse (2013) finansal krizler üzerine yapılan çalışmalarda bu krizlerin; para krizleri, ani duruş (cari işlemler ya da ödemeler dengesi krizleri), borç ve bankacılık krizleri olarak sınıflandırılabilceğini belirtmiştir. Diğer taraftan farklı tipteki krizlerin örtüşmesi durumunda sınıflandırma yapılmasının zor olduğunu belirten Claessens ve Köse (2013) bankacılık krizlerinin para krizleri ve ani duruş krizleri ile ilişkili olabildiğini ifade etmiştir.

Finansal liberalizasyonun ve dolayısıyla uluslararası sermayenin dolaşımının hızlanması ile finansal krizlerin görülme sıklığı da artmıştır. Finansal liberalizasyonun derecesi arttıkça, bir yandan uluslararası sermaye hareketleri ve piyasalarda kısa vadeli fonların payı hızla yükselirken, diğer yandan piyasalar arasında etkilerin yayılması ve istikrarsızlıkların bulaşma hızı da artmıştır

---

<sup>1</sup> Kapitalizmin son iki yüzyıllık tarihinde sermayenin uluslararasılaşmasıyla iki uzun döngü oluşmuştur. Bunlardan birincisi sanayi devrimi sonrasında 1870-1913 yıllarını kapsamaktadır. Bu döngü 20. yy başında yaşanan iki önemli savaş, Sovyet rejimi ve Batılı ülkelerdeki sosyal devlet anlayışı ile sona ermiş ve 20. yüzyılın son çeyreğinde şimdiki yeni döngüsüne girmiştir (Yeldan, 2007).

(Şimşek, 2007). Burada risk yaratan uluslararası sermaye hareketleri, doğrudan yatırım şeklinde gelen yabancı sermaye değil, daha çok döviz kuru ve faiz değişimlerinden kar etmeyi hedefleyen kısa vadeli portföy yatırımlarıdır. Sıcak para olarak da adlandırılan bu sermaye hareketleri, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak ani çıkışlar yaparak ekonomide ciddi istikrarsızlıklar yaratmaktadır. Özellikle cari işlemler dengesi açıklarının ve uluslararası rezervlerin kısa vadeli sermaye hareketleri ile finanse edilmesi kriz riskini yükseltmektedir (Arıcan, 2002). ABD 1980, Arjantin (1980, 1989, 1995), Şili (1981), Filipinler (1981), Kanada (1983), Kore (1980'ler), Malezya (1985), Güney Afrika (1985), Avustralya (1989), Yeni Zelanda (1989), İtalya (1990), Mısır (1990'lar başı), Sri Lanka (1990'lar başı), Fransa (1991), Endonezya (1992), Japonya (1992), Brezilya (1994), Meksika (1994), Venezuela (1994), Tayland (1997), Türkiye (1982, 1991, 1994) finansal serbestliği takip eden krizlerin bazılarındandır (Williamson ve Mahar, 1998). Bu durum 1998 yılında Rusya'da, 2000-2001 yıllarında Türkiye'de, 1999 ve 2002 yıllarında Brezilya'da tekrar etmiştir (Erdem, 2007). Yaşanan küresel finansal krizden en çok etkilenen ülkelerin başında AB'ye girmek üzere bir dizi yapısal reformlar gerçekleştiren yeni üye ülkelerin yer alması da önceki deneyimlerle benzerlik göstermiştir<sup>2</sup>.

Bu süreci uzun dönemli analiz eden Reinhart ve Rogoff (2008), 1800–2007 yılları arasında sermaye hareketlerindeki değişim ve ülke deneyimlerine göre yaşanan krizleri kategorize eden çalışmalarında sermaye hareketlerinin yüksek olduğu dönemlerde bankacılık krizlerinin de arttığını ortaya koymuştur. Yüksek, orta ve düşük gelirli olarak ayrılan ülke gruplarında gerçekleşen krizlerin sermaye hareketinin yüksek olduğu dönemlerde daha sık yaşandığı görülmektedir. 1980 öncesi dönemde düşük gelirli ülkelerde daha az yaşanan krizlerin 1980 sonrası dönemde her üç gelir grubundaki ülkelerde ve neredeyse her yıl yaşandığı tespit edilmiştir.

