T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE'DE LİBERALİZASYON SÜRECİ VE SICAK PARA HAREKETLERİNİN MAKRO DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ

ESRA AKGÜN

TEZ DANIŞMANI
PROF.DR. AYHAN AYTAÇ

EDİRNE 2020

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ESRA AKGÜN tarafından hazırlanan "Türkiye'de Finansal Liberalizasyon Sürecinde Sıcak Para Akışlarının Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi" Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca 16.01.2020 günü saat 13:30 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *kabul edilmesine **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Prof. Dr. Ayhan ATTAR	Başarılı	
Doç. Dr. Recep ERSOY	Başarılı	
Dr. Öğr. Üyesi Aysel İSCANOĞLU GÜRKAN	Başarılı	

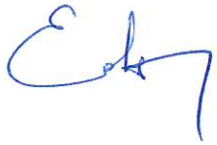
* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOĞRULUK BEYANI

Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında, tüm verilerin bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini, kullanılan verilerde tahrifat yapılmadığını, tezin akademik ve etik kurallara uygun olarak yazıldığını, kullanılan tüm literatür bilgilerinin bilimsel normlara uygun bir şekilde kaynak gösterilerek ilgili tezde yer aldığını ve bu tezin tamamı ya da herhangi bir bölümünün daha önceden Trakya Üniversitesi ya da farklı bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

16 / 01 / 2020

Esra Akgün



Tezin Adı: Türkiye'de Liberalizasyon Süreci Ve Sıcak Para Hareketlerinin Makro Değişkenler Üzerine Etkisi
Tezi Hazırlayan: Esra AKGÜN

ÖZET

Türkiye tarihi boyunca ekonomik açıdan birçok dönüm noktası yaşamış bir ülkedir. Özellikle 1980'li yılların ekonomisine yeni bir soluk katan finansal Liberalizasyon dönemi Türkiye'de ekonominin temel taşlarını yerinden oynatmıştır. Finansal Liberalizasyon dönemi ile birlikte ülkemizde ekonomik serbestleşme ve uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci başlamıştır. Serbestleşme aynı zamanda ülke ekonomisinin devlet tarafından yapılan denetim ve kısıtlamalarını önemli ölçüde azaltmakta olan bir süreçtir. Türkiye ekonomisinin bu süreci hızlıca uygulamaya geçirmesinin sebepleri arasında, dünyaca kabul görmüş ve o yıllarda desteklenen neo-klasik akımın etkileri ile ülkemizde alınan 24 Ocak kararlarının etkisi yer almaktadır. Bu serbest ekonomi ile alınan yeni ekonomik kararların sıcak para akışlarını ve ekonomik parametreleri etkilediği, sayısal veriler yardımıyla görülmektedir.

Çalışmanın birinci bölümünde finans kavramının üzerinde durulmuştur. Sonrasında ''Finansal Liberalizasyon' kavramının dünya ülke ekonomileri üzerine etkileri incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde, Türkiye'de yaşanan liberal (serbestleşme) süreç, ekonomide alınan büyük kararlar ve ekonomiye olan olumlu/olumsuz yansımaları üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümünde ise sıcak para kavramının tanımı alt kalemleri ele alınmıştır.

Çalışmanın son bölümünde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası verileri ile Eviews 8 programının yardımı sonucu VAR modeli uygulanmıştır. VAR modeli kurularak, sıcak para hareketlerinin makroekonomik değişkenlere etkisi ölçülmek istenmiştir. Verilerin ışığında sıcak para değişkeninin, belirli boyutlarda, makroekonomik değişkenleri etkilemekte olduğu saptanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Türk ekonomisi, Liberizasyon, Sıcak para, Makroekonomi

Name of Thesis: Liberalization Process in Turkey and Macro Variables Impact on the Hot Money Movement
Prepared by: Esra AKGÜN

ABSTRACT

Turkey is a country that has experienced many milestones economically throughout its history. Financial liberalization period, a new breath to the 1980s economy, dislodges the cornerstones of the economy in Turkey. With the period of financial liberalization, the process of economic liberalization and international capital flows started in our country. Liberalization is also a process that significantly reduces the state's control and constraints on the economy. Among the causes of this process of passing a quick application of Turkey economy, a world recognized and supported in those years included the impact of the neo-classical 24th January decisions taken by our country's current effects. It is seen that the new economic decisions made by this free economy affect hot money flows and economic parameters with the help of numerical data.

