

**GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN PARA
POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİSİ**

*EFFECTS OF FINANCIAL LIBERALIZATION ON MONETARY POLICY IN DEVELOPING
ECONOMIES*

Yrd. Doç. Dr. Özhan TUNCAY

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, İzmir/ Türkiye

Nihan DEMİR

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansal Ekonomi A.B.D. İzmir/Türkiye

ÖZ

Finansal serbestleşme (liberalleşme) düşüncesi 1970'li yıllarda Bretton-Woods' sisteminin yıkılmasından sonra küreselleşme olgusu ile birlikte önem kazanmış; bu olgunun doğal sonucu olarak serbestleşen sermaye hareketleri, 1980 ve 1990'lı yıllardan itibaren özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kalkınması ve dış denge sorunlarının çözümü açısından ciddi ölçüde desteklenmiştir. Finansal serbestleşme, ödemeler dengesi açıklarının kapatılması, yatırımlar için gerekli kaynakların sağlanması gibi olumlu sonuçların yanı sıra özellikle kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğun olduğu ekonomilerde ani çıkışlardan kaynaklı krizlere neden olabilmektedir. Meydana gelen bu çelişkili durum para politikasının başarısının önemini artırmıştır.

Finansal serbestleşme ve para politikası kavramlarının öncelikle teorik bir perspektif içerisinde ele alındığı mevcut çalışmanın amacı, 2005-2015 yılları arasında gelişmekte olan ekonomilerde finansal serbestleşme ile para politikası arasındaki ilişkiyi ampirik olarak açıklamaktır. Ampirik analizlerde finansal liberalizasyonun ölçülebilmesi için sıkça finansal açıklık oranının kullanıldığı ilgili literatürde görülmektedir. Ayrıca para politikasının doğru bir biçimde uygulandığının simgelerinden biri olan enflasyon oranına da yer verilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki, panel veri analizi yöntemi ile incelenmeye çalışılmıştır. Yapılan ampirik analize göre, finansal açıklık oranı ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal serbestleşme, gelişmekte olan ekonomiler, enflasyon, sermaye akımları

ABSTRACT

There are many factors that affect group dynamics and process in group therapy. One of these factors is conflict arise in group The idea of financial liberalization gained momentum after the collapse of Bretton-Woods in the 1970s. From 1980s onwards, international economy has entered globalization process, and the period of restructuring and change all over the world began in the 1990s. The liberalization of restrictions on capital movements along with financial liberalization has also enabled the integration of financial markets on an international scale with the increase of technological developments. Therefore, the contribution of the increase in efficiency between financial markets to the globalization of money markets is remarkable. Thus, the monetary policy being implemented has become difficult and differentiated.

In general, the aim of our work is to explain the relationship between financial liberalization and monetary policy in developing economies through econometric analysis in 2005-2015. In the empirical analysis, it is often seen in the related literature that the financial openness ratio is used to measure financial liberalization. Moreover, inflation rate, which is one of the symbols of correct application of monetary policy, is used. The relationship between them was examined by using the least squares method. According to the analysis of our study, it is concluded that there is a negative relation between the financial openness rate and the inflation rate.

Key Words: Financial liberalization, emerging economies, inflation, capital flows

1. GİRİŞ

1970'li yıllarda başlayan finansal serbestleşme süreci gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde 1980'li yıllardan itibaren hız kazanmıştır. Finansal serbestleşmenin özünde, kısıtlamaların kaldırılması ve sermaye

sıkıntısı yaşayan ülkelere ulaştırılması aynı zamanda kaynak dağılımında etkinliğin sağlanması amaçlanmaktadır.

Finansal serbestleşme sonrasında sermaye mobilitesindeki sınırlamaların ortadan kalkması mali piyasalarda aktiviteyi yoğunlaştırırken piyasa ve makroekonomik dengeler üzerinde kırılabilirlik ve risklerin oluşmasına da zemin hazırlamıştır. Çünkü kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması piyasalardaki güven ortamını sarsarak para politikasına duyulan güveni azaltmaktadır. Dolayısıyla Merkez Bankaları'nın para otoritesi olma fonksiyonu daralırken, ekonomi dışsal kaynaklı spekülasyon ataklarına maruz kalmaktadır.

Sermaye akımlarının tüm dünyada ulaştığı boyutlar, finansal serbestleşme sürecinde uygulanacak para politikalarının önemini arttırmaktadır. Çünkü özellikle 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan pek çok ülkede serbestleşme ile birlikte, kamu açıkları, ödemeler bilançosundaki dengesizlikler ve döviz piyasalarında istikrarsızlıklar çoğalmıştır. Finansal serbestleşmeden sonra gelişmekte olan ekonomilere gelen yabancı sermaye ülke ekonomisinde spekülasyon ataklarına neden olmuş ve krizlerin doğmasına uygun zemin hazırlamıştır.

Temel olarak, seçili bazı gelişmekte olan ekonomiler açısından finansal serbestleşmenin para politikası üzerindeki etkisinin incelenmesinin amaçlandığı çalışmamızın ampirik analiz bölümünde, verilere ulaşılabilirlik dikkate alınarak 2005- 2015 yılları arasındaki dönem için Dünya Bankası'nın gelişmişlik sınıflandırması çerçevesinde yüksek-orta gelir grubuna dahil olan seçili bazı ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyleri ile enflasyon oranları arasındaki ilişki, panel veri yöntemi kullanılarak ekonometrik olarak analiz edilmeye ve yorumlanmaya çalışılmıştır.