---

<sup>2</sup>2004 yılından sonra merkezi planlamadan piyasa ekonomisine geçen ülkeler, merkez bankasının bağımsızlığı, sermaye hesabının açılması gibi bir takım kurumsal ve politik yapısal reformlar gerçekleştirmişlerdir (Bakker ve Gulde, 2010).

Tablo 1

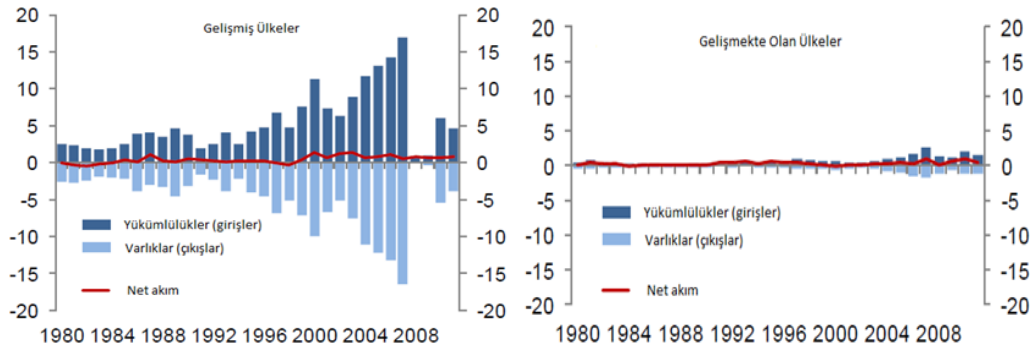
## Sermaye hareketleri ve bankacılık krizleri 1800–2007

Sermaye hareketleri tarihleri ve düzeyi	Yüksek Gelirli	Orta Gelirli	Düşük Gelirli
1800-1879 Düşük-Orta	19 ülke	2 ülke	1 ülke
1880-1914 Yüksek	33 ülke	12 ülke	1 ülke
1915-1919 Düşük	-	1 ülke	-
1920-1929 Orta	14 ülke	6 ülke	2 ülke
1930-1969 Düşük	13 ülke	7 ülke	1 ülke
1970-1979 Orta	4 ülke	4 ülke	1 ülke
1980-2007 Yüksek	27 ülke	79 ülke	45 ülke

Not. Reinhart & Rogof (2008)'den alınmıştır.

Reinhart ve Rogoff'un (2008) çalışmasında 2007 yılında sadece ABD yer alırken, Laeven ve Valencia (2012), 2007'de ABD ve İngiltere'nin, 2008'de ise çoğu Avrupa ülkesi ve 2009'da Nijerya olmak üzere 25 ülkenin bankacılık krizi yaşadığını tespit etmiştir. Sonuç olarak sermaye hareketlerinin yüksek olduğu 1880–1914 yılları arası ve özellikle 1980 sonrası dönemde kriz deneyimlerinin artışı dikkate değerdir.

Finansal serbestleşme teorisi, özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyacınının karşılanması için finansal serbestliğin uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Ancak Grafik 1'de görüldüğü üzere gelişmekte olan ülkelere giren sermaye miktarı gelişmiş ülkelere göre oldukça düşük oranlarda kalmıştır. Bununla birlikte yabancı sermayeye bağımlı olan ülkelerde bu sermayenin ülkeyi terk etmesi krizlere yol açmıştır.



Şekil 1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Dünya GSYH'si İçindeki Payı (%). IMF (2012)'den alınmıştır.

