

FİNANSAL LİBERALİZASYON POLİTİKALARI VE KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN TÜRKİYE ÜZERİNE ETKİLERİ: S&P 500 VE İMKB ÜZERİNDEN BİR ANALİZ

Fırat Gündem*

Ramazan Tunç^ψ

Özet

Bu çalışmanın amacı küresel krizin ardından neoliberal ekonomik yaklaşımlara karşı oluşan kuşkunun finansal liberalizasyon politikaları bağlamında değerlendirilmesidir. Bireysel yatırımcılar açısından spekülasyon ekonomisi oluşturarak sermaye hareketlerine neden olur. Bu sermaye hareketleri spekülasyon kazançları yaratmaktadır. Bununla birlikte makroekonomik dengeler açısından değerlendirildiği zaman bu sermaye hareketleri istihdam oranı ve sermaye bölüşümü başta olmak üzere temel makroekonomik değişkenleri olumsuz etkilemektedir. Şokların bir piyasadan başka bir piyasaya bulaşma etkisi, finansal liberalizasyonla birlikte, finansal krizlerin (şokların) bulaşma (Spillover-contagion) etkilerinin test edilmesi çalışmanın ana konusunu oluşturmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın ilk bölümünde finansal liberalizasyon politikaları teorik olarak incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde çeşitli ülkelerin finansal liberalizasyon deneyimleri değerlendirilerek finansal liberalizasyon ve finansal kriz ilişkisi incelenmiş ve finansal anlamda liberalizasyon politikalarını hayata geçiren ülkelerde finansal kriz eğilimlerinin arttığı tespit edilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde finansal liberalizasyon süreci Türkiye örneğinde ampirik olarak ele alınmış ve Türkiye ekonomisinin dışsal finansal şoklardan negatif etkilendiği bulgulanmıştır. Son bölümde ise elde edilen bulgulara göre sağlıklı bir küresel ve ulusal finansal yapı için gerekli politika önermelerinde bulunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Finansal Liberalizasyon, Finansal Kriz, Yayılma Etkisi, EGARCH

Abstract

The purpose of this study is evaluating the global neoliberal economic approach towards the crisis which followed the financial liberalization policies in the context of suspicion. Neo-liberal economic policies creates opportunities for individual investors and creates capital flows through creating the speculation economics. Beside this when it is evaluated with macroeconomic balances this capital flows have negative impacts on macroeconomic variables, mainly on employment rate and capital allocation. Analyzing Shocks spillovers or shocks contagion from one market to another market is the main subject of this study. In this context in the first part of the study we theoretically examined financial liberalization policies. The second part of the study assessed in the context of financial liberalization experience of various countries and the relation between financial liberalization process and financial crisis has been examined and we concluded from the part that the more liberalization process is the more open to crisis. In the third part of the study we examined the Turkey case empirically and we interfere from the analysis that The Turkey Economy has been impacted negatively by external shocks during the liberalization process. In the final part, with respect to the findings of global and national financial structures we stressed on the policy proposal for the local and global economics.

Keywords: Financial Liberalization, Financial Crisis, Spillover Effect, EGARCH

* Araş. Gör., Dokuz Eylül Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, firat.gundem@deu.edu.tr

^ψ Kalkınma Uzmanı, Kuzey Ege Kalkınma Ajansı, ramazan.tunc@live.com

1- Finansal Liberalizasyon Kavramı

Bretton-Woods sisteminin geçerli olduğu 1970’li yılların sonlarına kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarının ortak noktası finansal piyasalara müdahale olmuştur. Bu müdahaleler; mevduat ve kredi faiz oranlarının sınırlanması, bankaların yüksek karşılık oranları, selektif kredi politikalarının uygulanması ve sermaye hareketlerine kısıtlar getirilmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir (Kar ve Ağır, 2005:51). Bretton-Woods sisteminin yıkılmasından sonra uygulanmış olan müdahaleci makro ekonomik politikaların olumsuz etkilerinden kurtulmak için önerilen serbestlik yanlısı politikalar IMF ve Dünya Bankası önderliğinde pek çok ülke tarafından uygulama alanı bulmuştur. Modern anlamda sermaye hareketlerinin serbest dolaşımına imkan verecek finansal liberalizasyon politikaları da bu dönemde sistematize edilmeye başlanmıştır.

Finansal liberalizasyon kavramı 1970’lerin başında Bretton-Woods sisteminin yıkılması ve devletin ekonomiye müdahalesine bir tepki olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) önderliğinde ortaya çıktı. McKinnon ve Shaw finansal kesimdeki liberalleşmenin ekonomik büyümeyi artırıcı etkilerinin olacağını iddia ettiler (Kayacan, 2004:35).

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı yada önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir (Durusoy, 2004: 1). Bu bağlamda finansal liberalizasyonu kısaca finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması ve ekonominin uluslar arası sermaye akımlarına açılması süreci olarak tanımlayabiliriz (Kar ve Taş, 2003:164). Bununla beraber daha geniş bir tanım yapmak gerekirse finansal liberalizasyon (Kar ve Taş, 2003:180) ;

- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Faiz oranların serbest piyasada belirlenmesi,
- Bankacılık ve geniş anlamda finansal sektöre giriş serbestliği,
- Banka özerkliği,
- Bankaların özel mülkiyeti,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin liberalizasyonu,

şeklinde tanımlanabilir. Sonuç olarak finansal liberalizasyon yaklaşımının temel özellikleri şöyle sıralanabilir (Kar ve Taş, 2003:164):

- Mevduat faiz ve kredi tavanları ile öncelikli sektörlere kredi verilmesi uygulamasının yürürlükten kaldırılması,
- Yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen uygulamaların kaldırılması,
- Döviz ödemelerinin yapılmasını kısıtlayan uygulamalara son verilmesi,
- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.

Literatürde farklı finansal liberalizasyon tanımlamalarına rastlamak da mümkündür. Örneğin Kaminsky ve Schmukler (2003)'e göre finansal liberalizasyon;

- Hisse senedi piyasalarının serbestleşmesi,
- Hisse senedi piyasası dışında yerli finansal piyasaların serbestleşmesi,
- Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi,

şeklinde üç boyutlu olarak tanımlanmaktadır. Bu yazarlara göre kısmi finansal serbestlik bu üç boyuttan en az ikisinde kısmi serbestleşme durumu olarak, tam serbestlik ise en az iki boyutta tam, üçüncü boyutta ise kısmi serbestleşme durumu olarak tanımlanmıştır (Caner, 2007: 6).

1.1 Finansal Liberalizasyonla İlgili Temel Teorik Yaklaşım: McKinnon-Shaw Hipotezi

Bretton-Woods sisteminin uygulandığı 1945-1971 dönemi dünya ekonomisinin yeniden inşa dönemidir. Bu dönemde IMF sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmeleri kolaylaşmıştır (Yay, 2003:17). Daha sonra yaşanan petrol krizleri ve fordist birikim sürecinin tıkanması bu dönemde yaşanan büyümenin son bulmasına neden olmuştur. Bununla beraber batılı ülkelerin büyümelerini hızlandırmak için açık bütçe ve genişleyici para politikası uygulamaları devletlerin borçlanma ihtiyacını büyütüştür. Bu dönemde devlet tahvil ihracının artması tahvil piyasalarının derinleşmesine yol açmıştır. Dönemin enflasyonist yapısına uygun olarak negatif reel faizle borç verenlerin bu durumu tersine çevirmek istemeleri de bir başka gerçekliktir. Bir yanda devletlerin bütçe açıkları dolayısıyla gittikçe artan finansman ihtiyaçları, bir yandan sosyolojik ve ekonomik nedenlerle tasarruf sahiplerinin değişen tutumu yeniden yapılanmaya çalışan şirketlerin davranışı ile birleşince uluslararası finans piyasaları güçlenmeye başladı, türev piyasalardaki gelişme de inanılmaz boyutlara ulaştı (Sarfati, 2003:39). Bütün bu gelişmeler finans piyasalarının liberalleşmesini gündeme getirdi.

Yapılan pek çok araştırmaya rağmen gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyonun yöntemi, etkileri ve sonuçları üzerinde iktisatçılar tarafından genel olarak kabul görmüş bir teori bulunmamaktadır. Buda finansal liberalizasyona ilişkin görüşlerin çeşitlenmesine yol açmıştır. Buna rağmen özellikle 1980’li yıllarda yaşanan gelişmeler doğrultusunda pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmişlerdir. Finansal liberalizasyon teorisi Neo-klasik yaklaşım olarak bilinen McKinnon-Shaw yaklaşımıyla başlamıştır.

Teorik temellerini Stanford Okulu’nun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’un çalışmalarından alan “finansal serbestleşme kuramı” Neo-klasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonudur (Williamson ve Mahar,1998:8). Finansal baskı ekolünün temsilcileri olan McKinnon-Shaw ve takipçilerine göre hükümetlerin finans piyasaları üzerinde uyguladıkları finansal baskı politikaları ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal baskı (financial repression) ise piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek reel faizlerin yükselmesinin önlenmesi olarak adlandırılmaktadır (Atamtürk, 2003:43).

Öte yandan finansal baskı görüşleri McKinnon-Shaw hipotezi olarak bilinmesine rağmen McKinnon ile Shaw arasında en azından vurgulanan konular açısından bazı farklılıklar vardır. Örneğin McKinnon oto-finance kaynaklarıyla finanse edilen yatırımlar ile faiz oranları arasında yoğunlaşırken Shaw dış mali kaynaklar ile mali derinleşme arasındaki ilişkinin önemine değinmiştir. Fakat nihayetinde her iki görüş de birbirini tamamlar niteliktedir (Soydemir, 1998:9).