2. TEORİK ÇERÇEVE

Serbestleşme, devletin ekonomi üzerindeki otoritesinin sonlanması ya da ekonomiyi özel sektöre bırakması anlamına gelmektedir. Bunun anlamı; devletin gücünü etkin kullanamaması ve yönetememesidir. Şayet bu yetki devletin elinden alınırsa ekonominin içinde bulunduğu kaosu biteceği görüşü hakim olmaktadır. Serbestleştirme sürecinin uygulamadaki göstergesi özelleştirme olmuştur. Bu uygulama ilk olarak gelişmiş ekonomilerde kendisini göstermiştir (ABD ve İngiltere örneği). SSCB'nin yıkılmasıyla ivme küresel boyuta ulaşmıştır. 1980'ler de devletin düzenleme ve yetki gücünden arındırılması deregülasyon kavramını ortaya çıkarmıştır.

Gelişmekte olan ekonomiler kalkınma ve büyümelerini artırma maksadıyla yabancı sermayeye ihtiyaç duymuştur. Böylece yabancı sermayeye kapı aralayarak doğrudan yatırım ve portföy şeklinde finansman sağlanmıştır. Küreselleşen sermaye ülkelerin borç sıkıntısı yaşamamasında etken faktör konumuna gelmiştir. *"Finans piyasalarının serbestleşmesi ve konvertibil olması, uluslararası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi yeni kurumsal yatırımlar finans piyasalarında yer almıştır"* (Tükel, 2007, s. 17-18). Yaşanan bu gelişmeler, finansal küreselleşme kavramını gündeme getirmiştir.

Yaşanan bu süreç, iktisadi temelini büyük ölçüde 1980'ler de benimsenen Neo-klasik görüşten almıştır. Bu görüşe göre; yurtiçi tasarruf eksikliği yatırımları azaltacak ve büyümenin gerçekleşmesi için yabancı tasarruflarla yatırım desteklenecektir. Bu sistemin işleyişi için, tasarruf sıkıntısının bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde faiz oranlarının yükseltilmesi yeterli olacaktır. Buradaki amaç büyüme ve istihdamın olumlu etkilenmesidir. 1980'lerin sonunda liberalizasyon politikasının hız kazanması sermaye mobilitesini arttırmıştır. Dolayısıyla gelişmekte olan ekonomilere portföy çeşitliliği, etkin kaynak kullanımı ve verimliliğini uluslararası boyutta arttıracak yararlar sağlamıştır.

Ülkelerde finansal serbestleşme süreci iç ve dış finansal serbestleşme şeklinde gerçekleşmektedir. Genellikle iç finansal serbestleşme süreci tamamlandıktan sonra dış finansal serbestleşmeye geçilebileceği kabul edilmektedir. Bu bağlamda iç finansal serbestleşme; *"özellikle faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılmasını, kredi dağıtım mekanizmasının piyasaya bırakılmasını, kambiyo rejiminin terk edilmesi ve bankalara hiçbir kısıtlama altında kalmadan, vermiş oldukları hizmetleri fiyatlayabilme imkânının verilmesi gibi uygulamaları içermektedir"* (Çetin, 2010, s. 6).

Ülkedeki yerleşiklerin borç yükümlülüğü ya da varlık elde edimlerini yabancı parayla gerçekleştirmesi ile yerleşik olmayanların finansal faaliyetlerini daha kolay yapmalarını sağlayan politikalara ise dış finansal serbestleşme veya finansal açıklık denmektedir. Dış finansal serbestleşme ile uluslararası sermaye hareketliliği üzerindeki sınırlamalar hafiflemiştir. Böylece finansal sistemin içerisinde olan bankalar, sermayenin bir ülkeden diğerine geçişine aracılık etmektedir.

Finansal serbestleşme sonucunda üç önemli sonuç ortaya çıkmıştır. Bunlardan ilki kısa vadeli sermaye hareketlerinde canlanmanın olması ve bu hareketliliğin *sıcak para* özelliğinden kaynaklanıyor olmasıdır. Çünkü serbestleşme ile birlikte kısıtlamalar giderek ortadan kalkmıştır.

İkinci sonuç, seksenli yıllar itibariyle finansal sermayenin üretim, istihdam ve mal ticareti gibi reel sektör alanlarından kopmuş olmasıdır. Bunun anlamı finansal sermayenin reel sektör üzerine etkisinin olmayışı; diğer bir deyişle finansal sermaye yatırımlarında üretimin artması, istihdam yaratılması ve ihracat teşviği gibi avantajların bulunmamasıdır.

Son önemli sonuç ise kısa vadeli sıcak para girişlerinin ardından finansal krizleri getirmesidir. Sermaye girişlerinin hız kazanması ile kurlardaki istikrar zarar görüp; ulusal finans piyasalarında kırılganlığın arttığı görülmüştür. Bu tip sermaye akımları aniden ülkeyi terk ettiğinde ülkenin ekonomik dokusu tahrip olmaktadır. Bu nedenle doksanlı yılların sonunda bir çok ülkede finansal krizler meydana gelmiş ve reel sektör derinden etkilenmiştir ki sözü edilen ülkelere; Meksika, Arjantin, Brezilya, Güney Kore başta olmak üzere Güneydoğu Asya ülkeleri ve Türkiye örnek olarak gösterilebilir. (Sönmez, 2003, s. 214).