Finansal serbestleşmenin öncü kurumlarından biri olan IMF'nin kurumsal görüşü olarak yayınlanan 2012 yılı raporunda (*The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*), sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ülkeler için bazı faydaları olduğu gibi bazı riskleri de barındırdığı kabul edilmiştir. Raporda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin, ülke ekonomilerinde daha verimli yatırımların artması, tüketimin düzenlenmesi, finansal ve kurumsal altyapının gelişmesi gibi faydalarının olduğu sıralanmıştır. Ancak serbestleşmenin barındırdığı riskler nedeniyle, faydasının maliyetine göre daha fazla olmasını garanti edebilecek şekilde iyi planlanmış, zamanlanmış ve sıralanmış olması gerektiği vurgulanmıştır. Sermaye hareketlerinin sınırının iyi belirlendiği durumda, daha faydalı olabileceği belirtilen raporda, bu uygulamanın her ülkede başarılı olacağına da bir garantisi olmadığı ifadesine yer verilmiştir. Bu açıklamalar IMF'nin sermaye hareketlerinin serbestliğinin kontrol altına alınması konusunda daha esnek olduğunu göstermiştir.

Dünya geneline yayılan küresel finansal kriz üzerine yapılan ampirik çalışmalarda, kriz göstergesi olarak en sık kullanılan bağımlı değişkenin 2008–2009 yılları ortalama büyüme oranı olduğu görülmektedir. Kriz öncesi büyüme oranı ile kriz dönemi büyüme oranı arasındaki fark da kullanılan bir diğer değişkendir. Bu çalışmalardan Lane ve. Milesi-Ferretti (2010) kriz ölçümü tanımlarında ekonomik faaliyetlerdeki düşüşü kullanmayı tercih ettiklerini belirtmiştir. Buna göre çıktı ve yurtiçi talepteki (ve talebin bileşenleri olan tüketim, yatırım, ihracat ve ithalat) değişimler kapsamında krizin boyutu, 2008–2009 yılları büyüme oranları ve 2008–2009 yılları büyüme oranları ile yükselme dönemi olan 2005–2007 yılları ortalama büyüme oranları arasındaki farka göre iki şekilde ölçülmüştür. Claessens vd. (2010), ülkelerin büyüme oranının negatif olduğu çeyrek dönemleri krizin süresini, resesyona başlaması ve bitmesi arasında geçen süredeki büyümenin kümülatif azalması ile derinliğini ve 2008–2009 yılları ortalama büyüme oranı ile 2003–2007 yılları ortalama büyüme oranı arasındaki farkı da kriz performansı olarak tanımlamıştır. Dullein (2010), 2008–2009 yılları ortalama büyüme oranı ile 2003–2007 yılları ortalama büyüme oranı farkını bağımlı değişken olarak kullanmıştır. Dullein (2010), krizin işsizlik ve yoksulluğu artırması, kamu borçlarının artması gibi birçok önemli ekonomik ve sosyal olumsuz etkisi olmasına karşın bu verilere ulaşmanın daha sınırlı olması nedeniyle ekonomik büyüme oranlarını kullandığını belirtmiştir.

Bu açıklamalar ışığında bir sonraki bölümde, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasından itibaren oldukça sık krize giren ve küresel krizden de oldukça etkilenen ülkeler



arasında yer alan Türkiye'nin sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini belirlemek üzere bir regresyon analizi uygulanmaktadır. Türkiye'de sermaye hareketleri ve ekonomik büyüme ilişkisi üzerine yapılmış olan birkaç çalışmaya tarihsel bir sıralama ile bakıldığında, genellikle üç aylık veriler ile yapılan farklı analizlerde farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir.