In the first part of the study, the concept of finance is emphasized. Then, the effects of the concept of financial liberalization on the economies of the world countries are examined. In the second part of the study, the liberal (liberalization) process experienced in Turkey, major decisions taken in the economy and the economy positive / negative repercussions emphasized. In the third part, the definitions of hot money concept sub-items are discussed.

In the last part of the study, the results of the Central Bank of the Republic of Turkey with the help of data Eviews 8 program, VAR model was applied. By establishing VAR model, the effect of hot money movements on macroeconomic variables is intended to be measured.In the light of the data, it has been determined that hot money variable affects macroeconomic variables in certain dimensions.
Key Words: Turkish economy, Liberization, Hot money, Macroeconomics

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında, 1980'li yılların Türkiye'si ele alınarak Liberal dönem diğer bir adıyla serbestleşme dönemi sürecinde sıcak para hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerine etkisi incelenmek istenmiştir. Bu inceleme yapılırken VAR analiz metodundan yardım alınarak 2000 sonrası verilerle araştırma yapılmıştır.

Öncelikle tez çalışmam sırasında kıymetli bilgi, birikim ve tecrübeleri ile bana yol gösteren çok değerli danışman hocam Prof. Dr. Ayhan AYTAÇ'a sonsuz teşekkür ve saygılarımı sunarım. Ayrıca tez çalışmama başladığım süreçte yoğun programına rağmen desteklerini hiç esirgemeyen Prof. Dr. Ahmet ATAKİŞİ'ye süreç hakkında kendisinden her zaman bilgi edinebildiğim Doç. Dr. Fatma CESUR'a ve, veri analizi hususunda kendisinden çok şey öğrendiğim Dr. Öğr. Üyesi Ayşegül İŞCANOĞLU ÇEKİÇ'e teşekkürü bir borç bilirim.

Ayrıca maddi manevi destekleriyle beni hiçbir zaman yalnız bırakmayan güzel aileme, bugünlere gelmemde bana yol gösteren her zaman elini omzumda hissettiğim çok kıymetli rahmetli Prof. Dr. Fehmi YILDIZ ve sevgili eşi Nebahat YILDIZ'a, son olarak da moral ve motivasyon kazanmama yardımcı olan, beni bu süreçte yalnız bırakmayan arkadaşlarıma sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **I**

ABSTRACT ..... **II**

ÖNSÖZ ..... **III**

İÇİNDEKİLER ..... **IV**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **VII**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **VIII**

DENKLEMLER LİSTESİ ..... **IX**

KISALTMALAR ..... **X**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL LİBERALİZASYON **3**

1.1. Finansal Yapı 3

1.1.1 Fon Kullanıcıları Bakımından 4

1.1.2. Hizmet Bakımından 4

1.1.3. Süre Bakımından 5

1.1.4. Biçimselliği Bakımından 5

1.2. Finansal Liberalizasyon (Serbestleşme) Kavramı 5

1.3. Finansal Liberalizasyon Özellikleri ve Önemi 7

1.3.1. Finansal Liberalizasyonun Ölçülmesi; 9

1.3.2.McKinnon ve Shaw Hipotezi 10

1.4. Liberalizasyon Öncesi Ekonomik Yapı: Finansal Baskı 13

1.5.Finansal Liberalizasyona Geçişte Sıralama 14

1.6. Eleştirel Yaklaşım 16

1.6.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Eleştiriler 16

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜRKİYEDE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ 21

2.1. 1980 Dönemi Türkiye 21
2.2. 1980 Dönemi Koşullarını Hazırlayan Ekonomik Yapı 25
2.3. Arz Yönlü İktisat Teorisi Ve Laffer Etkisi 26
2.3.1. Arz-Yönlü İktisat Teorisi 26
2.3.2. Laffer Eğrisi 29
2.4. 1980 Dönemi Sonrası Ekonomi Politikaları 31
2.4.1. Washington Uzlaşısı 32

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYEDE LİBERALİZASYON DÖNEMİNDE SICAK PARA 35

3.1 Sıcak Paranın Tanımı 35
3.2. Sıcak Para Hareketlerini Etkileyen Faktörler 37
3.2.1. Arbitraj 39
3.2.2 Döviz Kuru Arbitrajı 40
3.3.3.Faiz Arbitrajı 41
3.3. Sıcak Parayı Çeken Faktörler 42