Sermaye hareketlerinin serbestliğini savunan neo- klasik görüşü eleştirenlere göre, finansal serbestleşme, finansal piyasaların etkin olarak çalıştığı ve finansal gelişmişliğin uluslararası düzeyde tasarruf dağılımını düzenleyeceği, faiz oranını dünya çapında sabit kılacağı şeklinde iki temel hipoteze dayanmaktadır. Halbuki, uygulamada finansal piyasaların etkin olmayıp; bundan başka evrensel boyutta yatırımların getirisi uzaklaşma trendi göstermektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelere sıcak para akışı gerçekleştiği için yatırımların getiri düzeyi gelişmiş ülkelerin seviyesine inememektedir. Ayrıca, aşırı dış borçlanma faiz oranının yükselmesine ve tasarrufları düşürerek ortalama tasarrufların faiz oranında meydana gelen değişimlere duyarsızlaşmasına yol açmaktadır. (Yentürk, 1997, s. 136-137).

Finansal serbestleşme süreci her zaman özellikle gelişmekte olan ülkeler lehine sonuçlar doğurmamıştır. Bu nedenle finansal piyasaları yeterince sağlıklı işlemeyen ekonomiler için tam serbestleşme uygun bulunmamaktadır. Yapısal uyuma yönelik politikaların ön plana çıktığı bu ekonomilerde öncelikle devlet müdahalesinin aşamalı olarak azaltılması; finansal sistemin geliştirilmesine yönelik çalışmaların hayata geçirilmesi ve bu amaçla sermaye piyasasının geliştirilmesi ile mali sistemin zeminini oluşturan yasal ve kurumsal düzenlemelere gidilmesi önerilmektedir (Eser, 1993, s. 99-100).

3. AMPİRİK ÇALIŞMA

Finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilerde makro değişkenleri üzerindeki etkilerini incelemeye dönük olarak yapılan ampirik çalışmalar 1980'li yıllardan itibaren gittikçe önem kazanmıştır. Yapılan ampirik çalışmaların temel olarak amacı, finansal serbestliğin gelişmekte olan ekonomileri olumlu ya da olumsuz nasıl etkilediğini göstermeye çalışmaktır. Finansal serbestleşme birçok iktisadi okul tarafından farklı değerlendirilmektedir. Çalışmanın bu kısmında finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilerin para politikası üzerinde bıraktığı etki; seçilen değişkenler ve ekonometrik yöntem ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Ekonometrik analiz öncesi; gelişmekte olan ülkelerde daha önce yapılan çalışmalar incelenmiş ve varılan sonuçlar çalışmaya ilave edilmiştir.

3.1. Literatür İncelemesi

Literatürde konuyla ilgili yapılmış çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Başlangıç dönemlerinde yapılan çalışmalar finansal gelişmişlik kavramını ticari açıklık kavramı ile ilişkilendirmektedir. Ancak, zamanla finans piyasalarının gelişmesiyle finansal serbestleşmenin daha çok sermaye hareketliliği ile incelendiği görülmüştür. Ancak konunun bütünlüğünü korumak açısından finansal gelişmişliği ticari açıklık ile ilişkilendiren ilk dönem çalışmalarına da değinilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.

Ticari açıklık ile para politikası arasındaki ilişkinin araştırılmasına yönelik olarak yapılan analizler ele alındığında ilk olarak David Romer (1993)'ün çalışması göze çarpmaktadır. Ticari açıklık ile enflasyon arasındaki ilişkinin incelendiği ve 114 ülkenin ele alındığı bu çalışmada daha açık olan ekonomilerin ortalama enflasyon oranlarının daha düşük olduğu sonucuna varılmış; açıklık göstergesi olarak, toplam ithalatın gayri safi yurtiçi hasıladaki payı kullanılmıştır. Ayrıca Romer (1993), para politikasının ön taahhüdünün bulunmamasının yüksek enflasyon ile sonuçlanacağını savunmaktadır. Dolayısıyla, eğer para otoritelerinin dışa açıklık arzusu enflasyonun önemli bir belirleyicisiyse, daha açık ekonomilerde büyüme ve ortalama enflasyon oranı daha düşük olacaktır.

Berument ve Doğan (2003), açıklığın para politikasına etkisini incelemiş; çalışmada Türkiye'nin 1987:1 2001:1 yıllarını içeren çeyrek veri setini kullanmıştır. Elde edilen sonuç, açıklığın, para politikasının çıktı

üzerindeki etkisinin azaldığını göstermiş; ancak fiyatlar üzerindeki etki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Berument ve Doğan (2003), para politikasının seçimi için açıklık düzeyinin göz önüne alınması gerektiğini savunmuştur. Çalışmada, açıklık düzeyinin ortalama enflasyon oranı ile negatif yönlü ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşılarak, Romer (1993)'in incelemesine paralel sonuçlar elde edilmiştir.

Wu ve Lin (2006), 4 Asya ülkesi (Hong Kong, Kore, Singapur ve Tayvan) ve G 7 (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, İngiltere ve Amerika) ülkelerini esas alan çalışmada, açıklık ve enflasyon arasındaki ilişkinin farklı korelasyonlar ile açıklanabildiği sonucuna varmıştır. Her ülkenin kendine özgü coğrafi, kültürel ve tarihsel geçmişinin olması, ülkenin açıklık ve enflasyon deseninin değişmesini güdüleyen faktörlerdir. Ampirik çalışmanın sonucu Romer'in bulguları ile uyuşmamaktadır.