McKinnon soruna önce parçalanmış ekonomi çerçevesinden bakmaktadır. McKinnon’a göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların başlangıç aşamasında para ve sermaye piyasalarının bölünmüş olması nedeniyle para ve fiziki sermaye birbirinin ikamesi değil tamamlayıcıdır. McKinnon finansal baskı altında para otoritesi tarafından belirlenmiş negatif veya düşük reel faiz oranlarının tasarruf miktarını azaltarak ve kaynakların etkin dağılımını engelleyerek finansal piyasaların bölünmesine ve bankacılık sisteminin finansal aracılık rolünün olumsuz etkilenmesine neden olduğunu ileri sürmektedir (Doğan ve Işık, 2007:38). Bu durumda organize finans piyasalarının mevcut olmadığı göz önüne alındığında yatırımcılar ve tasarruf sahipleri arasında bir ayırım olmaksızın bütün ekonomik birimler oto-finance yoluyla ayakta kalabilmektedir (Venet, 2003:61). McKinnon’a göre finansal baskının sonuçları şu şekilde özetlenebilir (Soydemir, 1998:9):

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

Shaw'a göre ise finansal sektör finansal varlıklar ve finansal hizmetler için oluşturulmuş karmaşık piyasalardır (Shaw, 1973:3). Borcun aracılılandırılması modelinde Shaw mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın işlemcilerin mevduat talebini teşvik ederek bankacılık sektörünün kredi kapasitesini arttırdığını göstermektedir. Bu dışsal bir şekilde finanse edilen yatırımları uyarmaktadır (Venet, 2003:61). Ayrıca yüksek reel faizler yurt dışındaki fonların ülkeye girmesine ve finansal derinliğin artmasına neden olacaktır. Shaw özellikle finansal derinliğin artmasında yurt dışı fonların yurt içi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır (Atamtürk, 2003:43). Finansal politika liberalize edildiğinde ve finansal fiyatlardaki sapmalar ortadan kaldırıldığında yada azaltıldığında likidite rezervleri yükselir (Shaw, 1973:7). Shaw'a göre finansal liberalizasyon ve ona bağlı politikalar aynı zamanda gelir dağılımının eşitlenmesine de neden olur (Shaw, 1973:11). Geri kalmış ekonomilerin reel finansal büyümelerini bastırmaları sosyal kayıplarla sonuçlanmıştır. Geri kalmış ekonomilerin gelirleri tam liberalizasyonla yükseltilebilir. Eğer tasarruflara uygun getiri oranları önerilirse gelir/tasarruf rasyoları yükselir. Eğer faiz oranları alternatif yatırım seçenekleri arasında radikal bir biçimde kullanılırsa tasarrufların tahsisi daha etkili olur. Eğer sermayenin emeğe ikamesi seyrelirse istihdam yükselebilir. Eğer müdahale ve baskı stratejisi daha az güven bulursa gelir dağılımındaki adaletsizliğin azalması mümkün olur (Shaw, 1973:80). Sonuç olarak başlangıçta her ne kadar farklı argümanlar ileri sürseler de McKinnon ve Shaw'ın yaklaşımları finansal baskı politikalarının büyümeyi olumsuz etkilediği noktasında birbirlerini tamamlarlar. Finansal baskı politikalarının yatırım ve tasarruf üzerindeki etkisi Şekil 1'de görünmektedir.

McKinnon-Shaw'ın analizi finansal açıdan baskı altına alınan bir ekonomi çerçevesinde faiz oranlarının denge oranının altında belirlenmesinin (Venet, 2003:62) ;

- Tasarrufları tüketici lehine azalttığını (banka mevduatlarının azalması),
- Yatırımları optimal düzeyinin altında sabitlediğini,
- Bankalar devlet tarafından düşük verimli projeleri (tarım üretimi vs) finanse etmeye zorlandığı ölçüde gerçekleşmiş yatırımların kalitesini düşürdüğünü göstermektedir.

McKinnon-Shaw'a göre liberalizasyon yaklaşımının temeli, gelişmekte olan ülkelerde yatırımların azlığı sorunsalına değil, tasarrufların yetersizliği anlayışına dayanmaktadır. Eğer sorun tasarrufların azlığı ise reçete tasarrufları artırıcı ve cazip kılıcı politikaların oluşturulmasıdır. Reel anlamda pozitif veya piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek bir faiz oranı ekonomideki atıl fonların organize finansal sektöre (bankacılık sistemine) kaymasına neden olacaktır. Bu ise yatırımlar için gerekli fonların oluşması anlamına gelmektedir (Kar ve Taş, 2003:164).

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon sürecine girilmesiyle serbest bırakılan faiz oranları yükselerek tasarruf yatırım dengesini sağlayacak önemli bir değişken haline gelecek ve böylece finans kesimi ile piyasalara ilişkin tüm bilgileri taşıyan bir gösterge niteliği taşıyacaktır. Faiz oranlarının yükselmesine bağlı olarak tasarruflar artacak, buda yatırımlara dönüştürülebilecek kaynakları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracaktır. Öte yandan tasarrufların artması tüketimi kısıcı etki yapacak ve böylece enflasyonist baskılarda ortadan kalkacaktır. Yine faiz oranlarının yükselmesi ile daha önce iletken olmayan yatırımlar artık karlı olmaktan çıkacağı için tasarruflar daha üretken alanlara yönelecek ve kaynak dağılımında etkinlik sağlanacaktır. Finansal liberalizasyon mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açarak finansal derinleşmeyi artıracak buna bağlı olarak da finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır (Tezer ve Çolak, 1999:274).

McKinnon ve Shaw'ın çalışmaları devlet müdahalelerine olan artan güvensizlikle karakterize olmuş değişen entelektüel iklimin ve piyasanın kaynakları optimum dağıtacağına olan yükselen inancın habercisi olmuşlardır. McKinnon ve Shaw yaklaşımı finansal liberalizasyon yada finansal piyasaların düzenleyici engellerinden kurtulması bakımından finansal sektör analizi ve politika yapımının ana teorik temelini oluşturmuştur (Sikorski, 1996:66).

Bütün olumlu beklentilere karşın McKinnon-Shaw yaklaşımının uygulaması çok az istisna dışında beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Özellikle, finansal serbestleşme ile yükselen faizler, tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken, dış tasarrufları (dış borçları) beklenmedik ölçüde artırmıştır. Benzer şekilde, finansal serbestleşme iç borçlarda da önemli artışlara yol açmıştır. Büyük bankalar ve uluslararası piyasalarla bağlantısı olan işletmeler ucuz kredilere ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurtiçi piyasalardan kredi alan küçük

işletmelerin borçları sürekli olarak yükselmiştir. 1980'lerin ortasında yeni serbestleşen bu finansal piyasalar çökerken, hükümetler kaçınılmaz olarak finansal piyasalara müdahale etmişlerdir (Esen, 1998:25).

2- Finansal Liberalizasyon Finansal Kriz İlişkisi

İkinci dünya savaşından sonra dünya ticaretini serbestleştirecek, çok yanlı denkleşmeye olanak verecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin onarımını kolaylaştıracak bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulmasına şiddetle gerek duyuluyordu. O yüzden ülkeler daha savaş sona ermeden yeni bir uluslararası para sistemi yaratmak amacıyla 1944'te Amerika'da Bretton-Woods (New Hampshire) kasabasında toplandılar. Bretton-Woods toplantılarında IMF (Uluslararası Para Fonu) ve İBRD (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası:Dünya Bankası)'nın kurulması kararlaştırıldı (Seyidoğlu, 2003:529). Toplantı sonucu kararlaştırılan ve Bretton-Woods sistemi olarak da adlandırılan bu sistem aslında küresel düzeyde kurulmuş bir ticaret ve üretim sistemiydi. IMF denetiminde sabit (ancak ayarlanabilir) döviz kurları sisteminin yürürlükte olduğu bu dönemde ilke olarak ülkelerin sermaye hesaplarını korumaları teşvik ediliyor ve ülkeler arasındaki iktisadi bağlantı dış ticaret kanalları üzerinden tanımlanıyordu. Finansal piyasaların ulusal düzeyde örgütlendiği, sermaye hareketlerinin kontrol altında tutulduğu bu dönem, hükümetlere istihdam artışı ve gelir dağılımını mümkün kılan Keynesyen talep politikalarını sürdürebilme olanağı tanıyordu. Hükümetler kamu harcamaları, kredi politikaları ve faiz hadlerini belirleyebiliyorlar ve bu yolla toplam talep ve yatırım düzeyini etkileyerek iktisadi büyümeyi sürdürebiliyorlardı (Köse, 2006:153).

Bretton-Woods'tan sonra özellikle batı ekonomilerinde görülen yaklaşık 25 yıllık büyüme ve refah dönemi sermaye birikiminin yavaşlaması ve sermayenin azalan getirisi sonucu yerini uluslararası anlamda ekonomik krize bıraktı. Bu dönemde öncelikle Amerika 1971'de altın konvertibilitesine son verdiğini açıkladı. Ardından uluslararası ekonomik sistem petrol ve borç krizlerine maruz kaldı. Dünya ekonomisi 1973-1974 yıllarında OPEC üyeleri tarafından tek yanlı olarak önemli ölçüde arttırılan ham petrol fiyatları ve bu artışın kapitalist ekonomik yapıda uzun yıllardır varolan diğer olumsuz unsurlarla birleşmesi nedeniyle, çok ağır bir resesyona sürüklenmiştir. Ancak dünya ülkelerinin resesyondan etkilenme dereceleri gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstermiştir. Gerçektende ABD ve az sayıda gelişmiş ülke diğer ülkelere oranla sahip oldukları esnek ekonomik yapıları aracılığıyla krizin olumsuz sonuçlarını kısa sürede geçiştirmişler; buna karşılık önemli boyutlarda petrole bağımlı olan ve genelde yüksek petrol fiyatlarına uyum gösteremeyecek düzeyde katı ekonomik yapıları

bulunan gelişen ülkeler, çok ciddi ödemeler dengesi açıkları ve dış borç sorunlarıyla karşı karşıya kalmışlardır (Pala, 1996:95) .

1970'lerin ikinci yarısından itibaren baskın hale gelen piyasaların serbestleşmesi ve sermayenin sınır tanımaksızın hareket kabiliyeti kazanması 1980'lerin sonunda yeni bir dünya stratejisi olarak gelişmekte olan ülkelere küresel iktisadî sisteme intibak için bir reçete olarak sunulmuştur. Neoklasik yaklaşım çerçevesinde gelişmekte olan ülkelerin yetersiz yurtiçi tasarrufları büyüme ve gelişme için kaynak sıkıntısı oluşturacağını söylemekte ve bu kısır döngüden dış tasarruflarla kurtulunabileceği vurgulanmaktaydı. Bu yüzden dış tasarrufların çekilebilmesi için finansal serbestlik her ülkenin yapması gereken bir uygulamaydı. 1980'lerin sonunda Washington Konsensüs (uzlaşma) adıyla bilinen bu yaklaşımla faiz oranlarının serbestleşmesinin finansal araçları arttırarak finans sisteminde derinleşme ve etkinlik meydana getireceği savunulmaktadır. (İstemihan, 2003). Bretton-Woods sisteminin dağılmasıyla birlikte uygulamasına son verilen sabit kur rejimleri ve sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin büyük ölçüde kalkması, 1990'lı yılların sonundaki dünya ekonomik sisteminin temel yapı taşlarını oluşturmuştur (Özlale, 2003:116). Bu değişimlerden sonra sadece gelişmiş ülkelerin değil gelişmekte olan ülkelerin de sermaye piyasaları hızla büyümüştür. 1990-1994 arasında gelişmekte olan ülkelere 50 yeni borsa faaliyete geçmiştir (Yıldızoğlu, 2004:553).