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE LİBERALİZASYON SÜRECİNDE SICAK PARANIN MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ;2003-2018 YILLARI VERİLERİ İLE BİR MODEL DENEMESİ 44

4.1. Metadoloji 44
4.2. Veri Seti 45
4.3. Modelin Tahmini 52
4.3.1. Zaman Serilerinin Augment Dickey Fuller Testi ile Durağanlığının İncelenmesi 52
4.4. VAR Modelinin Kurulması 54
4.4.1. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi 54
4.5. VAR Modeli Varsayımlarının İncelenmesi 60
4.5.1. VAR Modeli Durağanlık Analizi 60
4.5.2. VAR Modeli Otokorelasyon Analizi 61

4.5.3. VAR Modeli Değişen Varyans Testi 62
4.6. Granger Blok Dışsallık/Nedensellik Testi 63
4.7. Etki-Tepki Analizi 69
4.8. VEC Analiz Sonuçları / Varyans Ayrıştırma 70
SONUÇ 77
KAYNAKÇA 78

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Türkiye – IMF Anlaşmaları 26

Tablo 2: Veri Seti 45

Tablo 3: Durağanlık Analizi Sonuçları 52

Tablo 4: Zivot Andrews Testi Sonuçları 53

Tablo 5: Gecikme Sayısının İncelenmesi 55

Tablo 6: VAR Tahmin Sonuçları 57

Tablo 7: Otokorelasyon incelemesi 62

Tablo 8: Değişen Varyans için White Testi 62

Tablo 9: Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Testi 63

Tablo 10: Anlamlılık düzey göstergesi 67

Tablo 11: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları/ Net Yükümlülükler 70

Tablo 12: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları/ Net Varlıklar 72

Tablo 13: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Cari Açık 73

Tablo 14: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz 74

Tablo 15: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Tüketici Bazlı Fiyat Endeksi 75

Tablo 16: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Reel Efektif Döviz Kuru 76

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Laffer Eğrisi 30

Şekil 2: Cari Açık 46

Şekil 3:Ağırlıklı Ortalama Faiz 47

Şekil 4: Net Yükümlülükler..... 48

Şekil 5: Net Varlıklar..... 49

Şekil 6: Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Yüzde Değişimi 50

Şekil 7: Fiyat Endeksi Yüzde Değişim..... 51

Şekil 8: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri..... 61

DENKLEMLER LİSTESİ

Denklem 1: Bugünkü Ve Vadeli (Forward) Kurlar Arasındaki Temel Denge Denklemi 38

KISALTMALAR

FL : Finansal Liberalizasyon

OECD : Ekonomi Kalkındırma Ve İşbirliği Örgütü

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

MB : Merkez Bankası

GOÜ : Gelişmekte Olan Ülkerler

GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF : International Monetary Fund, Uluslar arası Para Fonu

DTÖ : Dünya Ticaret Örgütü

GATT : Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması

AGÜ : Az Gelişmiş Ülkeler

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

Ekonominin temel taşlarından olan üretim, tüketim, tasarruf ve yatırım üzerine alınan kararlar serbest piyasa şartları içerisinde belirlenmesi durumunda finansal Liberalizasyon ve dış ticaret liberalizasyonundan etkilenmektedir. Finansal Liberalizasyon dönemi, devletin sermaye kontrolleri ve kısıtlamalarını ortadan kaldırdığı, yeni pazarların oluştuğu, yeni yatırım ortaklarının kazanıldığı, piyasada ürün çeşitliliğinin arttığı bir dönem olarak açıklanmaktadır. Ekonomik Küreselleşme sürecinde olan dünya ülkelerinden gelişmekte olan ülkeler finansal liberalizasyon sürecinde karlarını maxsimum seviyelere çıkarırken, az gelişmekte olan ülkeler kısa vadede sermaye hareketliliği yaşayarak büyük ekonomik sorunlarla yüz yüze kalmaktadır. 1980'li yılların devamında, Dünya Bankası ve IMF (Uluslar Arası Para Fonu)'nin yön vermesiyle, GOÜ'ler (gelişmekte olan ülkeler) hızla artan bir finansal liberalleşme sürecine dahil olmuş ve bununla birlikte, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ehemmiyeti artmıştır. Nitekim GOÜ'lerin dış kaynak açığını gidermede, dış borçlanmanın yerini kısa vadeli sermaye hareketleri almıştır. Önemli bir değişim sürecinde olan ekonomide bir taraftan toplam sermaye hareketlerinin ivmelenmesi diğer taraftan, sermaye hareketlerinin içinde faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel gelir elde etme güdüsü oluşmuştur. Bu maksatla, bir ülkeden diğerine herhangi bir sorun olmadan, aktarıla bilinen spekülatif amaçlı, kısa süreli sermaye hareketlerinin de ağırlığı giderek yükselmiştir.