Wynne ve Kersting (2007), çalışmada açıklık ve enflasyon arasında güçlü bir negatif ilişki olduğunu belirtmiştir. Literatür, ticari açıklık üzerine odaklanma eğilimindedir. Küreselleşme direkt olmasa da enflasyonu düşürmüş, artan rekabetle yurtiçi verimlilik artışını hızlandırmıştır. Çünkü ticaret ülkelere karşılaştırmalı avantajlara sahip oldukları faaliyetlerde uzmanlaşma sağlamıştır. Ülkelerin nispi olarak verimsiz olan sektörleri küçülürken, karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olan sektörler genişlemektedir. Daha hızlı verimlilik artışı, firmalara maliyetleri arttırmayıp, daha yüksek ücret ödemelerine olanak tanımaktadır.

Güneş ve Konur (2013)'ün, dışa açıklık ve enflasyon ilişkisini inceleyen çalışmada; 2000-2011 yılları arasındaki çeyrekli verileri kullanması açısından bir ilk niteliği taşımaktadır. Çalışmada zaman serisi kullanılmıştır ve Türkiye ekonomisinde enflasyon ve dışa açıklık arasında eşbütünlüme ilişkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bunun anlamı; dış açıklık enflasyonu hem kısa dönemde hem de uzun dönemde etkilemektedir. Ulaşılan sonuçlara göre; kısa dönemde dışa açıklık enflasyonu negatif yönde fakat enflasyon dışa açıklığı pozitif yönde etkilemektedir. Uzun dönemde ise, eşbütünlüme ilişkisi olduğu için enflasyon ve dışa açıklık birbirlerini aynı yönde etkilediklerini göstermektedir.

Kızılgöl ve İpek (2015), ekonominin dışa açıklık derecesi ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş; Türkiye ekonomisi için enflasyon ve dış ticaret açıklığı arasındaki ilişki zaman serisi kullanarak analiz etmiştir. Ulaşılan sonuca göre, kısa ve uzun dönem için ticaret açıklığının enflasyon üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlüdür.

Finansal serbestleşme ve para politikası ilişkisi bağlamında yapılan analizler ele alındığında ise Pierdzioch (2002) tarafından yapılan çalışma göze çarpmaktadır. Pierdzioch (2002), makalesinde uluslararası sermaye mobilitesinin para politikası üzerine etkisini incelemiştir. Son yıllarda Obstfeld ve Rogoff 'un geliştirdiği ve açık ekonomilerdeki makroekonomik politikaların etkinliğini analiz etmek için 'New-Open Economy Macroeconomics'(NOEM) modelini kullanmıştır. Elde ettiği sayısal simülasyon sonuçları, Marshall-Lerner koşulunun geçerli olduğu durumda, daha yüksek sermaye hareketliliğinin para politikasının etkinliğini arttırdığını göstermiştir.

Emil ve Vehbi (2003), tarafından yapılan çalışmada 1989 yılında 32 sayılı kanunla kabul edilen sermaye serbestliğinin büyüme üzerindeki etkisi test edilmiştir. Aynı zamanda sermaye hareketlerine getirilen serbestinin enflasyon üzerine etkisi de incelenmiştir. Buna göre; kur rejimi tam esnek olmayan ülkeler, sermaye hareketlerinin talep artışı ve enflasyon yaratan etkilerini kırmak için araç olarak para politikasını tercih etmektedirler. Sermaye girişleri nedeniyle yerli para da meydana gelecek değerlenmeyi önlemek için Merkez Bankası sterilizasyon uygulamasına gitmektedir. Çalışmada, açık piyasa işlemlerinin bu amaçla sıklıkla kullanıldığını ve bu aracın kısa vadede etki göstermesinden dolayı ülkeler tarafından sıklıkla tercih edildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Berument ve Dinçer (2004), çalışmada sermaye girişlerinin gelişmekte olan ve küçük ekonomilerin makroekonomik performansı üzerine etkilerini incelemiştir. 1992:01-2001:06 aylık verileri ve VAR modelini kullanarak; kısa dönemde sermaye girişlerinin ulusal parayı değerlendirdiği, çıktı ve para arzını arttırdığı, ancak faiz oranları ve fiyatlar üzerinde düşürücü yönde etki ettiği sonucuna ulaşmıştır. Aynı zamanda; döviz kuru rejiminin, sermaye akımlarının makroekonomik performans üzerine etkisinin olmadığını tespit etmiştir.

Tytell ve Wei (2005), 1975 yılından 1999 yılına kadar olan dönemde 62 ülke için (22 sanayileşmiş ve 40 gelişmekte olan ülke) yıllık veri kullanmıştır. Finansal küreselleşmenin ülkeleri düşük enflasyonlu para politikaları izlemesine neden olabileceği sonucuna ulaşmış; ancak bunun bütçe açığını azaltmaya teşvik ettiğine dair bir kanıtı ulaşamamıştır.

Gürbüz (2006)'nın çalışmada 1990:1-2005:3 dönemine ait veriler kullanılmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarının; parasal göstergelerin içerdiği faiz oranı, döviz kuru ve enflasyon oranına etkisini; yatırım ve GSYİH artışı gibi reel sektörler etkisi ve dış ticaret üzerine etkileşimi VAR modeli ile incelenmektedir.