1980'lerin başlarında gerek gelişmiş gerek gelişmekte olan pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmeye başladı. Bunda IMF ve Dünya Bankasının gelişmekte olan ülkelere tavsiye ettikleri istikrar programlarında bu ülkelerin finansal kalkınmaya önem vermelerini açık bir şekilde vurgulanmasının ve finansal kalkınmayı liberalizasyon politikaları ile gerçekleştirmeleri gerektiği şartının programlarının ayrılmaz bir parçası haline getirilmesinin payı büyüktür (Kar ve Tuncer, 1999:13). Finansal liberalizasyon programları ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber genel olarak faiz oranları üzerindeki baskının kaldırılması, sermaye hesabının liberalleştirilmesi, sermaye hareketlerini kısıtlayıcı engellerin kaldırılması, ülke mevzuatlarının sermaye transferine imkan tanıyacak şekilde uyumlaştırılması vb. politikalar çeşitli ülkeler tarafından uygulamaya konuldu.

1970'li yılların sonu 1980'li yılların başında çevre ülkelerinin birbiri ardına borç ödeyemez hale gelmeleri uluslararası bankaları zor duruma düşürmüştü ve bu kaynaktan çevreye aktarılan fonlar iyice azalmıştı. Bu trend devam ederse çevrenin ihracatını çok aşan ithalatı azalacak demektir. Oysa uluslararası piyasalarda fon bolluğu yaşanıyor ve bunlara karlı plasman alanı yaratmak gerekiyordu. Rizikoyu sermaye için azaltan, karlılığı arttıran yeni bir düzenleme, bu ülkelerin para ve sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve küreselleşmesi

yoluyla olabilirdi. Paraların konvertibl olması ve cari işlemlerin yanı sıra bütün sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu bağlamda ortaya çıktı. Böylece orta gelirli ülkeler sadece dolaysız yatırımlara değil akışkan fonlar biçiminde hareket eden “finans kapital”e de tam olarak açıldı. Ekonomi politikasının iki temel fiyatı, faiz haddi ve döviz kuru, kamu denetiminden arındırıldı, merkez sermayesinin etkisine sokuldu (Kazgan, 2002:129).

ABD 1980’de Mevduat Kurumları Deregülasyon Ve Parasal Kontrol Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) ve 1982’de Garn-St German Mevduat kurumları yasası (Garn-St German Depository Institution Act) ile finansal deregülasyon sürecini başlattı (Karabulut, 2003:77). Bu iki yasa finansal sisteme çok geniş özgürlükler getirse de ABD’deki finansal deregülasyonun sadece başlangıcıdır (Akbulut, 2002:45). ABD finansal liberalizasyonu sadece kendi ülkesinde gerçekleştirmekle yetinmeyip süreci diğer önemli finansal piyasalara da empoze etmiştir. Örneğin 1984’te Japonya ile bu yönde bir anlaşma gerçekleştirmiştir. Bu anlaşmaya göre Japonya ile mali ilişkilerinin devamını bu ülkenin finansal liberalizasyonu gerçekleştirmesine bağlamıştır. Bu anlaşmanın ardından Japonya 1984-1987 arası dönemde finansal deregülasyonu hızla gerçekleştirmiştir (Karabulut, 2003:77).

İngiltere ise 26 Ekim 1986’da yürürlüğe koyduğu, “Big Bang” olarak da bilinen kararlarıyla Londra Borsası’nı uluslararası işlemlere açmış, broker ile aracı kurum arasındaki ayırımları kaldırmış, yabancı bankaların İngiliz aracı kurumlarının tamamına sahip olabilmesine imkan tanımıştır (Bilir, 2006:30).

Hindistan genel liberalleştirme programının bir aşaması olarak 1991-92 krizlerinden sonra faiz oranlarını aşamalı olarak liberalize etmeye başladı. Endonezya ise 1981’de petrol gelirlerindeki düşüşten sonra vergi reformu yaparak faiz oranlarını liberalize etti. 1980’lerin ortalarında Latin Amerika’da Ekvator, Meksika, Uruguay gibi ülkeler borç krizinin öncülük ettiği enflasyon, şiddetli mali açıklar ve kesilen dış finansmandan sonra ulusal kaynak hareketliliğini sağlamak için faiz oranlarını liberalize ettiler (Caprio, Hanson, Honohan, 2000:6).

1980’lerin ortalarından itibaren yükselen küresel finansal dalga sermayenin kazanç alanını genişletmiştir. Bu bağlamda sermayenin yeni kazanç alanı daha çok çevre ülke ekonomileri olmuştur. Çevre ülkeler dayatılan yapısal uyum programları liberalizasyon, deregülasyon ile uluslararası mal ve sermayeye karşı geliştirdikleri politik araçlar zayıflatılmış; bu ekonomilerin uluslararasılaştırılması hedeflenmiştir. Finansal küreselleşmenin spekülasyon amaçlı sermaye akımları yoğunlaşmıştır. Merkez ülkelere bu ülkelere yönelen sermaye akımları bazı ülkelere yüksek büyüme oranlarını gerçekleştirmişse de kalıcı olmamış; aksine

bu ülkelerin ekonomilerini kırılganlaştırmış ve “kriz üretir” yapısını oluşturmuştur (Bakırtaş ve Karbuz, 2004:98).

Finansal liberalizasyonla beraber dünya çapında artan sermaye hareketlerinin ülkeler üzerindeki etkileri farklı olmuştur. Aslında bu farklılık ülkelerin uluslararası sermayeye ve dolayısıyla finansal küreselleşmeye eklemlenme dozlarındaki farklılıktan kaynaklanmıştır.

1970’li yılların ortalarından itibaren Arjantin de finansal serbestleşme sürecine girmiştir. Arjantin’i Şili takip etti. 80’li yıllarda Tayvan ve Güney Kore’nin finans yetkilileri finans sektörüne uyguladıkları düzenleyici kontroller kısmi olarak kaldırdılar. Latin Amerika ve Güneydoğu Asya’daki uygulamalar ise oldukça farklıydı. Dolayısıyla çok da farklı sonuçlara ulaştılar. Özellikle Latin Amerika’daki deneyimlerin ışığında finansal serbestleşme kavramının içeriği zenginleşti. Latin Amerika ülkelerinde Şili’de olduğu gibi tam bir serbestleşme söz konusuken Güneydoğu Asya ülkelerinde Güney Kore yada Tayvan’da olduğu gibi uygulama oldukça temkinliydi (Venet, 2003:68).

Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genel olarak Latin Amerika ülkelerinde yapılan finansal reformlar, faiz oranlarının serbest bırakılmasını, kredi tahsis politikalarının terk edilmesini, mevduat münzam karşılık oranlarının düşürülerek bütün finansal kurumlar için uyumlu hale getirilmesini, sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasını, yerli ve yabancı bankaların finansal piyasalara girmesini engelleyen yasaların kaldırılmasını ve etkin bir denetim mekanizması geliştirilmesini hedef almaktaydı. Latin Amerika ülkelerinin arasından özellikle Arjantin, Şili ve Uruguay yukarıda belirtilen reformları büyük bir hızla gerçekleştirmişlerdir (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:6). Finansal liberalizasyon Latin Amerika ülkelerinde diğer gelişmekte olan ülkelere daha hızlı olarak uygulamaya konulmuştur. Ancak, bu ülkeler yaşadıkları ekonomik sorunlar (1980’lerin başında Şili ve Arjantin’de görülen krizler) sonucu reformlardan vazgeçerek çeşitli kontrollerin uygulanmasına yeniden başlamışlardır (Kar ve Taş, 2003:164). Latin Amerika’daki finansal serbestleşmenin gözle görülür bir başarısızlıkla sonuçlandığı söylenebilir (Venet, 2003:68).

1980 ve 1990 yıllarındaki Latin Amerika’daki krizlerden farklı olarak, 1994-1995 yıllarındaki Meksika ve 1997-1998 yıllarındaki Güney Asya krizi makroekonomik istikrarın nispeten sağlandığı bir ortamda ortaya çıkmıştır. Her iki ülkenin ekonomik durumu, gelişmekte olan birçok ülkeye örnek teşkil edebilecek kadar sağlıklı gözükmekteydi. Bir başka deyişle gerek Meksika’da, gerekse beş Güney Doğu Asya ülkesinde (Endonezya, Güney Kore, Filipinler, Malezya, Tayland) diğer ülkelerde görülen devasa bütçe açıkları mevcut değildi ve enflasyon oranı düşüktü (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:8).

Meksika 1988’de IMF denetiminde bir dezenflasyon politikasını devreye soktu. Bu dezenflasyon politikası reel faizleri artırdığı için ülkeye sermaye girişi hızlanmış, rezervler artmış, ulusal para değerlenmişti. Hızla artan cari işlemler açığı kolay finanse edildiği için sermaye girişi özendirildi. Bununla beraber 1994 yılında ABD uygulamaya koyduğu sıkı para politikası çerçevesinde faiz artırımında bulununca Meksika’ya giren yabancı sermaye miktarı azalmaya başladı. Ayrıca 1994’ün Meksika’da seçim yılı olması nedeniyle gevşeyen mali yapı politik istikrarsızlıkla birleşince sermaye çıkışları hızla arttı ve rezervler eridi. NAFTA’nın kabul edilmesi sırasında Meksika ekonomisi bir finansal krize doğru ilerliyor ve 1929 Büyük Depresyonu’ndan bu yana görülmuş en büyük durgunluğa giriyordu (Buturak ve Yeldan, 2004:87). Sonuçta Ekim 1994’te Peso dalgalanmaya bırakıldı, borsa çöktü ve faiz oranları yükseldi. Meksika krizi yayılma etkisi yarattı (Tekila Etkisi). Krizin yansımaları en şiddetli olarak Arjantin ve Brezilya’da hissedildi. ABD’deki bankalar krizin ardından bu ülkelerde yatırımlarını azalttılar. Arjantin’de 1991’den itibaren para kuruluna dayalı bir istikrar politikası uygulanıyordu. Bu politika gereği ülke içindeki para miktarı ancak ülkeye giren döviz miktarına bağlı olarak artırılabilirdiğinden ve bu durumda girişler de azaldığından faiz oranları aşırı şekilde arttı ve ülke resesyona girdi (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:34).