İnsel ve Sungur (2003), sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkileri tespit etmek üzere 1989:3–1999:4 yılları çeyrek dönemleri için öncelikle değişkenlerin korelasyon katsayılarını hesaplamışlardır. Buna göre kısa vadeli, diğer uzun vadeli ve toplam sermaye hareketlerinin sırasıyla yatırım, üretim ve büyüme ile arasında pozitif bağlantısı olduğu, yani Türkiye ekonomisine sermaye girişlerinin artması ile yatırım, üretim ve büyümenin arttığı, ancak çıkışlar ile azaldıkları belirtilmiştir. İncelenen dönemde sadece doğrudan yabancı sermayenin ekonomik büyüme ile bir nedensellik ilişkisi bulgusuna ulaşan İnsel ve Sungur (2003), uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde büyümeyi olumlu ve kalıcı etkilediğini söylemenin mümkün olmadığını ifade etmişlerdir. Çalışmada en küçük kareler yöntemi, koşullu varyans (ARCH/GARCH) gibi analizler kapsamında, doğrudan yabancı sermaye dışında kalan sermaye akımları ile reel ve mali göstergeler arasındaki ilişkiler üzerine elde edilen sonuçlara göre, Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin, reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları artırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli bir rol oynadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sever, Özdemir ve Mızrak (2010), 1985–2008 yılları için Brezilya, Güney Kore ve Türkiye'nin doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve krizlerin ekonomik büyüme sürecine etkilerini eş-bütünleşme ve Granger nedensellik testleri ile analiz etmişlerdir. Çalışmadaki eş-bütünleşme testi sonuçlarına göre, incelenen üç ülke için doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımlarının gelir seviyelerini olumlu yönde, ekonomik krizler ise büyüme sürecini olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye için yapılan nedensellik testinde, portföy yatırımları ve kriz değişkenlerinden gayrisafi yurtiçi hasılaya doğru tek yönlü, doğrudan yatırımlar ile gayrisafi yurtiçi hasıla arasında ise iki yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Kıran ve Güriş (2011), 1992:1–2006:4 yılları çeyrek dönemleri için sınır testi yaklaşımı ve Toda ve Yamamoto nedensellik testinde, finansal açıklık olarak özel sermaye girişi ve özel

sermaye çıkışı toplamının GSYH'ye oranını kullanılmışlardır. Çalışmada finansal açıklık ile büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmadığı belirtilmiştir.

Togan ve Berument (2011) çalışmalarında, 1993:1-2010:4 yılları için üç aylık reel sermaye girişleri, reel GSYH, reel toplam tüketim harcamaları, reel toplam yatırım harcamaları, reel özel tüketim harcamaları, reel özel yatırım harcamaları ve reel döviz kuru verilerine Hodrick-Prescott filtresi uygulamış ve bu değişkenlerin gerçek değerleri ile hesaplanan trend değerleri arasında fark serilerine ulaşmışlardır. Bu fark serileri için uygulanan çapraz korelasyon katsayıları ile reel sermaye girişlerinin tüketim harcamaları, yatırım harcamaları ve GSYH ile beraber arttığı, sermaye girişlerinin reel döviz kurunu arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özel (2012), Granger Nedensellik Testi, Vektör Otoregresif Modeller (VAR), Hata Düzeltme Modeli (VECM) gibi zaman serisi analizlerini kullandığı çalışmasında, 1991:1 ve 2010:4 yılları için çeyrek dönemli veriler ile finansal açıklık ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada finansal açıklık değişkeni olarak gayrisafi özel sermaye girişi ve gayrisafi özel sermaye çıkışı toplamının GSYH'ye oranı kullanılmış ve analiz sonucunda ekonomik büyüme ile finansal açıklık arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Söylemez ve Yılmaz (2012), yurtiçi doğrudan yatırımlar, portföy hesabı yükümlülükleri, diğer yatırımlar yükümlülükleri ve net hata ve noksan kalemleri ile 1991:1 ve 2012:2 çeyrek dönemli verileri kullanarak, büyüme oranları ile sermaye girişlerinin eş yönlü hareket ettiğini ve İki Örneklemli Kolmogorov- Smirnov testi ile her iki serinin benzer dağılıma sahip olduğunu belirlemişlerdir. Çalışmada uygulanan Granger nedensellik testi sonucunda sermaye girişinin büyümenin tek yönlü nedeni olduğu ve bu nedenle yabancı sermayenin açıklayıcı büyümenin de açıklanan değişken olduğu, görünürde ilişkisiz regresyon analizi ile ülkenin serbestleşme döneminde sermaye hareketlerindeki oynaklığın ekonomik büyümenin oynaklığına önemli bir etkisi olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