Ulaşılan sonuca göre, kısa vadeli sermaye girişlerinin olumlu etkileri; GSYİH üzerinde kısa vadeli artış ve yerli paraya değer kazandırırken, olumsuz etkisi dış ticaret dengesi üzerine olmuştur. Uzun dönemde ise, faiz oranlarını yükseltirken enflasyon oranı ile ilişkisinin anlamsız olduğu görülmüştür. Aynı zamanda, kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomiye ani giriş-çıkışlarından dolayı ekonomideki kırılganlık ve istikrarsızlık ortamını arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Pruski ve Szpunar (2008), Polonya ekonomisine odaklanarak, hem para politikasının yürütülmesi hem de finansal piyasa istikrarı ve gelişimi için artan sermaye akımlarının sonuçlarını analiz etmiştir. Enflasyon hedeflemesinin, artan sermaye akışlarıyla ve bunun döviz kuru istikrarıyla ilişkili olumsuz sonuçları ile baş etmek için uygun bir strateji oluşturduğunu belirtmiş; yüksek sermaye akımları ve döviz kuru dalgalanmalarına rağmen, enflasyon hedeflemesi rejimi altında düşük enflasyon ve cari işlemler açığının eşlik ettiği güçlü ekonomik büyümenin sağlanabildiğini çalışmasında göstermiştir.

Kavas (2011), çalışmasında Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinin para politikasına olan etkisini incelemiştir. 1990- 2010 dönemi için kurduğu modelde literatür ile paralel sonuçlar elde etmiştir. Çalışmasında finansal açıklık ile enflasyon oranı arasında negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Eser (2012), kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz etkileri önlemek için Tobin vergisi olarak bilinen yöntemin Türkiye’de uygulanabilirliğini inceleyen çalışmasında, enflasyonla ilgili görüşlerine de yer vermektedir. Gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımının artmasının fiyatları etkileyeceğini ve bu etkinin düşürücü yönde olduğunu altını çizmektedir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde sermaye girişlerinin artması sonucunda hedefledikleri enflasyon oranlarını gerçekleştiremediklerini savunmaktadır. Çalışmasında, sermaye mobilitesinin para arzında yarattığı artışın sınırlandırılması ve yine sermaye girişinin kur üzerindeki etkisi azaltılabilirse enflasyona hakim olunabileceğini ve düşürülebileceği görüşünü desteklemektedir.

Dalkılıç (2015), finansal serbestleşme ile büyüme arasındaki ilişkiyi ampirik olarak incelemiş aynı zamanda serbestleşmenin enflasyon üzerindeki etkisine de değinmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde sermaye girişlerinin en önemli etkilerinden biri, yurtiçi paraların değerinin artmasıdır. Çalışmasında; ortaya çıkan bu gelişmenin kısa vadede enflasyonu bastırıcı bir etkisi olduğunu altını çizmektedir. Dalkılıç’a göre bu etki iki türlü meydana gelmektedir. “Birincisi, TÜFE içinde yer alan bir takım ithal mallarının fiyatlarının azalmasıyla birlikte, iç talebin ithal mallarına doğru kaymasıdır. Yurtiçi talepteki bu azalış, ortaya çıkacak enflasyonu azaltıcı nitelikte olabilmektedir. İkinci ise, ithal hammadde ve yatırım mallarının fiyatlarının görece olarak ucuzlamasıdır.” bunun sonucunda girdi maliyetlerinde bir azalma meydana gelecek ve bu azalma yerli üretimi arttırarak enflasyon üzerinde düşürücü etki yapacağı sonucuna ulaşmıştır.

3.2 Metodoloji

Çalışmada finansal liberalizasyonun para politikası üzerindeki etkisinin belirlenmesinde ampirik yöntem olarak yatay-kesit verileri ile zaman serisi boyutlarını içeren Panel Veri Analizi tercih edilmiştir. Panel veri, belirli bir ülke ya da birime ait olarak zaman serisi analizine göre daha güvenilir tahminleme yapma imkanı vermektedir (Tuncay, 2010: 150). Ayrıca, panel veri analizi kısa zaman serisi ve/veya yetersiz kesit gözleminin var olduğu durumlarda da ekonometrik analiz yapılmasına imkan vermektedir. Bu nedenle panel veri özellikle uzun dönemli verileri olmayan gelişmekte olan ülkeler ile ilgili yapılacak ekonometrik testlerde kolaylık sağlamaktadır.

Panel veri regresyonu, $y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + v_{it}$ şeklinde ifade edilmektedir. Buradaki X_{it} ($i=1, \dots, N$; ve $t= 1, \dots, T$) i simgesi; hanehalkı, ülke ya da firma vb. birimleri, t simgesi ise zamanı ifade etmektedir. Sonuç olarak panel veri regresyonu, zaman serisi ya da kesit regresyonundan farklı olarak i ve t gibi iki alt indisten oluşmaktadır (Hsiao, 2003:7).

3.3. Model ve Bulgular

2005 ile 2015 yılları arasındaki dönemin ele alındığı modelde, Çalışmamızın bu bölümünde finansal serbestleşmenin para politikası üzerine etkisi, liberalizasyon üzerinde etkili olduğu düşünülen değişkenler yardımıyla ampirik olarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Kullanılan değişkenler finansal gelişmişliğe ilişkin değişkenlerdir. Ampirik analizde, Türkiye’nin de içinde bulunduğu üst orta gelir grubu ülkelerinden Brezilya, Çin, Güney Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Moritus, Peru ve Tayland seçilmiştir. Ülkelerin belirlenmesinde verilere ulaşılabilirlik göz önüne alınmıştır.