Asya krizinde ise krizden hemen önceki yıllarda Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardır. Yoğun sermaye girişleri özellikle de kısa dönemli sermaye hareketleri düzensiz finansal serbestleşmeye atfedilebilir. Dışa açılma süreci, öncelikli sektörlere verilen izinlerle başlamış, bu da kısa dönemli sermaye hareketlerinin artmasına neden olmuştur. Yerleşik olmayanların borsada menkul kıymet alımlarına ve doğrudan yatırımlarına önemli sınırlamalar getirilmiş (özellikle Güney Kore de) ancak finansal serbestleşme yurtdışından kısa dönem borçlanma imkanlarını artırmıştır (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002:11). Bütün olumlu görünen iç ve dış faktörlere rağmen önce Tayland’da başlayan ikiz kriz (twin crises) hızla bölgedeki diğer ülkelere, özellikle de diğer Asya ülkelerine yayıldı (Yay ve Yay, Yılmaz, 2001:35).

Güney Afrika’da hızlı finansal reform tercih edildi. Nitekim 1980’de kredi tavanları ve faiz oranı kontrolleri terk edildi ve 1983’ten sonra bankacılıkta daha fazla rekabete izin verildi. Fakat geniş çaplı ekonomik yaptırımların konulmasının arkasından sermaye kaçışına tepki olarak sermaye kontrolleri daraltıldı. Mısır da 1991’de hızlı bir finansal sektör reform programı yürürlüğe koydu (Williamson ve Mahar, 1998:45).

Sonuç olarak finansal liberalizasyon yaşayan ülkeler döviz kurlarında ani dalgalanmalar ve ani sermaye çıkışlarının yaşandığı krizlere maruz kalmışlardır. Meksika (1994), Güney Doğu

Asya Ülkeleri (1997), Rusya (1998), Brezilya (1999), Türkiye (1994 ve 2000-2001) ve Arjantin (2001) bu tip krizleri yaşayan ülkeler arasında sayılmaktadır (Kar ve Kara, 2004:77).

3- Finansal Krizlerin Yayılma Etkisi

Günümüzde küresel ekonominin lokomotif ve iskeletini finansal piyasalar oluşturmaktadır. Finansal piyasaların derinleşmesi ve küresel ekonomik sistemin entegre parçalarının birbirinin içine girmesi süreciyle birlikte bir piyasadan kaynaklanan bir rahatsızlık veya anormal durum başka bir piyasada kendini hissettirebilmektedir. Günümüz modern ekonomilerinde piyasa aktörleri karar alırken tüm dünyadaki gelişmelere paralel bir şekilde karar alarak, olası risk kategorilerine hazırlıklı olmayı tercih etmektedirler. Piyasa aktörleri olarak nitelenen ve özellikle liberal ekonomilerde sermaye birikiminin sağlanması amacıyla oluşturulan finansal piyasalarda faaliyet gösteren, spekülasyon ekonomisinin de temel taşlarını oluşturan finansal piyasa yatırımcıları, riskleri sınıflandırarak rasyonel kararlar almayı ve ihtiyaç duydukları finansal fonları elde ederek karlarını maksimize etmeyi amaçlarlar. Finansal piyasa aktörlerinin karar sürecini etkileyen temel unsur risk algısıdır. Risk algısında piyasa riski, spekülasyon ekonomisinin temel göstergeleri arasında gösterilebilir. Spekülasyon amaçlı yapılan yatırımlarda birbirileri ile etkileşim halinde olan ülkelerin piyasalarında oluşan riskler dikkate alınarak yatırım kararı alınır. Bunun temel nedeni ise entegre olan piyasaların birinde başlayan bir riskin başka bir piyasa tarafından da absorbe edilme ihtimalidir. Nitekim Asya, Rusya ve Latin Amerika da yaşanan krizlerden farklı ülkeler, farklı tepkiler göstererek etkilenmişlerdir. Kriz öncesinde, Doğu Asya ülkelerinin hızlı kalkınma tecrübelerini, dinamik serbest piyasa ekonomilerinin başarısı olarak yansıtan IMF'nin, krizin salgın etkisi belirginleştikten sonra dahi güçlü finansal denetim yapıları bulunmayan bölgede finansal liberalizasyonda ısrarcı olması, krizin doğurduğu zararları arttırmıştır (Ünay, 2009). Spekülasyon ekonomilerinin temel direklerinden olan sıcak para hareketlerinin finansal mimari düzenleyicilerinden olan IMF tarafından desteklenmesi ve sıcak paranın bir piyasaya rahatlıkla girip çıkması nedeniyle, şoklar oluşmaktadır. Bu tür şoklar karşısında etkisiz kalan liberal politikaların mimarları da bu politikaların etkinliğini sorgular aşamaya gelmiştir. Bununla birlikte özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde 2008 yılının sonlarında patlak veren Mortgage temelli krizden birçok ülke etkilenmiştir. Finansal sistemlerin temel göstergesi olan hisse senedi piyasalarındaki düşüşler birbirini takip etmiştir. Ülke borsa endeksleri kısa sürede tepki göstererek ABD'deki borsa düşüşlerini takip etmiştir. Türkiye borsası olan İMKB 100 endeksi de bu düşüşü yaşayan borsaların arasında yer almaktadır.

22 Temmuz 2007 yapılan seçimlerde tek parti iktidarının oluşması sonucunda piyasalar tarafından algılanan risk algısının düşük olması etkisini de arkasına alarak hızlı bir yükselişe geçen borsa endeksi, uzun bir süre zirve yaparak sürekli yükselen bir trend izledikten sonra ABD’de başlayan kriz sonucunda tepkisel hareket etmiş ve 20.000 civarına kadar düşüş sergilemiştir. Ülke piyasalarının içinde bulunduğu bu tür düşüş ve yükselişler sonucunda piyasa aktörleri meydana gelen volatilité durumunu risk olarak algılayıp volatilitéye göre karar almayı yeğlerler.

Volatilité, tam olarak piyasa göstergesi olan herhangi bir faktörün fiyatının değişmesi sonucunda ortaya çıkan düşüş ve artış şeklindeki dalgalanmaları temsil etmektedir. Düşüş ve yükselişin temsil edildiği bu tür durumlara oynaklık da denilmektedir. Volatilité aynı zamanda riskin bir ölçütüdür ve riski temsil etmektedir. Herhangi bir finansal enstrümana veya borsa endeksine ait volatilitenin ölçülmesi aynı zamanda riskinin de ölçülmesi anlamına gelmektedir. Bu risklerin ölçülmesinde çeşitli modeller kullanılmaktadır. Finansal Ekonometri de volatilitenin ölçülmesinde ARCH ve ARCH ailesi modelleri kullanılmaktadır. ARCH (Engle, 1982) (Autoregressive Conditional Heteroscedasticity), otoregresive koşullu farklı varyansı karşılamaktadır. Engle tarafından literatüre katılan ARCH ve ARCH türevleri modelleri hakkında yazında birçok çalışmaya rastlamak mümkündür. Bu modellerin volatilité risk proxy’si olarak değerlendirilip finansal karar alıcıların yönlerini tayin etmede kullanılması öngörülmektedir. ARCH türevi olan GARCH (Taylor, Bollerslev 1991) ise Genelize Edilmiş Koşullu Farklı Varyans olarak tanımlanmaktadır ki koşullu olmasının temel dayanağı varyansın zamanla değişiyor olmasıdır. Varyans ve standart sapma, volatilité olarak tanımlanmakta ve risk algısının temel ölçütü olmaktadır. ARCH modellerinin bir türevi olan EGARCH (Nelson, 1991) üstel (Exponencial), modeli ise kaldıraç etkisi olarak bilinen asimetric volatilitéyi ve risklerin bulaşma (spillover-contagion) (Angela Ng, 2000) etkilerini ölçmek için kullanılmaktadır. Kaldıraç etkisi, finansal piyasalardaki herhangi bir değişkenin fiyatında gerçekleşen düşüşlerin, gerçekleşen artışlardan daha fazla volatilitéyi artırdığını, dolayısıyla risk algısının fiyat düşüşleri durumunda daha fazla olduğunu göstermektedir. Asimetric etki olarak da tanımlanan bu durum fiyat düşüşlerinin volatilitésinin daha fazla olduğunu, fiyat artışlarının volatilitésinin ise daha düşük olduğunu gösterir. EGARCH modeli aynı zamanda Spillover, yani risklerin, (volatilitenin) bulaşma etkisini ölçmek için kullanılabilir (Ng, 2000) Öncü bir piyasada gerçekleşen volatilitenin başka bir piyasa için gösterge olması durumundan kaynaklanan bu özellikle bir piyasada başlayan bir riskin, krizin ya da rahatsızlığın başka bir piyasaya sıçraması durumu analiz edilebilir. Eğer bir piyasada başlayan bir risk algısı başka bir piyasayı da etkiliyorsa o halde öncü piyasada

gerçekleşen bir kriz başka bir piyasayı da etkileyecektir. Temel varsayımlar eşliğinde bu hipotezi test etmek için bu çalışmada finansal ekonometrik model olarak EGARCH (Nelson, 1991) modeli kullanılarak ABD’de başlayan kriz sürecinin gelişmekte olan bir piyasa olan Türkiye finans piyasası üzerindeki etkisi ölçülecektir. Bu konuda izlenecek yöntem Kanas (2000)’de uygulanan, hisse senedi piyasasındaki volatilitenin döviz kuru üzerindeki yayılma etkisinin ölçülmesinde kullanılan EGARCH modeli olarak nitelenen aynı zamanda asimetric etki yani kaldıraç etkisinin de analiz edilmesinde kullanılan modeldir. Bilindiği üzere kaldıraç etkisinin varlığı durumunda negatif haberlerin volatilitenin üzerindeki etkisi pozitif haberlerden daha çoktur. (Brooks:2008,408). Yani negatif haberler firmaların Borç/Özsermaye oranını daha fazla etkilemektedir. Bu da volatilitenin piyasalardaki risk algısının etkilenmesine neden olmaktadır. Bu risk algısının 2008 yılında ABD piyasasındaki etkisinin Türkiye piyasasına bulaşma etkisi analiz edilecektir. Bunun için ABD ve Türkiye piyasalarını temsilen endeksler belirlenmiş ve bu endekslerin günlük verilerinden oluşan yüksek frekanslı zaman serileri üzerinde çalışılarak temel hipotez test edilmiştir.