Türkiye ekonomisinde ise finansal liberalizasyon sürecine 24 Ocak 1980 yılında alınan kararlar ile girilmiştir.1980-1989 yılları arasındaki süreçte Türkiye ekonomisi tamamıyla sermaye hareketlerinin serbestleştiği bir ekonomi haline dönüşmüştür. 1989 ve bunu izleyen yıllarda yoğun ve kontrolsüz bir biçimde spekülatif sıcak para giriş-çıkışları yaşandığı görülmektedir. Sıcak para giriş ve çıkışlarının kontrolsüz olması ekonomide istikrarsız bir sürecin başlamasına neden olmaktadır. Buna rağmen yaşanan belirsizliklere dair etkili bir ekonomi politikası alınamadığı görülmektedir. Bu sebeple,1990 yılı ve sonraki ilerleyen süreçte sıcak para girişlerinin aniden durması hatta tersine dönerek hızlı çıkışların yaşanmasına

neden olmaktadır. Finansal Liberalizasyon sürecine giren her gelişmekte olan ülkede yaşandığı gibi Türkiye'de de istikrarsızlığın yarattığı ekonomik krizler cereyan etmiştir.

Bu çalışmada finansal liberal dönem sürecine giren Türkiye'de sıcak para akışlarının 2000'li yıllardan bu yana makro ekonomik değişkenler üzerine etkisi bir model yardımı ile açıklanmak istenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL LİBERALİZASYON

1.1. Finansal Yapı

Finansal Liberalizasyon sürecinden bahsetmeden önce finans kelimesinin tanımını ele alabiliriz. Finans kelimesinin literatür içerisinde pek çok tanımı mevcuttur. Genel tanımıyla finans; gereksinim halinde fonların uygun koşullarda sağlanabilmesi ve etkin bir biçimde kullanılması ile ilgili faaliyetlerin tümüdür. Bireylerin yahut kurumların yatırım yapmaları, maddi gelir elde etmeleri ve bu zaman zarfında yaptıkları yatırımları değerlendirmeleridir.

Amerika Birleşik Devletleri ve Batı ülkelerinde, 20. Yy başlarından itibaren, diğer alanlarda olduğu gibi finans alanında da önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bilindiği gibi, dünyadaki sanayileşmeyle birlikte, işletmeler gelişme göstermeye başlamış, işletmelerin gelişmesi sonucu fon gereksinimlerini doğmuş ve bu gereksinimlerin karşılanması problemlerin oluşmasına sebebiyet vermiştir.

Finansal yapı, finansal liberalizasyonun doğrudan konusu olan finans piyasalarının tümünü içeren bir sistemidir. Finans sistemi genel hatlarıyla ele alındığında temelinde finans piyasaları yer almaktadır. Bu piyasaların var olabilmesi için, kişi ve kurumların fon açıkları ve fon fazlalıklarının mevcut olması gerekmektedir. Her ekonomik birim kendi içinde yatırım ve tasarruf eşitliğini yakalayabilmiş olsaydı finans piyasalarına gereksinim kalmazdı. Fon açığı ve fon fazlalığını tanımlayacak olursak; Fon fazlalığı pasif toplamın aktif toplamdan büyük yani nakit girişinin nakit çıkışından fazla olması halinde gerçekleşmektedir. Bu durumun tam tersi yönünde bir akış olursa, pasif toplamın aktif toplamdan küçük olması veya nakit çıkışının nakit girişinden fazlası durumunda fon açığı söz konusu olmaktadır. Fon fazlalığı olan kişi yahut kurumlarla, fon açığı olanlar arasında hiçbir

aracı olmadan gerçekleştirilen faaliyetlere doğrudan finansman denilmektedir. Fon fazlalığı ve fon açığı olan kişi ve kurumlar arasındaki işlemlerin bir finansal aracı yardımıyla gerçekleştirilmesine ise dolaylı finansman adı verilmektedir.

Bu durumda finansal piyasaların tanımını en kısa hali ile açıklayacak olursak, fon arz edenler (tasarruf sahipleri) ile fon talep edenler arasındaki para transferi sağlayan finansal aracı kurumlar bütünüdür (Parasız, 1992: 52).