Ekonometrik analizde yer alan değişkenler ve tanımları ise aşağıda tablo halinde gösterilmiştir.

Tablo 1: Ekonometrik Analizde Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Değişkenler	Tanımları
ENF	Tüketici Fiyat Endeksi
PA	Geniş Para Arzı / GSYİH
CID	Cari İşlemler Dengesi / GSYİH
YK	Özel Sektöre Yönelik Yurtiçi Krediler / GSYİH
PKO	Piyasa Kapitalizasyon Oranı / GSYİH

Analizdeki verilerin normal dağılışa uygun olduğu test edilmiş ancak değişen varyans ve çoklu doğrusal bağlantı problemlerinin giderilmesi için logaritmik dönüşüm ve fark denklemleri uygulanmıştır. Bir modelin sağlamlığı, güvenilirliği ve gücü bunlara ilişkin bazı varsayımların sınanması ile ölçülmektedir. Söz konusu varsayımlardan birisi de oluşturulan regresyon modelinde, hata teriminin birbirini izleyen değerleri arasında ilişki olduğunu belirten otokorelasyonun (Autocorrelation) olmamasıdır. Otokorelasyonu araştırmak amacıyla Durbin-Watson test istatistiğinden yararlanılmıştır.

Tablo 2: Panel Veri için Durbin – Watson Testi

Dependent Variable: ENF

Method: Panel Least Squares

Date: 05/15/17 Time: 23:26

Sample: 2005 2015

Periods included: 11

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.059539	0.834533	0.071344	0.9433
CID	-0.016789	0.067694	-0.248019	0.8046
YK	-0.385620	0.446696	-0.863273	0.3901
PKO	-0.405770	0.145602	-2.786844	0.0064
C	4.389199	2.168482	2.024088	0.0457

Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.524132	Mean dependent var	1.342256	
Adjusted R-squared	0.459691	S.D. dependent var	0.600364	
S.E. of regression	0.441302	Akaike info criterion	1.320237	
Sum squared resid	18.69572	Schwarz criterion	1.663934	
Log likelihood	-58.61301	Hannan-Quinn criter.	1.459642	
F-statistic	8.133576	Durbin-Watson stat	1.869575	
Prob(F-statistic)	0.000000			

H_0 : Otokorelasyon yoktur H_1 : Otokorelasyon vardır.

Yapılan test sonucunda H_0 hipotezi kabul edilerek otokorelasyon bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Çoklu regresyon modelinde meydana gelebilecek bir başka sorun da çoklu doğrusallık (multicollinearity) problemidir. Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun yüksek olduğu durumu ifade eden çoklu doğrusallığın yüksek olması katsayı tahminlerinin istikrarsızlaşması ve katsayıların standart hatalarının büyümesi açısından sorun yaratmaktadır. Dolayısıyla, kurulan modelde çoklu doğrusallığın olup olmadığının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için bir “i” değişkeni ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki çoklu doğrusallığın incelenmesi için bir kriter olan Varyans Enflasyon Faktörü (Variance Inflation Factor) “VIF” kullanılmaktadır. VIF değerinin 5’in üzerinde çıkması çoklu doğrusallığın önemli olabileceği anlamına gelmektedir.

Yapılan analiz sonucunda para arzı, özel sektöre sağlanan yurtiçi krediler ve piyasa kapitalizasyon oranı değişkenlerinin VIF değerlerinin beşten büyük olması nedeniyle, fark denklemleri oluşturularak tekrar VIF kriteri uygulanmış ve sorun giderilmiştir.

Doğrusal bir regresyon çözümlemesinin sağlamlığında hata teriminin varyansının sabit olması (Homoskedasticity) önem taşımaktadır. Aksi durumsa değişen varyanslılık (Heteroskedastisite) olarak kabul edilmektedir. Gauss- Markov hipotezinin ve Klasik En Küçük Kareler yönteminin temel varsayımlarından biri olan “hata terimi tüm gözlemler için sabit varyanslıdır” görüşünden sapmaya verilen isim heteroskedastisitedir. Modelimizde değişen varyansın olup olmadığını saptamak için White testi uygulanmıştır. Bu test varyans ve standart hatalarla ilgili olup aynı adla anılmaktadır. Halbert White çalışmalarında asimptotik örnekler için gerçek ana kütle değerlerine ilişkin güvenilir bir metot olduğunu altını çizmiştir. Ayrıca değişen varyanslarda meydana gelebilecek yanlış tahminler sonucunda t ve F testlerinin de güvenilirliğinin azalmasına karşı geliştirilmiş bir yöntemdir (Sümer, 2006: 18-19). Modelde yararlanılan veriler normal dağılışa uygun olmasına karşın, White’ın önerdiği değişen varyans sınaması normallik varsayımını şart koşmamaktadır.