3.1- Uygulamanın Amacı

Finansal Liberalizasyon derecesinin artması ile birlikte finansal anlamda liberalizasyon derecesi yüksek olan öncü bir piyasada gerçekleşen kriz veya volatilitedeki bir değişimin görece olarak liberalizasyon derecesi düşük bir piyasayı etkileme durumunu analiz etmek bu çalışmanın temel amacı olmaktadır. Bu bağlamda gelişmiş piyasalar liberalizasyon derecesi yüksek olan piyasa olarak değerlendirilmiş, gelişmekte olan piyasaların liberalizasyon derecesi görece olarak düşük olduğundan çalışma kapsamında öncü piyasa olarak gelişmiş piyasa baz alınmıştır.

3.2- Veri ve Metodoloji

Çalışma kapsamında kullanılan verilerde, borsa endekslerine ait günlük kapanış fiyatları alınarak bunların getirileri hesaplanmıştır. S&P 500 endeksine ait veriler www.finance.yahoo.com adresinden, IMKB100 endeksine ait günlük kapanış fiyatları ise Platodata veri tabanından temin edilmiştir. Veri aralığı olarak Ocak 2006 ile Mart 2010 aralığı tercih edilmiştir. Ayrıca çalışma kapsamında Ocak 2006 ile Nisan 2010 aralığı üzerinden analiz yapılmıştır. Bunu yapmaktaki temel amaç borsa endekslerinin Nisan 2009 itibari ile dip yapıp yükselişe geçmiş olmasıdır. Eviews 6 yazılım programı kullanılarak EGARCH

analizinin yapıldığı bu çalışmada, bulaşma etkisi için oluşturulan modelde açıklayıcı değişken olarak S&P 500'e ait günlük getiriler belirlenmiştir.

3.3- Kullanılan Model ve Analiz Bulguları

GARCH ve EGARCH Modelleri

Taylor (1986) ve Bollerslev (1986) birbirinden bağımsız yaptıkları çalışmalarla GARCH modelini geliştirmişlerdir. GARCH modeli, koşullu varyansın bir önceki kendi gecikmeli (lag) değerine bağlı olarak değişkenlik gösterir (Brooks:2008). Koşullu varyansın denklemi aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 \quad (1)$$

Burada σ^2 koşullu varyansın geçmiş döneme dayanan tek periyotlu herhangi bir bilginin sonraki dönemi tahmin edilmesinde kullanılan parametredir. Zamana bağlı değişen varyansın bir önceki döneme bağlı olarak değişmesi durumunu ifade etmektedir. Burada kullanılan u_t terimi ise kalıntı (hata terimi) olarak ifade edilmektedir. Hata teriminin gecikmeli değerinin bir sonraki dönem üzerindeki etkisi volatilitenin kalıcılığı, yani gelen şokun kalıcılığı hakkında fikir sahibi olunması açısından önemlidir.

EGARCH, üstel GARCH modeli Nelson (1991) çalışması ile literatüre dahil edilmiştir. Farklı şekilde ifade edilen koşullu varyans denklemi şu şekilde ifade edilebilir (Brooks, 2008:406).

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \beta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \frac{u_{t-1}}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} + \alpha \left[\frac{|u_{t-1}|}{\sqrt{\sigma_{t-1}^2}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right] \quad (2)$$

Modelin pür GARCH modelinden üstün birkaç avantajı vardır. Birincisi $\log(\sigma_t^2)$ değeri modellendiği için parametreler negatif olsa dahil σ_t^2 değeri pozitif olacaktır. Bu nedenle yapay olarak modele negatif olmama kısıtını koymak gerekmemektedir. İkincisi, EGARCH modelinin formülasyonunda asimetrilere izin verilmektedir bu nedenle volatiliteler ve getiriler arasındaki ilişki negatif olmaktadır ve σ değeri negatif olacaktır (Brooks,2008:406). Ayrıca şok niteliğindeki olumlu ya da olumsuz haberlerin kalıcılığını analizi açısından da EGARCH kullanılmaktadır.

EGARCH modeli kullanılarak Kanas (2000) tarafından oluşturulan modelde hisse senedi piyasasındaki getiriler ile döviz kuru getirileri arasındaki bulaşma etkileri analiz edilmiştir (Choi, Fung, Fu, 2008?). Kullandığımız modeli şu şekilde ifade edersek;

$$R_t = \beta_{1,0} + \sum_{j=1}^p a_{1,j} R_{t-j} + \sum_{j=1}^p \beta_{1,j} FX_{t-j} + \varepsilon_t^R \quad (3)$$

$$FX_t = \beta_{2,0} + \sum_{j=1}^p a_{2,j} R_{t-j} + \sum_{j=1}^p \beta_{2,j} FX_{t-j} + \varepsilon_t^{FX} \quad (4)$$

$$h_t^R = \exp \left\{ a_{1,0} + a_{1,1} f(Z_{t-1}^R) + a_{1,2} f(Z_{t-1}^{FX}) + \gamma_1 \ln(h_{t-1}^R) \right\} \quad (5)$$

$$h_t^{FX} = \exp \left\{ a_{2,0} + a_{2,1} f(Z_{t-1}^R) + a_{2,2} f(Z_{t-1}^{FX}) + \gamma_2 \ln(h_{t-1}^{FX}) \right\} \quad (6)$$

$$f(Z_{t-1}^R) = \left(|Z_{t-1}^R| - E|Z_{t-1}^R| + \delta_1 Z_{t-1}^R \right) \quad (7)$$

$$f(Z_{t-1}^{FX}) = \left(|Z_{t-1}^{FX}| - E|Z_{t-1}^{FX}| + \delta_2 Z_{t-1}^{FX} \right) \quad (8)$$

$$h_{R,FX_t} = p_{R,FX} \sqrt{h_t^R h_t^{FX}} \quad (9)$$

R_t burada İMKB100 endeksine ait günlük getirileri, FX_t ise S&P500 endeksine ait getirileri simgelemektedir. EGARCH modelinin formülasyonu ise h_t parametresi ile ifade edilmektedir. S&P500 endeksine ait kalıntı terimi İMKB100 endeksinin getiri serisinin EGARCH formülasyonunda denkleme dahil edilerek, EGARCH etkisi analiz edilerek hipotez test edilmiştir.

İlk iki denklemdeki ε terimi ise EGARCH dahil edilmek üzere kullanılan hata terimini simgelemektedir. Burada $a_{1,2}$ ve $a_{2,1}$ katsayıları volatilitenin bulaşma etkisinin olup olmadığını test eder. Her iki piyasa arasındaki bulaşma etkisini ortaya koyar. Piyasadan kaynaklanan volatilitenin bulaşma etkisini S&P 500'den İMKB100'e yönelik etkiyi analiz etmek için kullanılır. Ayrıca γ_1 ve γ_2 piyasaların volatilitelerinin kalıcılığını gösterir.

Analiz Bulguları

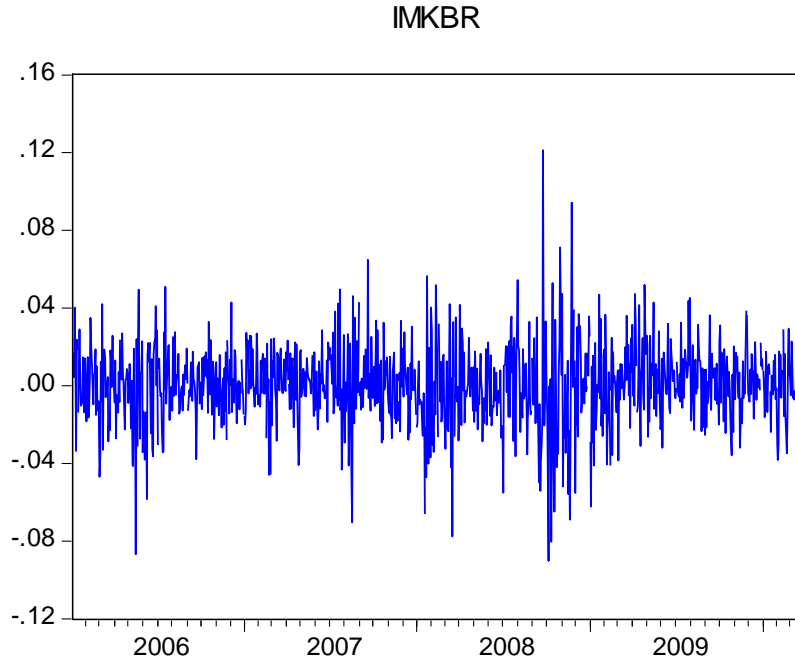
İMKB100 endeksi ve S&P 500 endekslerine ait fiyat hareketleri Ocak 2006- Mart 2010 aralığına ait grafik gösterimleri aşağıdadır.

Grafik 1: İMKB 100 endeksi fiyat değişimleri



Grafik incelendiğinde belli dönemlerde sürekli düşüşlerin olduğu bariz şekilde görülmektedir. Yüne inişler ve çıkışlar birbirini takip etmektedir. Düşüşlerin yaşandığı dönemler volatilitenin yüksek olduğu ve volatilitenin kümelenebileceği dönemlerdir. Bu yüzden getiri grafiğinin de incelenmesi gerekmektedir. Aşağıdaki grafikte ise getirilere ait dağılım gösterilmiştir.