### 3. Türkiye İçin Bir Analiz

Yukarıdaki açıklamalar kapsamında bu çalışmada ödemeler dengesinin finans hesabındaki doğrudan yabancı yatırımlar dışında kalan portföy yatırımları ve diğer yatırımların net girişlerinin toplamının GSYH'ye oranının bağımsız değişken olarak kullanıldığı, 1998 baz yılı reel GSYH değişim oranının da bağımlı değişken olduğu en küçük kareler yöntemi ile bir analiz yapılmıştır. Daha önceden de bahsedildiği gibi portföy yatırımları ve diğer yatırımlar, doğrudan yabancı

yatırımlara göre küresel anlamda daha hızlı hareket edebilen istikrarsız bir yapıya sahiptir. Sermaye verileri TCMB veri tabanından dolar cinsinden elde edilirken, bu veri Kalkınma Bakanlığının veri tabanından TÜİK verilerine göre uyumlaştırılmış 1923–2014 yıllarını kapsayan dolar cinsinden GSYH'ye bölünerek finansal açıklık oranı elde edilmiştir. Yine bu veri setinden 1998 baz yılı reel GSYH büyüme oranı kullanılmıştır<sup>3</sup>. Buna göre 1989-2014 dönemine ait yıllık verilerin durağanlıkları ADF birim kök testi ile analiz edilmiştir. ADF birim kök testine göre GSYH değişim oranının %1 ve finansal açıklık değişkeninin %5 hata payıyla düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir (Tablo 2).

Tablo 2

*Değişkenlerin ADF Birim Kök Testi Sonuçları*

Değişken	ADF Sınaması t-değeri	p-değeri	Sabit/ Trend	Durağanlık Düzeyi
GSYH % Değişim Oranı (Y)	-5.860331	0.0001	Sabit	I(0)*
Finansal Açıklık (FA)	-4.352477	0.0105	Sabit ve Trend	I(0)*

Not. \*%5 düzeyinde anlamlı.

Uygulanan regresyon analizinde otokorelasyon sorunu Breusch-Godfrey LM Testi ile sınanmış ve Prob. F(2,22)= 0.9068 sonucu ile hata teriminde otokorelasyon yoktur hipotezini varsayan sıfır hipotezi kabul edilmiştir. Analizin değişen varyans sorunu da White Heteroskedasticity Testi ile sınanmış ve Prob. F(1,24)= 0.4363 ile değişen varyans olmadığını belirten sıfır hipotezi kabul edilmiştir. Buna göre tahmin edilen regresyon modeli Denklem 1'de ve bu modelin analiz sonuçları Tablo 3'te yer almaktadır. Analiz sonucuna göre finansal açıklık (FA) değişkeninde meydana gelecek yüzde birlik bir değişim ekonomik büyümede (Y) yaklaşık olarak yüzde 0.8'lik bir değişim yaratmaktadır. Ekonomik büyüme ile finansal açıklık arasında hesaplanan korelasyon katsayısı da 0.613959 değeri ile oldukça yüksek ve aynı yönlü olarak belirlenmiştir. Buna göre ülkeye giren yabancı sermaye ekonomik büyümede artış sağladığı gibi çıktığı zaman da ekonomik daralmaya yol açabilmektedir.

$$Y_t = 2.113421 + 0.788399FA_t \quad (1)$$

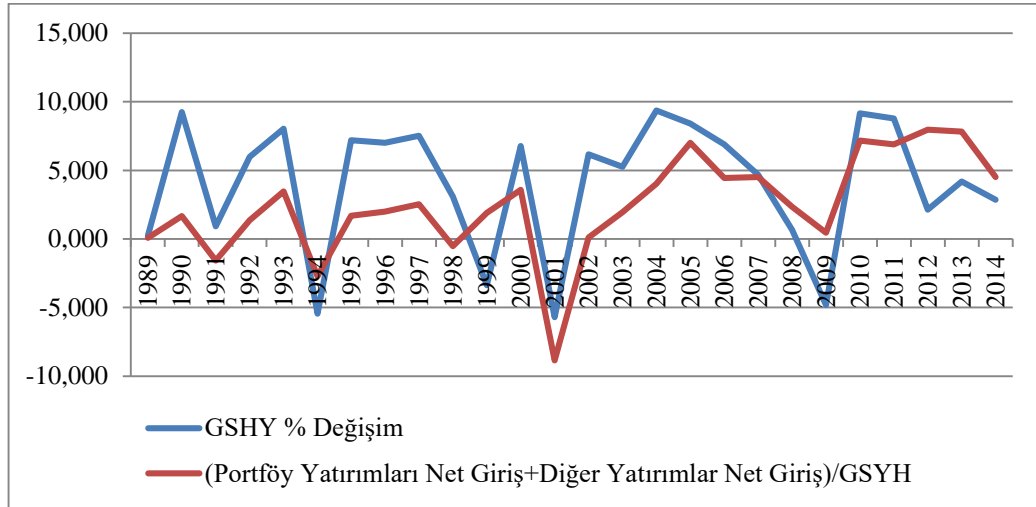
<sup>3</sup> Değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Ek'te yer almaktadır.