Tablo 3: Değişen Varyans (Heteroskedasticity) Sınanması- White Testi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA ²	-0.425727	73.89419	-0.005761	0.9954
CID ²	4.999402	22.87120	0.218589	0.8274
YK ²	29.33149	41.76679	0.702268	0.4842
PKO ²	26.17979	13.75085	1.903867	0.0599
C	-677.7903	848.1817	-0.799110	0.4262

Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.316496	Mean dependent var	305.4495	
Adjusted R-squared	0.223938	S.D. dependent var	376.9132	
S.E. of regression	332.0394	Akaike info criterion	14.56680	
Sum squared resid	10584014	Schwarz criterion	14.91049	
Log likelihood	-787.1739	Hannan-Quinn criter.	14.70620	
F-statistic	3.419434	Durbin-Watson stat	1.294399	
Prob(F-statistic)	0.000237			

H₀: Sabit varyans H₁: Farklı varyans prob > α: 0.05

Test sonuçlarına göre tüm katsayıların prob değerleri α: 0.05 önem seviyesinden büyük olduğu için, H₀ hipotezi kabul edilir. Yani modelde heteroskedastisite olmadığı sonucuna ulaşılır. Ülkelerin varyansı birbirinden farklı değildir.

Panel veri analizinde sabit ya da rassal etkili modellerin hangisinin seçileceğine karar vermek için Hausman tarafından geliştirilen test kullanılmaktadır. Hausman’ın sıfır spesifikasyon testi (iki bileşenli bir panel modelinde bireysel özellikli rassal etkiler ve açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon bulunmadığı varsayımından hareketle) hem sıfır hem de alternatif spesifikasyonlarla tutarlı bir alternatif tahminleyicinin varlığı üzerine temellendirilmektedir (Nerlove, 2002: 36).

Tablo 4: Hausman Testi

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: RANDOM			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.280955	4	0.0042

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
PA	0.001400	-0.001320	0.000818	0.9242
CID	-0.178381	-0.149814	0.001036	0.3749
YK	-0.052967	-0.025618	0.000238	0.0763
PKO	-0.018603	-0.006451	0.000014	0.0011

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: ENF

Method: Panel Least Squares

Date: 05/15/17 Time: 17:33

Sample: 2005 2015

Periods included: 11

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.809243	1.806730	5.429280	0.0000
PA	0.001400	0.033769	0.041458	0.9670
CID	-0.178381	0.060297	-2.958355	0.0039
YK	-0.052967	0.022537	-2.350253	0.0208
PKO	-0.018603	0.007878	-2.361471	0.0202

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.646378	Mean dependent var	4.438818
Adjusted R-squared	0.598492	S.D. dependent var	2.485357
S.E. of regression	1.574838	Akaike info criterion	3.864595
Sum squared resid	238.0911	Schwarz criterion	4.208293
Log likelihood	-198.5528	Hannan-Quinn criter.	4.004001
F-statistic	13.49819	Durbin-Watson stat	1.635780
Prob(F-statistic)	0.000000		

H_0 : Rastasal etki vardır prob: 0.0042 α : 0.05

H_1 : Sabit etki vardır 0.0042 < 0.05

Uygulanan Hausman testinin sonucuna göre H_0 hipotezi reddedildiği için sabit etkili modelin seçilmesine karar verilmiştir. Bu durumda modeli sabit etki ile tahmin etmek gerekmektedir. Sabit etki tahmin sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 5: Sabit Etki Tahmin Sonuçları

Dependent Variable: ENF

Method: Panel Least Squares

Date: 05/16/17 Time: 12:26

Sample: 2005 2015

Periods included: 11

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 110

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
PA	0.001400	0.033769	0.041458	0.9670
CID	-0.178381	0.060297	-2.958355	0.0039
YK	-0.052967	0.022537	-2.350253	0.0208
PKO	-0.018603	0.007878	-2.361471	0.0202
C	9.809243	1.806730	5.429280	0.0000

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.646378	Mean dependent var	4.438818
Adjusted R-squared	0.598492	S.D. dependent var	2.485357
S.E. of regression	1.574838	Akaike info criterion	3.864595
Sum squared resid	238.0911	Schwarz criterion	4.208293
Log likelihood	-198.5528	Hannan-Quinn criter.	4.004001
F-statistic	13.49819	Durbin-Watson stat	1.635780
Prob(F-statistic)	0.000000		

Elde edilen modelin açık hali aşağıdaki gibidir.

$$ENF = 9.809243 + 0.001400PA - 0.178381CID - 0.052967YK - 0.018603PKO$$

Söz konusu bağımsız değişkenlerden elde edilen katsayıların işaretleri (pozitif- negatif) bağımlı değişken ile aralarındaki ilişkinin yönünü belirlemektedir. Uygulamada kullanılan CID değişkeni, finansal açıklık oranını temsil etmektedir. Bağımlı değişken ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. PA değişkeni ülkenin finansal gelişmişliğini ölçülmesinde çok duyarlı bir gösterge olmasa da literatürde yaygın olarak kullanıldığı için çalışmamızda da kullanılmıştır. Bağımlı değişken ile arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görülmüştür. Finansal gelişmişliği gösteren bir diğer değişken özel sektöre sağlanan yurtiçi krediler ve piyasa kapitalizasyon oranıdır. Bu değişkenlerin bağımlı değişken ile arasındaki ilişki negatif yönlü olmuştur.

Gelişmekte olan ekonomilerde 2005-2015 dönemi için oluşturulan regresyon modelinden varılan sonuçlar, sermaye hareketleri ile enflasyon oranı arasında büyük oranda negatif yönlü ilişkiyi ortaya koymuştur. Literatürde mevcut olan durum teyit edilmektedir.