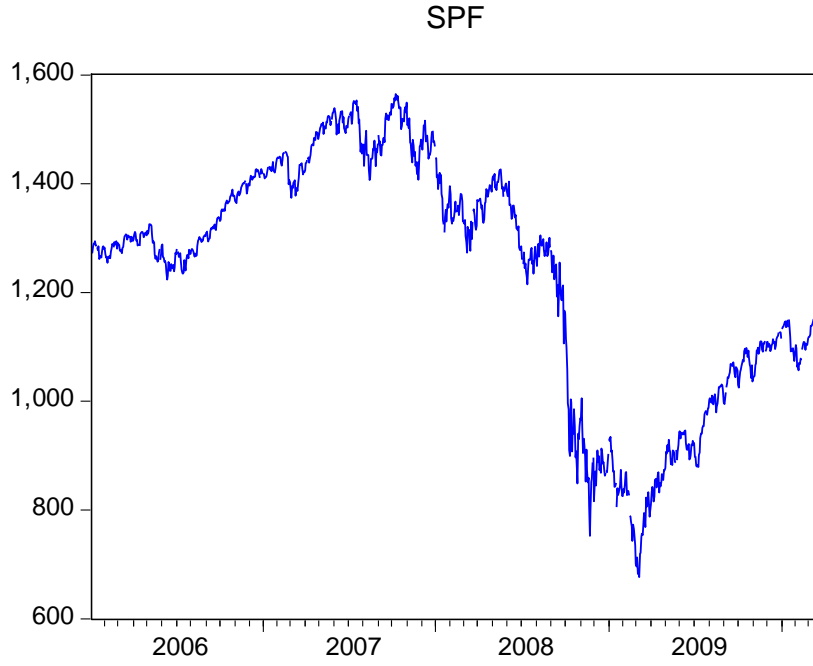
Grafik 2: Getirilerin Dağılımı



İMKB 100 endeksine ait getiri grafiği incelendiğinde belli dđnemlerde, ki bu dđnemler dđşüşlerin olduğu dđnemlerdir, volatilitenin kümelendiği gözlenmiştir.

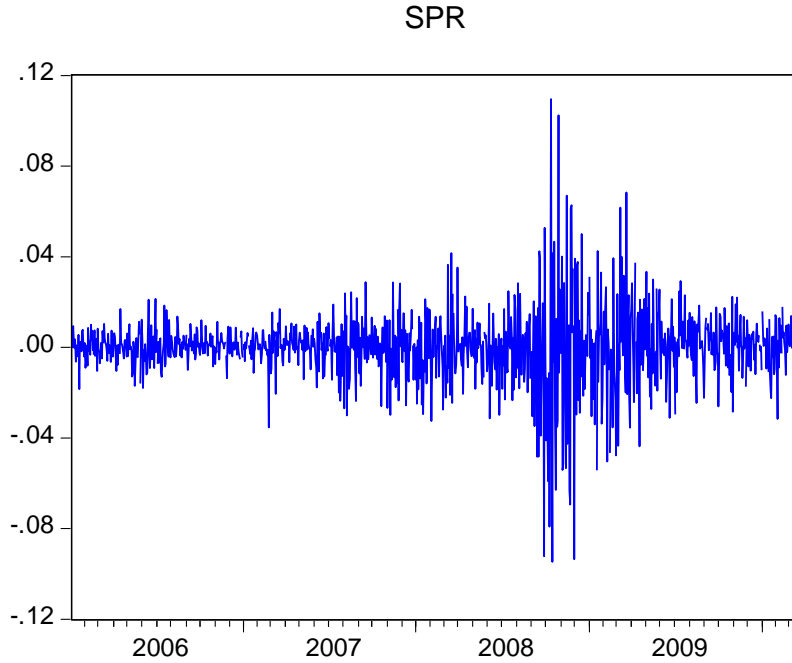
Aynı şekilde S&P 500 endeksine ait fiyat değişimleri ve getiri grafikleri ise Grafik 3 ve 4'te gösterilmiştir.

Grafik 3: S&P 500 Fiyat Hareketleri



İMKB100 endeksinde olduğu gibi bu endekste de 2007'den itibaren başlayan bir düşüş trendi gözlemlenmiştir.

Grafik 4: S&P 500 Getiri Değişimleri



Bu endekse ait getiriler de incelendiğinde belli dönemlerde volatilité kümelenmelerinin olduğu tespit edilmiştir. Bu kümelenmelerin daha çok düşüşlerin yoğun olduğu dönemlerde

meydana gelmesi, düşüş trendindeki dönemlerde volatilitenin daha yüksek olduğu manasına gelmektedir.

Analizin birinci aşamasında S&P endeksi denkleme dahil edilmeden EGARCH etkisi aranmıştır. Eviews 6 paket programı ile elde edilen sonuçlara göre EGARCH etkisi tespit edilmiştir. Analiz sonuçları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: S&P Getirileri Hariç EGARCH Etkisinin Analizi.

Bağımlı Değişken: İMKB				
Method: ML - ARCH (Marquardt) – Normal dağılım				
Date: 03/31/10 Time: 23:26				
Sample: 1/04/2006 3/22/2010				
Included observations: 1060				
LOG(GARCH) = C(2) + C(3)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(4)*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(5)*LOG(GARCH(-1))				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	z-Statistic	Prob.
C	0.000784	0.000561	1.397231	0.1623
Variance Equation				
C(2)	-0.626421	0.121227	-5.167355	0.0000
C(3)	0.182399	0.027970	6.521122	0.0000
C(4)	-0.097188	0.017597	-5.523119	0.0000
C(5)	0.939068	0.014388	65.26750	0.0000

EGARCH analizinde bizim için anlamlılığı incelenecek katsayı C(4) katsayısıdır. Bu katsayının anlamlı çıkması EGARCH etkisinin, dolayısıyla asimetrik volatilitenin varlığını göstermektedir. Negatif şoklar volatiliteni yani riski, pozitif şoklardan daha fazla artırmaktadır.

İkinci aşamada ise S&P endeksine ait getiri serisi denkleme dahil edilerek, S&P endeksindeki volatilitenin de denkleme dahil olması durumunda EGARCH etkisinin varlığı araştırılmıştır. Getiriler arasında asimetrik etki olmakla beraber her iki piyasa için de katsayılar anlamlı çıkmıştır. S&P’nin İMKB 100 endeksi üzerindeki etkisine bakıldığında C(4) katsayısı negatif ve anlamlı çıkmıştır. Bu durumda kaldıraç etkisinin varlığından söz etmek mümkündür. Denkleme dâhil edilen S&P 500 endeksine ait getiri serisi ile birlikte analiz edilen EGARCH etkisinden dolayı C(4) katsayısının anlamlı ve negatif çıkması asimetrik bulaşma etkisinin olduğunu göstermektedir. Asimetrik bulaşma etkisi; negatif şokların bir endeksten başka bir endekse bulaştığı manasına gelmektedir. Asimetrik bulaşma etkisi, negatif şokların etkisinin volatiliteni daha da fazla artırdığını gösterir. Artan volatiliten ile birlikte S&P endeksinden İMKB 100 endeksine volatiliten aktarımının, dolayısıyla bulaşma etkisinin varlığını ortaya

koymaktadır. C(3) katsayısının anlamlı çıkması getirilerde volatilité kümelenmesinin olduğunu göstermektedir.

Tablo 2’de her iki borsanın da en yüksek değerine ulaştığı Temmuz 2007 ile sürekli düşüş yaşanan ve en sonunda dip yapan Nisan 2009 tarihi arasında borsaların endekslerine ait getirilerin volatilitelerinin EGARCH etkisine ait sonuçlar verilmiştir.

Tablo 2: Sürekli Düşüş Yaşanan Dönemin Getirilerinin EGARCH Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken: IMKBR				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal dağılım				
LOG(GARCH) = C(2) + C(3)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(4)				
*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(5)*LOG(GARCH(-1)) + C(6)*SPR				
Değişken	Katsayı	Standar Hata	z-Statistic	Prob.
C	-0.002011	0.001091	-1.842659	0.0654
Variance Equation				
C(2)	-0.254860	0.073712	-3.457496	0.0005
C(3)	0.070412	0.027314	2.577851	0.0099
C(4)	-0.109469	0.024410	-4.484659	0.0000
C(5)	0.973987	0.009983	97.56059	0.0000
C(6)	-1.477967	1.688337	-0.875398	0.3814

Borsa endekslerinin 2006 yılının ilk ayından başlayarak dip yaptıkları Nisan 2009 tarihi aralığına ait getirilerin volatilitelerine ait EGARCH analizi sonuçları da şu şekilde olmuştur.

Tablo 3: Borsaların Dip Yaptığı Tarihe Kadar Olan Süreçteki Getiri Analizi

Bağımlı Değişken: IMKBR				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
LOG(GARCH) = C(2) + C(3)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(4)				
*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(5)*LOG(GARCH(-1)) + C(6)*SPR				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	z-Statistic	Prob.
C	-0.000145	0.000647	-0.223445	0.8232
Variance Equation				
C(2)	-0.475308	0.091069	-5.219192	0.0000
C(3)	0.136972	0.028562	4.795650	0.0000
C(4)	-0.093275	0.021086	-4.423524	0.0000
C(5)	0.953449	0.011009	86.60389	0.0000
C(6)	-3.292035	1.611666	-2.042629	0.0411

EGARCH etkisi bu dönemde de gözlenmiştir. Dolayısıyla asimetric bulaşma etkisini burada da gözlemlemek mümkün olmuştur.