Finansal piyasalar, fon transfer akışını güvenli ve minimum riskle yapılması konusunda hizmet etmek üzere oluşturulmuşlardır. Piyasada ihtiyaç olan likiditenin karşılanmasını sağlamaktadırlar. İhtiyaç duyulan bilgileri depolayarak finansal aracılar arasında dağıtmaktadırlar.

Finansal piyasalar çeşitli şekillerde gruplandırılarak karşımıza çıkabilmektedir. Genel hatlarıyla gruplandıracak olursak 4 başlık altında inceleyebiliriz.

1.1.1 Fon Kullanıcıları Bakımından

Fon kullanan birey yahut kurumların hane halkı, işletme ya da devlet olacağına göre, Finans piyasaları da Konut kredileri piyasası, Tüketim kredileri piyasası, Tahvil piyasası, Pay senedi piyasası, Devlet tahvilleri piyasası olarak adlandırılabilir.

1.1.2. Hizmet Bakımından

Finansal piyasalar, hizmet derecesine göre birincil, ikincil ve üçüncül olmak üzere bir ayrıma tabi tutulabilir. İlk kez piyasaya çıkarılan menkul değerlerin oluşturduğu piyasaya, birincil; daha önce piyasaya çıkarılan yani tedavülde bulunan ve borsada işlem gören finansal varlıkların oluşturduğu piyasaya, ikincil; tedavülde

bulunan, ancak borsa dışında aracı ile halk arasında oluşan menkul değerler ticaretine hizmet veren piyasada üçüncül piyasa olarak adlandırılır.

1.1.3. Süre Bakımından

Finansal piyasalar kullanılan araçların süresine göre ‘’para ve sermaye’’ piyasaları olarak iki ayrı başlık olarak ele alınmaktadır. Para piyasaları vadeleri 1 yıl ya da daha kısa süreli menkul değerleri kapsarken sermaye piyasaları daha uzun vadeli menkul değerleri kapsar (Parasız, 1992: 54).

1.1.4. Biçimselliği Bakımından

Finansal piyasalar, resmi ve yasalarla belirlenmiş bir piyasa yerinin bulunup bulunmamasına göre ikiye ayrılır. Bunlara örgütlenmiş finansal piyasalar ve örgütlenmemiş finansal piyasalar adı verilir.

Örgütlenmiş finansal piyasalar, devletin sıkı denetim altında bulunurken, örgütlenmemiş yani serbest finansal piyasalarda denetim ve gözetim daha azdır (Fettahoğlu, 1993:4).

1.2. Finansal Liberalizasyon (Serbestleşme) Kavramı

İkinci Dünya Savaşı’nın bitmesi ile dünyada soğuk savaş süreci başlamıştır. Nitekim bu ara dönemde, dünya ülkelerinin arasında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu süreç içerisinde başta gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) olmak üzere, kalkınmak adına finansal küreselleşme sürecine dahil olmuşlardır. Dahil oldukları bu süreçte ülkeler ilk adım olarak, kısa vadeli yükümlülüklerini uzun vadeli yükümlülüklere dönüştürmek amacıyla uluslararası bankacılık sektörüne borçlanmışlardır. Küreselleşmenin hız kazandığı dönemde uluslararası kurumların desteği söz konusu olmaktadır. Özellikle IMF (International Monetary Fund), Dünya Bankası, GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) gibi kuruluşlar yeni sistemi genişletmeye çalışmışlardır. Finans

alanında yeni bir boyut olarak dışsallık sürecinin başlamasıyla, finansal piyasalar birbirinin entegrasyonu haline gelmeye başlamıştır. Küreselleşme kendini pek çok alanda göstermeye başlarken finans alanında liberalleşme yani serbestleşme üzerine bir sistem oturtulmak istenmiştir. Liberalleşme neo-klasik iktisatta kısaca finansal piyasaların ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi şeklinde açıklanmıştır. Genel hatlarıyla açıklanmak istenirse, gelişmekte olan ülkelerin (GOÜ), gelişmiş ülkelerin, uluslararası finansal hareketliliğini kendi bünyelerine çekmeleri adına finans sistemi üzerindeki kısıtlamaların kaldırıldığı yahut azaltıldığı bir sistemdir. Serbestleşme, kısıtlamaların minimum düzeyde tutulup düzenlenerek ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma amacına hizmet etmektedir. Liberal kelimesinin 14.yy da Avrupa ülkelerince ‘’özgür’’ manası taşıdığı bilinmektedir. Kelimenin kendi manası ‘’özgür ekonomi’’ şeklinde olup, uygulanmak istenen finansal sistemi oldukça net açıklamaktadır.