4. SONUÇ VE ÖNERİLER

1980 sonrası dönemde uluslararası boyutta yaşanan finansal dönüşümler gelişmekte olan ekonomileri ve bu arada Türkiye'yi de ciddi ölçüde etkilemiştir. Serbestleşme politikaları esasen gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye birikimi yetersizliği ve etkin olmayan kaynak dağılımı sorunlarına karşı bir çözüm olarak gündeme gelmiştir.

Finansal serbestleşmenin para politikası üzerine olan etkisinin araştırıldığı ve 2005 ile 2015 yılları arasındaki dönemin ele alındığı mevcut çalışmada, Türkiye'nin de içerisinde bulunduğu üst orta gelir grubu ülkelerinden Brezilya, Çin, Güney Afrika, Kolombiya, Malezya, Meksika, Moritus, Peru ve Tayland ele alınarak ampirik bir analiz yapılmaya çalışılmıştır. Yöntem olarak üstünlükleri dikkate alınarak çalışmamızda Panel Veri Analizi tercih edilmiştir. Modelin sağlamlığının tesbiti için Otokorelasyon, Çoklu Doğrusallık ve Heteroskedastisite araştırılmış; Oto korelasyon ve Heteroskedastisiteye rastlanmamıştır. Bazı değişkenler için tesbit edilen Çoklu Doğrusallık ise giderilmiştir. Yapılan Hausman testi sonucunda da Sabit Etkili Modelin seçilmesine karar verilmiştir.

Sabit etkili model yardımıyla yapılan tahmin sonuçlarına göre finansal gelişmişliğin enflasyon oranını yükseltici; finansal açıklık, yurtiçi kredilerdeki artış ve piyasa kapitalizasyon oranındaki artışın enflasyon oranını düşürücü bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Sonuç olarak konu ele alındığında, finansal serbestleşme sonrası sermaye hareketlerinin üzerindeki engellerin kalkması ile birlikte gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye girişlerinin artmasının enflasyon üzerinde azaltıcı etkisi olduğu kabul edilebilecektir. Ancak sermaye akımlarındaki serbestleşmenin Cari işlemler dengesi üzerine etkisinin ise özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından olumsuz olduğu belirtilmelidir. Sermaye girişlerine açık pek çok gelişmekte olan ekonomide ve Türkiye ekonomisinde yaşanan krizlerin ortaya çıkışında sermaye akımlarının belirleyici olduğu görülmektedir. Ekonomide süreklilik gösteren güvensizlik ve bunu ardından oluşan finansal krizlerin önüne geçebilmek açısından, özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik yapılarına uygun politikaları tercih etmesi, finansal kırılğanlıkları önlemek açısından makroekonomik yapılarını güçlendirmesi hayati bir önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

Berument, H., & Doan, B. (2003). Openness and the effectiveness of monetary policy: empirical evidence from Turkey. Applied Economics Letters, 10(4), 217-221..

- Berument, H., & Dincer, N. N. (2004). Do capital flows improve macroeconomic performance in emerging markets?: the Turkish experience. *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(4), 20-32.
- Çetin, Mehmet, (2010), Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Dalkılıç, Remziye, (2015), Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Emil, M. F., & Vehbi, M. T. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(48), 1-23.
- Kadir, E. S. E. R. (1993). Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği. *Ekonomik Yaklaşım*, 4(10), 83-100.
- Eser, Kezban, (2012), Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları, Mesleki Yeterlik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Güneş, Ş., & Konur, F. (2013). Türkiye Ekonomisinde Dışa Açıklık ve Enflasyon İlişkisi Üzerine Ampirik Bir Analiz. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 8(2).
- Gürbüz, Rana, (2006), Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Hsiao, Cheng, (2003), *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press.
- Kavas, Kadriye, (2011), Finansal Serbestleşmenin Para Politikasına Etkisi: Türkiye Uygulaması, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- İpek, A. G. D. E. (2015). Türkiye’de Enflasyon ile Ticaret Açıklığı Arasındaki İlişki. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(4).
- Nerlove Marc, (2002), *Essays in Panel Data Econometrics*, USA: Cambridge University Press.
- Pierdzioch, C. (2002). Capital Mobility, Consumption Substitutability, and the Effectiveness of Monetary Policy in Open Economies (No. 1110). Kiel Working Paper.
- Pruski, J., & Szpunar, P. (2008, December). Capital flows and their implications for monetary and financial stability: the experience of Poland. In *Participants in the meeting* (p. 403).
- Romer, David, (1993). Openness and Inflation”. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(4).
- Sönmez, S. (2003). Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü Mü? Kalkınma’nın İtici Gücü Mü?. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(49-Proceedings), 210-224.
- Sümer, K. K. (2006). White’ın Heteroskedasite Tutarlı Kovaryans Matrisi Tahmini Yoluyla Heteroskedasite Altında Model Tahmini. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (4), 17-24.
- Tuncay, Özhan, (2010), Döviz Kuru Politikalarının Ekonomik Analizi (Türkiye Örneği), Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Tükel, Özge, (2007), Finansal Serbestleşmenin Türkiye’nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Wei, S. J. *Global Capital Flows and National Policy Choices*.
- Wu, C. S., & Lin, J. L. (2006, June). The Relationship between Openness and Inflation in Asian 4 and G7. In *document présenté au NBER 17th Annual East Asian Seminar on Economics*, Kohala Coast, Hawaii.
- Wynne, M., & Kersting, E. (2007). Openness and inflation.
- Yentürk, N. (1997). Finansal serbestlik ve makroekonomik dengeler üzerindeki etkileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(2), 131-156.