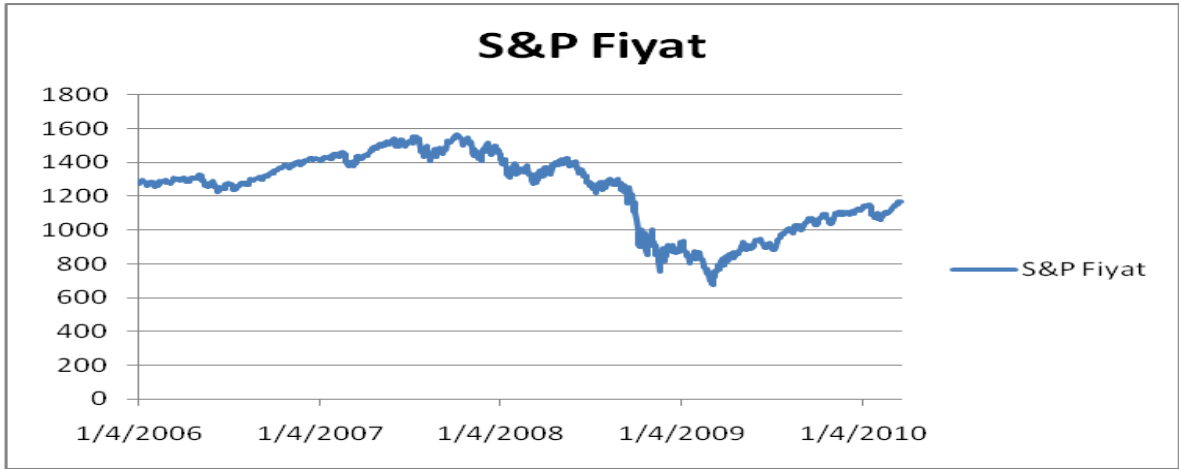
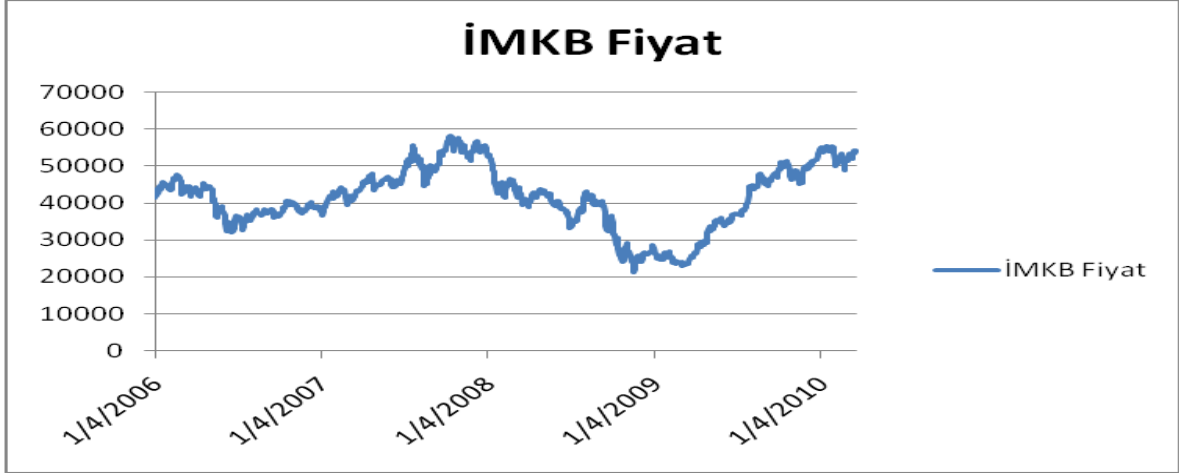
Tablo 4 : 2006-2010 Sürecindeki Getirinin EGARCH Analizi

Bağımlı Değişken: İMKB				
Method: ML - ARCH (Marquardt) - Normal distribution				
LOG(GARCH) = C(2) + C(3)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(4)				
*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(5)*LOG(GARCH(-1)) + C(6)*SPR				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	z-Statistic	Prob.
C	0.000931	0.000555	1.676732	0.0936
Variance Equation				
C(2)	-0.593764	0.110943	-5.351979	0.0000
C(3)	0.168614	0.027247	6.188429	0.0000
C(4)	-0.072430	0.019693	-3.677973	0.0002
C(5)	0.941892	0.013187	71.42821	0.0000
C(6)	-3.298317	1.550079	-2.127838	0.0334

Periyotlara ayrılarak analiz edilen getirilere ait son periyot ise Ocak 2006 ile Mart 2010 tarihleri arasındaki getiri dönemidir. Genel olarak bakıldığında katsayıların anlamlılığı göze çarpmaktadır. Yine çalışmada ilgilenilen katsayı negatif ve anlamlı çıkmıştır.

Daha önce de değinildiği gibi piyasalarda volatilitenin yükseldikçe risk algısı da yükselmektedir. Bu bağlamda EGARCH ile Volatilitenin asimetric ve bulaşma etkisini analiz ettikten sonra VIX endeksi üzerinde bir karşılaştırma yapabiliriz. Bilindiği gibi VIX volatilitenin üzerine oluşturulmuş bir türev endekstir. Kaldıraç veya asimetric volatiliteden dolayı düşüşler volatilitenin artırıyorsa o halde VIX endeksinin de artış göstermesi gerekir. Örneğin S&P 500’de şoksal düşüşlerden sonra analizde gözlemlenen volatilitenin artışı VIX üzerinden de gözlemlenebilmelidir. Bunun temel dayanağı VIX endeksinin finansal piyasalardaki volatilitenin duyarlılığıdır. Yani volatilitenin yükselmesi durumunda VIX endeksi de yükselişe geçmelidir. Çünkü çalışmada kullanılan analize dayalı olarak volatilitenin düşüşlerde artışlardan daha fazla yükselmektedir. Aşağıdaki grafiği inceleyerek düşüşlerle birlikte VIX yükselme göstermiştir. Grafik 5 incelendiğinde S&P 500 ve İMKB endeksleri paralel seyirler izleyerek düşüş gösterdiğinde aynı dönemlere denk gelecek şekilde VIX endeksi tam tersi bir eğilim göstermiştir.

Grafik 5: İMKB 100, S&P 500 ve VIX Endekslerinin Fiyat Bazında Karşılaştırılması



4- Sonuç

Finansal liberalizasyon pek çok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Özellikle dış kaynakla kalkınmanın finanse edilebilmesi ihtimali pek çok az gelişmiş ülkeye cazip görünmüştür. Ancak finansal liberalizasyon deneyimleri bu politika demetini hayata geçiren pek çok ülke için beklenen sonuçları vermemiştir. Finansal liberalizasyon sonrası ülkelerin yaşadıkları finansal kriz ve şoklar bu ülkelerde gelir düşmelerine yol açmıştır. Yaşanılan krizlerden sonra bazı ülkeler finansal reform sürecini durdurarak tekrar kontrol yanlısı politikaları hayata geçirmek zorunda kalmışlardır. Ünlü iktisatçı Dani Rodrik'in şu tespiti yerinde bir tespittir:

“İktisat ve finans dünyasında nadiren devrimler meydana gelir ve genellikle ancak gelip geçtiğinde idrak edilir. Fakat 19 Şubat'ta yaşanan şey, rahatlıkla küresel finansta bir çağın sonu olarak nitelenebilir. O gün Uluslararası Para Fonu (IMF) sermaye denetimleri konusunda uzun zamandır takındığı tutumu tersine çeviren bir politika notu yayımladı. IMF iktisatçılarının yazdığına göre, sermaye akışları üzerinde vergiler ve başka kısıtlamalar faydalı olabilirdi ve bunlar, siyasi karar mercilerinin kullanacağı araçların “meşru” bir parçasıydı. Tuhaf bir biçimde 20 yıldır IMF'nin kapısına uğramayan sağduyuyu tekrar keşfeden raporda şu ifade yer alıyordu: “Mantık, sermaye akışları üzerinde uygun tasarlanmış denetimlerin diğer politikaları faydalı bir biçimde tamamlayabileceğini gösteriyor.” IMF Başkanı Dominique Strauss-Kahn daha geçen kasımda, spekülasyon ‘sıcak para’ akışlarını durdurmaya çalışan Brezilya'nın şevkini kırmış ve bu tür denetimleri ‘standart bir reçete olarak’ tavsiye etmeyeceğini söylemişti.”

IMF'nin 19 Şubat 2010 tarihinde yayınladığı “Sermaye Hareketleri: Kontrollerin Rolü” başlıklı raporunda liberalleşme sürecinin özellikle sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere doğru spekülasyon hareketleri sonucu oluşan şokların ve krizlerin bulaşıcı etkisinin farkına vararak politika bağlamında paradigmatik bir değişime gitme yolunda önemli bir adımın başlangıcı olarak Rodrik tarafından dile getirilmesi anlamlıdır ve bu çalışma kapsamında irdelemeye çalıştığımız bulaşma etkisinin anlaşılmasında ve buna yönelik politika dizisinin yeniden yapılandırılmasında dikkate değer bir önem ortaya çıkarmaktadır. Çalışmada ortaya konan analiz sonuçlarının, IMF'nin son dönemde ortaya koyduğu çıkarımlarla paralellik göstermesi ve finansal piyasaların ve genel ekonomi politikalarının mevcut durumdan çıkmak için yapılan arayışlara katkı sağlaması açısından ortaya konması, finansal mimari açısından kayda değer bir tespittir. Özellikle sıcak para hareketleri gelişmekte olan ekonomilerden kazanç elde etme imkanı sağladığından, uzun vadede ülkelerin istihdam ve makroekonomik değişkenleri açısından olumsuz etkilere neden olabilmektedir. Spekülasyon ekonomisinin aktörleri açısından bir değerlendirme yapmak gerekirse volatilitenin risk algısı olduğunun farkında olan, volatilitenin bir piyasadan başka piyasaya bulaşabildiğini bilen bir yatırımcı, arbitraj etkisi ve spekülasyon etkisinden yararlanarak aşırı kazançlar elde edebilir. Finansal

piyasalarda rol oynayan aktörler sürekli sermaye hareketleri üzerinden işlem yaparak volatilitiyi artırdıkları için, yapay şişkinlikler yaratarak volatilitenin transmisionundan kar elde etmektedirler.

Finansal liberalizasyon özellikle gelişmekte olan ülkelerde daha yıkıcı sonuçlar doğurmuştur. Bu tür ülkeler yeterli finans piyasalarına ve gerekli düzenlemelere sahip olmadıkları için spekülasyon sermayenin ataklarına karşı korumasız kalmışlardır. Ani sermaye çıkışı sonrasında devalüasyon, borç yükünde artış, tasarruflarda kayıp ve kaynak ihtiyacında artış yaşanmıştır. Kaynak yetersizliğinden dolayı finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçiren ülkeler sonuçta finansal kriz sonrası yaşanan açıkları finanse edebilmek için kaynak bulmak zorunda kalmışlardır. Nitekim finansal liberalizasyonun pek çok ülke için yıkıcı sonuçlar doğurmasından sonra liberalizasyon yanlısı teorinin kurucularından olan McKinnon'da gereken düzenleyici kurumların ve uygun iç ekonomik ortamın olmadığı bir ülkede finansal liberalizasyonun ülkeyi şoklara açık hale getireceğini vurgulamıştır.