Gelişmiş ülkelerde, haberleşme, iletişim ve elektronik üzerine yaşanan teknolojik gelişmeler büyük bir ivme kazanmıştır. Bu süratli gelişim, sermaye hareketlerini düzenleyen kuralların serbest hale getirilmesine sebep olmuş ve beraberinde finansal küreselleşme başlamıştır. İlk olarak sermaye piyasası, bankacılık ve sigortacılık gibi alt piyasalarda kısıtlamalar sonlandırılmıştır.

Finansal liberalleşme süreci, ilk olarak 1970 ‘li yıllarda başlamakta olup,1980 yıllarında ikinci bir sıçrayış göstermektedir. 1970’li yılların başlarında G-7 ülkeleri yani gelişmiş ülkeler, borsalarını liberalleştirmişlerdir. 1980’li yıllarda ise, devlet kontrolleri ve baskısı altındaki gelişmekte olan ülkelerin yerel finans sektörü başta olmak üzere, sermaye hesabı serbestleştirilmiştir. Fakat bu ilk serbestleşme hareketi içerisinde borsayı yabancı yatırımcılara açılmamıştır. Gelişmiş ülkelerin hepsi 1990’lı yılların başlarında sermaye hesabının liberalleşmesini tamamlamışlardır. Bu dönem 1982 borç kriziyle sonuçlanmıştır. 1980’li yılların sonlarına kadar özellikle sermaye hesabı kontrolü gibi kontroller yeniden getirilmiş olup 1990’ların başında gelişmekte olan ülkelerde yerel finans sektörü ve borsalar yeniden düzenlenmiştir (Schmukler, Kaminsky: 2002: 57).

1.3. Finansal Liberalizasyon Özellikleri ve Önemi

Finansal Liberalizasyon, (FL) gelişmiş ülkelerde 1970'li yıllarda başlamış, gelişmekte olan ülkelerde ise 1980'lerden sonra hız kazanmıştır. İngiltere'de 1979' da döviz işlemlerindeki kontroller bırakılmış, Ekim 1986'da hisse senedi piyasalarındaki hızlı yükseliş göze çarpmıştır. Almanya' da sermaye kontrolleri 1970'lerin ortalarına kadar sürmüş, yabancıların yerli tahvil ve para piyasası araçlarına yatırım aşamalı olarak serbestleştirilmiştir. Japonya'da 1979-80'de ve 1984' te iki ayrı FL hareketi olmuştur. 1979' da Japonya'da ikamet etmeyenlerin Japon yeniyle ihraç edilmiş olan tahvil, mevduat sertifikası alabilme ve repo yapabilmelerine izin verilmiştir.1984'te ise sermaye girişi yerine çıkışı serbestleştirilmiştir (Sacs, Larrain, 1993:631).

FL'nin geniş tanımı; kredi imkanlarında artışa neden olan arz ve talep faktörleridir. Bu tanım içinde, daha uygun bir ekonomik ortam, çeşitli finansal düzenlemeler ve kredi derecelendirmelerinin iyileşmesi de bulunmaktadır. Bu tanıma göre FL, bu faktörlerden etkilenen içsel bir faktördür. FL, sadece fonların kullanımını etkileyen dışsal bir faktör olarak tanımlayanlar ise, dar anlamda tanımlayanlardır. Onlara göre, Liberalizasyon, yeniden düzenlemeyle eş anlamlıdır. OECD'YE göre FL, bir ülkede yerleşik olmayanların (dar mükellef) o ülkedeki her türlü parasal işleme ve araca serbestçe yatırım yapabilmeleridir. Öyle ki FL; yerleşik kendi ülkelerinde hisse senedi ihracı için izin alırken; bir yabancı piyasada, yerli makamların ön izni olmaksızın serbestçe hisse senedi ihraç edebilmeleri anlamına da gelmektedir. OECD ülkeleri Aralık 1961'de sermaye hareketlerinin liberalizasyonu konusunda bir anlaşma maddesi kabul etmişlerdir. Madde, türev ürünlere doğrudan yatırımdan, para ticaretine kadar geniş bir kapsam taşımaktadır. Buna göre OECD ye üye olan ülkeler: sermaye hareketlerini etkileyecek her önlemi OECD ye bildirmek, üyeler arasında herhangi bir ayrım yapmadan her önlemi uygulamak, anlaşma içinde yer almayan herhangi bir yeni önlemi uygulamamak zorundadırlar (the Experience of the OECD With The Code of Liberalization of Capital Movements,1998;2).