Tablo 3  
EKK tahmini sonuçları

<b>Bağımlı değişken: GSYH % Değişim Oranı (Y), N:26</b>				
<b>Değişken</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Std. Hata</b>	<b>t-İstatistiği</b>	<b>Prob.</b>
Finansal Açıklık (FA)	0.788399**	0.206902	3.810503	0.0008
Sabit	2.113421*	0.901403	2.344592	0.0277
R <sup>2</sup>	0.376946			
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.350985			
F-istatistiği	14.51993			
Prob(F-istatistiği)	0.000849			

Not. \*\*%1, \*%5 düzeyinde anlamlı.

Bu durum, iki değişkenin yer aldığı Grafik 2’de daha net görülmektedir. Ülkenin önemli kriz yılları olan 1994, 1999, 2001 ve 2009 yıllarında ekonomik büyüme oranları sırayla %-5.5, %-3.4, %-5.7 ve %-4.8 olarak gerçekleşmiştir. Bu kriz dönemlerindeki net sermaye girişlerinin GSYH’ye oranı 1994 yılında %-2.7, 1998 yılında %-0.5, 2001 yılında %-8.85 oranları ile net çıkış göstermiştir. Ülkenin küresel krizden etkilendiği 2009 yılında net giriş negatif olmamasına karşın %0.5 oranına kadar gerilemiştir. Yine grafikte görüldüğü üzere 1991 yılında net sermaye girişi %-1.6 olmuş ve bu dönemdeki büyüme oranı da %1’in altında kalmıştır.



Şekil 2. Net Sermaye Girişlerinin GSYH’ye Oranı ve Ekonomik Büyüme Oranı (%), 1989–2014). TCMB ve Kalkınma Bakanlığı veri tabanlarından alınmıştır.

Ülkenin yabancı sermayeye olan bu duyarlılığı karşısında Başçı ve Kara (2011) çalışmalarında, bu konuda politika arayışlarının önemine dikkati çekmişlerdir. Çalışmada, kısa vadeli sermaye girişlerinin bir yandan krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandırdığı diğer yandan Türk lirasının değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı

belirginleştirdiği belirtilmiştir. Cari dengenin hızla bozulması ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılğanlığını artırarak makroekonomik ve finansal istikrara alternatif bir politika yaklaşımını gerektirmiştir. Bu kapsamda kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak için fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) aktif para politikası araçları olarak kullanılmasına karar verildiği belirtilmiştir (Başçı & Kara, 2011).

#### 4. Sonuç

Bu çalışmada Türkiye için 1989–2014 arası yıllık verileri ile ekonomik büyüme ve net sermaye girişlerini (DYY hariç) kapsayan bir regresyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum net sermaye girişi olduğu zamanlarda ülke ekonomisinde bir büyüme sağlandığı buna karşın net sermaye çıkışı olduğu durumda da ekonomik daralmanın yaşandığını ampirik olarak göstermiştir. Bu sonuç, analizde yer alan iki değişkenin aynı grafik üzerinde gösterilmesiyle daha net görülmüştür. Özellikle 1994, 2001 ve 2008 gibi kriz dönemlerinde net sermaye girişleri ile büyüme oranı arasındaki paralellik; finansal serbestleşme ile büyüme oranındaki dalgalanmalar ve dolayısıyla kriz arasındaki ilişkiyi daha açık bir şekilde ortaya koymuştur.