Finansal liberalizasyon sürecini finansal krizle sonlandıran ülkelerde benzer ekonomik gelişmeler yaşanmaktadır. Finansal liberalizasyon başta kamu olmak üzere özel sektörün ve bir bütün olarak bankacılık kesiminin dışarıdan borçlanmasına olanak vermektedir. Dışarıdan borçlanma eğiliminin artması ise ülkenin kur riskini artırmaktadır. Kur riski yükseldikçe borçlanma faizleri ve risk primleri artmakta, vadeler kısaltılmakta, böylece finansal sistem maliyetli hale gelmeye başlamaktadır. Bu sürecin finansal kırılganlığı artırdığı da bir gerçektir. Daha çok dış kaynaklı sayılabilecek bu kırılganlıklar, yüksek dış ticaret ve dolayısıyla cari işlemler açığı, sermaye giriş çıkışlarında yaşanan istikrarsız dalgalanmalar, yeterli rezerve sahip olma zorunluluğu ve kayıt dışı sermaye hareketlerinde tetiklenme gibi iç unsurlarla birleşince kriz kaçınılmaz olmaktadır.

Öte yandan finansal piyasalarda liberalleşme arttıkça gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş piyasalardan etkilenme derecesi de artmaktadır. Risk proxy'si olarak nitelenen volatilitenin, endekslerin düşüş dönemlerinde artması ve gelişmiş piyasalardaki volatilitenin, gelişmekte olan bir piyasaya bulaşma etkisi de finansal anlamda entegre olma derecesi ile de doğru orantılıdır. Bu durumda finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçiren ülkelerin finansal şoklar karşısında liberalizasyon dereceleri ile doğru orantılı olarak finansal krizlere girmeleri kaçınılmaz olmaktadır. Bu durum özellikle finansal piyasalarda spekülasyon eğilimlerinin güçlendiği durumlarda daha da belirginleşmektedir. Asya ve Latin Amerika piyasalarında yaşanan krizlerin altında yatan nedenlerden bir tanesi de spekülasyon ekonomilerinin etkisidir.

Konuyu Türkiye ekonomisi bağlamında incelediğimizde de gelişmekte olan ülkelere benzer bir sürecin yaşandığı görülmektedir. Finansal liberalizasyon-finansal entegrasyon-finansal kriz döngüsü Türkiye ekonomisi içinde geçerlidir. Nitekim son finansal küresel kriz tamamen dışsal kaynaklı olsa da Türkiye bu krizden küçümsenemeyecek derecede olumsuz etkilenmiştir. S&P 500 endeksindeki volatilitenin Türkiye İMKB100 endeksine öncülük etmesi ve peşinden sürüklenmesi de bu hipotezi destekler niteliktedir. Bu bağlamda özellikle finansal krizlerin önlenmesi, en azından etkilerinin minimuma indirilebilmesi için bir takım politikalar uygulanabilir. Arbitraj arayan, spekülatif karakterli sermaye hareketleri volatilitiyi artırmakta, riski yükseltmekte ve finansal krizlere davetiye çıkartmaktadır. Bu bağlamda uygulanması gereken, özellikle günümüzün küreselleşen dünyasında bu türden sermaye hareketlerini doğrudan engellemek yerine, bu tür kazançlara ortam sağlayan ekonomik ortamın oluşmasını engelleyecek yapısal değişimleri gerçekleştirmek radikal bir tutum olmakla birlikte bir alternatif olarak değerlendirilebilir.

Kaynakça

- Altunoğlu, E. Güloğlu B. (2002). Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*. 27:1-29
- Atamtürk, B. (2003). Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *İktisat Dergisi*. 438: 42-46
- Bakırtaş, T. Karbuz, S. (2004). Finansal Küreselleşme ve Çevre Ülkelerin Durumu. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 215: 92-107
- Bilir, B. (2005). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikalarına Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Bollerslev T. (1986), 'Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity', *Journal of Econometrics*, 31, 307-327
- Bollerslev, T., Engle, R.F., Wooldridge, J.M., 1988. A capital asset pricing model with time varying covariances. *Journal of Political Economy* 96, 116–131. Brooks C. *Financial Econometrics*, 2008.
- Caner, A. (2007). Finansal Serbestleşme ve Yoksulluk İlişkisi Üzerine. *İktisat İşletme ve Finans*. 254: 5-17
- Caprio, G. Hanson, J.A. Honohan, P. (2000). *The Benefits and Pitfalls of Financial Liberalization*.
www.imf.org/workingpapers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID709921_code283885.pdf?abstractid=556072&mirid=1 (10.02.2007)
- Choi, Daniel; Fang, V; Fu, Tian (2007), Volatility spillovers between stock market returns and exchange rate changes: the New Zealand case, *MODSIM 2007 International Congress on Modelling and Simulation*, Christchurch, New Zealand; 10-13 December, 2160-2167.

Choi, Daniel; Fu, Tian (2006), Volatility spillovers from exchange rate changes to stock returns: New Zealand evidence, *Conference Proceedings of the Asian FA/FMA 2006 Meeting*, Auckland, New Zealand; 10-12 July, 1-13.

Durusoy, S. (07.2000). *Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri*. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm> (20.02.2009)

Engle, R.F., 1982. Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of UK inflation. *Econometrica* 50, 987–1008.

Engle, R.F., Kroner, K.F., 1995. Multivariate simultaneous generalized ARCH. *Econometric Theory* 11, 122–150.

Engle, R.F., Ng, V.K., 1993. Measuring and testing the impact of news on volatility. *Journal of Finance* 48, 1749–1778.

Engle, R.F., Ng, V.K., Rothschild, M., 1990. Asset pricing with a Factor-ARCH covariance structure:empirical estimates for treasury bills. *Journal of Econometrics* 45, 213–237.

Esen, O. (1998). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 145:

H.J Chang, G. Palma, D. H.Whittaker, Financial Liberalization and The Asian Crisis, Palgrave 2001. **International evidence, Journal of Business Finance & Accounting**, 27(3) & (4), 447-467.

İstemihan, M. F. (2004). *Finansal Küreselleşme ve Para Politikalarına Etkileri*. http://www.akademiktisat.net/finansal_kuresellesme_para_politikasi_istemihan.htm (20.02.2009)

Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, Capital Inflows: The Role of Controls, IMF Staff Position Note, 19 February 2010. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23580.0>

Kaminsky, G.L. Schmukler, S.L. (2003). Short Run Pain Long Run Gain: The Effects of Financial Liberalization. *IMF Working Paper*. WP/03/34

Kanas, A. (2000). Volatility Spillover Between Stock Returns And Exchange Rate Changes:

Kar, M. Ağır, H. (2005). Finansal Derinleşmenin Göstergeleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Sayı: 496

Kar, M. Taş, S. (2003). İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri. (ss.159-195). *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi

Kar, M. Tuncer, M. (1999). Finansal Kalkınma ve Ekonomik Büyüme. *Uludağ Üniversitesi İİBF Dergisi*. 17(3): 1-18

Karabulut, G. (2003). Finansal Liberalizasyon İktisadi Kriz İlişkisi. *İktisat Dergisi*. 438: 77-80

Kayacan, M. (2004). Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli. *Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi*. 1(1): 35-43.

Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus Devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları

Köse, A.H. (2006). Dünya Ekonomisi İçinde Türkiye: Dış Ticaret ve Sermaye Hareketlerindeki Gelişmeler. *Türkiye Ekonomisi*. (ss.151-188). Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayınları

Lawrence E. Mitchell, *The Speculation Economy*, 2007

Nelson, Daniel B, 1991 ‘‘ Conditional Heteroscedasticity in Asset Return : A New Approach ‘‘ , *Econometrica*, 57, 347-370

Ng Angela, *Shock Spillovers: The Case of Developed Countries in Europe*, September 2000

Ng, Angela ,2000, Volatility Spillover Effects From Japan And U.S. to the Pacific Basin, Journal of International Money and Finance, 19,207-233

Özlale, Ü. (2003). Küreselleşme Sürecinde Uygulanan Para Politikalarının Genel Değerlendirmesi. *2000-2003 Petrol-İş Yıllığı*. (ss. 115-124). İstanbul: Petrol İş Yayınları

Rodrik D. (2010),Finansta Bir Çağın Sonu, [http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=RadikalYazarYazisi&ArticleID=988361&Yazar=DANI RODRİK&Date=31.03.2010&CategoryID=101](http://www.radikal.com.tr/Default.aspx?aType=RadikalYazarYazisi&ArticleID=988361&Yazar=DANI%20RODRİK&Date=31.03.2010&CategoryID=101)

Pala, C. (1996). *20. Yüzyılın Şeytan Üçgeni: ABD-Petrol-Dolar*. İstanbul: Kavram Yayınları

Sarfati, M. (2003). Finansın Liberalizasyonu. *İktisat Dergisi*. 438: 38-41

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat*. İstanbul: Güzem Can Yayınları

Shaw, E.S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Londra: Oxford University Pres

Sikorski, T.M. (1996). *Financial Liberalization in Developing Countries*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing

Soydemir, S. (1998). *Türkiye'de Finansal Fon Akımları*. Ankara: SPK Yayınları

Sogiakas and George, Spill Over Effects of Futures Contracts Initiation on the Cash Market: A Comparative Analysis Karathanassis, MPRA ,26. November 2007

Tezer, Ö. Çolak, Ö.F. (1999). *Finansal Sistem ve Bankalar*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım

Ünay S.(2009) İMF ve Küresel Misyon Arayışı, SETA Analiz. www.setav.org

Venet, B. (2003). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme. *İktisat Dergisi*. 438: 60-70

Williamson, J. Mahar, M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir inceleme*. Ankara: Liberte Yayınları

Wu Chunchi, Jinliang Li, Wei Zhang. "Intradaily periodicity and volatility spillovers between international stock index futures markets", *Journal of Futures Markets*, 25 (6), pp. 553–585, 2005

Yay, T. (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme. *İktisat Dergisi*. 438: 16-33

Yay, T. Yay, G. Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları

Yeldan, E. Buturak, G. (2004). Sermayenin Küreselleşmeye Cevabı: Gelişmekte Olan Ülkelerde Serbestleştirme Sonrası Fiyat Artırımlarının Uyum Kalıplarının Mukayeseli Analizi. *Yeni Emperyalizm Ekonomisi*. (ss.84-100). İstanbul: Yeni Hayat Kütüphanesi

Yıldızoğlu, E. (2004). Hegemonyadan İmparatorluğa. *İktisat Üzerine Yazılar I: Küresel Düzen, Birikim, Devlet ve Sınıflar*. (ss. 539-568). İstanbul: İletişim Yayınları