FL, mali sistemin yeniden düzenlenmesi için alınan bir dizi politik önlem ve idari reforma uygun bir yasal çerçeve olarak görülebilir. FL reformu, faiz oranlarında esnekliğe, piyasaların kredi ve döviz tahsisinde artan rolüne, ticari bankaların artan bağımsızlığına, para, sermaye ve döviz piyasalarında artan derinliğe ve ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinde önemli bir artışa neden olmaktadır (Washington D.C. ‘’Financial Sector Reforms’’ ,1999;2,3).

FL’nin boyutları; kredi kontrollerinin kaldırılması, faiz oranlarının yeniden düzenlenmesi, genel olarak finansal hizmetler sektörüne serbest girişi imkanı tanınması, bankaların özerkliğinin sağlanması ve özel kesimin sahipliğine imkan tanınması ile uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir (Williamson, Mahar, ‘’Washington D.C,’’1998).

Finansal Liberalizasyon (FL), mali piyasalarda arz ve talep üzerindeki kontrol mekanizmalarının kaldırılmasına veya hafifletilmesine yönelik olarak alınan önlemler, devletin ekonomik kararlar üzerindeki etkisinin daha az olması, bu doğrultuda uygulanan para ve maliye politikaları olarak tanımlanabilir (Özer,2006:4-5).

FL çabaları, ülkelerin finansman yetersizliği sorunundan kurtulmaları için, kaynak dağılımını daha etkin bir şekilde sağlayabilmek maksadıyla başlamıştır. Özellikle son 20 yıllık dönemde, gelişen ekonomilerde FL çabaları çeşitli yasal düzenlemeler ve ekonomik büyümenin sağlanmasına yönelik çabalar şeklinde görülmüştür. Selektif kredi kontrollerinin kaldırılması, APİ(açık piyasa işlemleri) ve döviz işlemleri gibi MB’nin uyguladığı para politikası araçları, mevduat ve kredi faiz oranlarının enflasyonun üzerinde reel getiri sağlayacak şekilde geliştirilmesi gibi bankacılık kesimine ilişkin önlemler FL’nin para politikasına ilişkin bir göstergesidir. Döviz kuru kontrollerinin kaldırılarak, dalgalı döviz kuruna geçilmesi, hisse senedi, tahvil ve türev piyasalarının gelişimi, banka ve finans kesiminde özellikle bireysel kredi alanında sağlanan ilerlemeler ve yeni finansal araçlar geliştirilmesi ve bütün bu gelişmeleri destekleyecek hukuki ve teknik yapılanmanın oluşturulması, FL’nin banka ve finans kesimine yönelik başka bir boyutudur.

GOÜ'de FL sonucu geliştirilen politikaların bir başka boyutu ise, uygulanan döviz kuru sistemleriyle, ihracata dayalı büyüme modelleridir. Bu modellerde, ticaretin serbestleştirilmesi ve ülkenin FL öncesi kapalı yapısından kurtularak, dışa açılması amaçlanmaktadır. FL politikalarını en fazla eleştirenler bile, bu politikaların uygulandığı gelişen piyasalarda sermaye piyasalarını derinleştiren ve finansal araçların hem nitelik hem nicelik olarak artışını sağladıklarını kabul etmektedirler.

FL politikalarının hayata geçirildiği gelişen piyasalarda, özellikle kısa dönemli portföy yatırımları arttığı görülmektedir.

1.3.1. Finansal Liberalizasyonun Ölçülmesi;

Finansal Liberalizasyonun ölçülmesi konusunda çeşitli yöntemler yapılmıştır. Buna göre, tüketici kredilerinin GSYİH'ya (gayri safi yurt içi hasıla) oranı, yeniden yapılanmanın finansal kısmını ifade etmektedir. Elde edilen bu oran lider sektörlerde rekabeti artırırken, tüketicinin borçlanmasını da arttıracaktır. Bir başka yoldan ele alındığında, tasarruf mevduatı ile kredi piyasasından borçlanmanın maliyeti arasındaki farkla da FL ölçülebilmektedir. Aradaki faiz oranı farkı, kredi piyasalarındaki rekabeti işaret etmektedir.