Şenses'in de (2004) vurguladığı gibi dünya genelinde sermaye piyasalarının serbestleşmesinin ve giderek bütünleşmesinin ilk başta azgelişmiş ülkelerin finansman gereksinimleri açısından olumlu bir gelişme gibi görünse de finansal akımların yönü ve miktarı konusundaki belirsizlikler ve finansal piyasaların yeterli kurumsal denetim mekanizmaları kurulmadan serbestleştirilmesinin, bu ülkelerde makroekonomik istikrarsızlığa ve finansal krizlere yol açtığını göstermektedir. Bu süreç 1980 sonrası neoliberal dönemde birçok ülkeyi etkisi altına almıştır. Türkiye, sermaye hareketleri üzerindeki denetimin tamamen kaldırıldığı 1989 yılı sonrasında sıkça yaşadığı kriz deneyimleri ile bu sürece dahil olmuştur. Ülkeye giren spekülasyon sermaye hareketleri ekonomide bir büyüme sağlarken bu sermayenin çıktığı ya da girişlerin azaldığı dönemlerde ise olumsuz etkilerinden korunamamıştır. Bu nedenle küresel kriz sonrasında hem Türkiye'de hem de dünya genelinde sermaye girişlerini azaltmaya yönelik politikalara önem verildiği görülmektedir.

Dünya genelinde ekonomik entegrasyonun arttığı bu dönemde birçok ülkenin dahil olduğu uluslararası anlaşmalar nedeniyle ülkelerin ekonomilerini tamamen kapatmaları mümkün değildir. Ancak Türkiye gibi hem ulusal hem de uluslararası olaylar karşısında oldukça kırılgan bir yapıya sahip olan ülkelerin, gelebilecek şoklara karşı daha iyi politikalar geliştirmesi, yurtiçine giriş yapan sermayenin üretken serktörlere yönlendirilmesini sağlayacak politikalar üretmesi önem arz etmektedir. Bu şekilde sağlanacak yatırım artışı ile ülkenin ekonomik büyümesi sağlanırken yeni istihdam olanakları oluşturularak son yılların en önemli sorunlarından biri olan işsizlik için de bir çözüm sağlanmış olabilecektir. Bu tür uygulamalar için zamana ihtiyaç olduğu kabul edilmekle birlikte, her zaman dile getirildiği gibi, kısa vadeli popüler politikalar yerine daha kalıcı uzun dönemli politikaların uygulanması kaçınılmaz olmaktadır. Ayrıca son zamanlarda geleceğe dair gıda, su, enerji, iklimsel sorunların yaşanacağı yönündeki beklentilerin artması, ülke ekonomilerindeki krizlerin sadece finansal krizlerle sınırlı kalmayacağını ve daha ciddi sorunların yaşanabileceğini göstermektedir. Bu nedenle alınacak politik kararların çok yönlü ve daha planlı olması önemli olacaktır.

### Kaynakça

- Arestis, P. & Demetriades, P. (1999). Financial Liberalization: The Experience of Developing Countries. *Eastern Economic Journal*, 25(4), 441–457.
- Arıcan, E. (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Bakker, B. B. & Gulde, A. (2010). The Credit Boom in the EU New Member States: Bad Luck or Bad Policies. *IMF Working Paper* WP/10/130. Alınan yer <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10130.pdf>.
- Başçı, E. & Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *TCMB Çalışma Tebliği* No: 11/08.
- Claessens, S., Dell’Ariccia, G., Igan, D. & Laeven, L., (2010). Cross-Country Experiences And Policy Implications From The Global Financial Crisis. *Economic policies*, 25(62), 267-293.

- Claessens, S. & Kose, M. A. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications. *IMF Working Paper* WP/13/28. Alınan yer <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf>.
- Dullein, S. (2010). Risk Factors in International Financial Crises: Early Lessons from the 2008-2009 Turmoil. In S. Dullien, D. J. Kotte, A. Marquez & J. Priewe (Eds.), *The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries* (pp. 99-116). United Nations Publication.
- Erdem, N. (2007). A “Hot” Debate: Financial Crises in Turkey, Mexico and South Korea. In A. H. Köse, F. Şenses & E. Yeldan (Eds.), *Neoliberal Globalization as New Imperialism, Case Studies on Reconstruction of the Periphery* (pp. 129–151). New York: Nova Science Publishers.
- Feldstein, M. (1999). Self-Protection For Emerging Market Economies. *NBER Working Paper Series*, 6907, Alınan yer <http://www.nber.org/papers/w6907>.
- IMF (2002). Eye of The Storm: New-style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures, *Finance & Development*, 39(4), Alınan yer <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/12/eye.htm>.
- IMF (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, Alınan yer <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
- İnsel, A. & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999: IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni* 2003/8. Alınan yer <http://www.tek.org.tr/dosyalar/serhar0303.pdf>.
- Kıran, B. & Güriş, B. (2011). Türkiye’de Ticari ve Finansal Dışa Açıklığın Büyümeye Etkisi: 1992-2006 Dönemi Üzerine Bir İnceleme. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(2), 69–80.
- Laeven, L. & Valencia, F. (2010). Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly. *IMF Working Paper*, WP/10/146. Alınan yer <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10146.pdf>.
- Lane, P. R. & G. M. Milesi-Ferretti (2010). The cross-country incidence of the global crisis. *IMF Working Paper*. WP/10/171.

- Özel, H. A. (2012). Küreselleşme Sürecinde Ticari ve Finansal Açıklığın Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 10(19), 1–30.
- Radelet, S. & Sachs, J. (1998). The Onset Of The East Asian Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*, 6680. Alınan yer <http://www.nber.org/papers/w6680>.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. Alınan yer <http://www.nber.org/~wbuiter/cr1.pdf>.
- Roubini, N. & Sala-i-Martin, X. (1995). A growth model of inflation, tax aversion, and financial repression. *Journal of Monetary Economics*, 35, 275–301.
- Sever, E., Özdemir, Z. & Mızrak, Z. (2010). Finansal Globalleşme, Krizler ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Örneğinde Bir İnceleme. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 2(3), 45–64.
- Söylemez, A. O. & Yılmaz, A. (2012). Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, 33(2), 47–66.
- Şenses, F. (2004). Neoliberal Küreselleşme Kalkınma için Bir Fırsat mı, Engel mi?. *ERC Working Paper in Economic* 04/09. Alınan yer <http://www.erc.metu.edu/menu/series04/0409.pdf>.
- Şimşek, A. (2007). Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Latin Amerika Deneyimi. *Bilgi*, 14(1), 67–93.
- Togan, S. & Berument, H. (2011). Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler. *Bankacılar Dergisi*, Sayı 78, 3–21.
- Williamson, J. & Mahar, M. (1998). *A Survey of Financial Liberalization. Essays in International Finance*. No. 211, New Jersey: Department of Economics of Princeton University.
- Yeldan, E. (2007). Globalization as the Hegemonic Concept of Neoliberal Ideology. In A. H. Köse, F. Şenses & E. Yeldan (Eds.), *Neoliberal Globalization as New Imperialism, Case Studies on Reconstruction of the Periphery* (pp. 43–54). New York: Nova Science Publishers.



## Ek. Tanımlayıcı istatistikler

	<b>Y</b>	<b>FA</b>
<b>Ortalama</b>	4.048	2.453
<b>Medyan</b>	5.625	2.177
<b>Maksimum</b>	9.363	7.959
<b>Minimum</b>	-5.697	-8.850
<b>Std. Sapma</b>	4.715	3.672
<b>Skewness</b>	-0.851	-0.884
<b>Kurtosis</b>	2.581	4.713
<b>Gözlem sayısı</b>	26	26

Y: GSYH değişim oranı,%

FA:((Portföy Yatırımları Net Giriş+Diğer Yatırımlar Net Giriş)/GSYH)x100