FL'un başladığı dönemlerde farklı ülkelerde 1970'li yıllarda çok yüksek nominal faiz varken negatif reel faiz bulunmaktaydı. Yaşanan bu durum faiz farkının artmakta olduğunu gözler önüne sermektedir (TAMİM, ''Financial Deregulation and Household Saving'', 103;432).

FL siyasi dalgalanmaların etkisiyle ekonomik ortamdan etkilenen dışsal bir süreçtir. Kredi imkanları ise, FL dahil olmak üzere birçok faktörden etkilenen içsel bir faktördür. Yüksek gelire bağlı büyüme beklentileri, işsizliğin azalması, yüksek emlak fiyatları gibi bir çok faktör, kredi imkanlarını attırmaktadır (FERNANDEZ, 2002;27).

1.3.2.McKinnon ve Shaw Hipotezi

Finansal liberalizasyon kavramı, Stanford Okulunun önemli iktisatçılarından Mc Kinnon (1973) ve Shaw (1973)'un ''Finansal Liberalizasyon Kuramı'' adlı çalışması ile literatüre girmiştir. Bu iki önemli iktisatçının çalışması olan finansal liberalizasyon kuramı, Neoklasik Finans Teorisi'nin gelişmekte olan ülkelere adapte edilmiş halidir. Mc Kinnon ve Shaw'a göre finansal liberalizasyonun asıl amacı, tasarrufların dünya ülkelerince eşit ölçüde dağılımını sağlamak ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşit hale getirmektir. Bu düşünce ile '' Finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması etkin kaynak dağılımını sağlar ve ekonomik gelişmeyi hızlandırır'' kuramı ortaya atılmıştır (Williamson, Mahar, 2002**:** 8). Bu kuram ile ilk kez finansal liberalizasyon kavramı açıklanmış ve literatüre girmiştir. Literatüre girmiş olan finansal liberalizasyon hipotezi, McKinnon(1973) ve Shaw(1973) tarafından yapılmış olduğundan aynı zamanda McKinnon-Shaw hipotezi olarak da bilinmektedir.

Mc Kinnon ve Shaw çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin 1970'li yıllarında yaşadığı finansal baskı sorunları ele alarak bu kuramı ortaya atmıştır. McKinnon ve Shaw (1973, 76-77), finansal baskının ekonomik büyümeyi engellediğini ve gelişmekte olan ülkelerde asıl sorunun yatırımların azlığı değil tasarruf eksikliği anlayışını öne sürmektedirler. Bu sebeple ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için, banka kredileri üzerindeki sıkı kontrollerin kaldırılması, faiz oranlarının serbestleşmesinin gerektiğini savunmuşturlar. Bu önemli iki iktisatçıya göre, reel faizlerin artışı, yatırım ve tasarruf hacimleri arasında pozitif korelasyonu ortaya çıkaracaktır.

Finansal baskı uygulamaları reel faiz oranlarının düşük düzeyde hatta negatif belirlenmesi neticesinde cari tüketimi teşvik edici ve tasarrufu caydırıcı bir etki yaratmaktadır. Mc Kinnon ve Shaw 1973 yılında ortaya koydukları çalışmalarında bu

durumun yatırım projelerinin ortalama etkinliğini düşürmesine sebebiyet verdiğini gözlemleyerek yoğun bir şekilde eleştirmiştir.

McKinnon(1973) ve Shaw(1973)'e göre tasarruflar mevduat faiz oranının artan, yatırımlar ise reel kredi faiz oranının azalan fonksiyonu olması varsayımı üzerine inşa edildiğinden (Arestis ve Caner, 2004: 4) finansal liberalizasyon sonrası yükselen faiz oranları tasarrufları artırıcı sonuçlar yaratacak ve düşük getirili projeler artık kazançlı olmayacaktır. Bu şekilde yatırımların etkinliğindeki artış ve tasarruflardaki yükseliş çıktı artışına yol açacaktır (McKinnon, 1973: 59-61; Shaw, 1973: 81).

McKinnon ve Shaw Hipotezi (1973: 76-77), tutarlı, teorik bir çerçeveye sahiptir. Ancak hipotezin zayıf yönleri de mevcuttur. Ortaya atılan hipotezde, ülkelerin, politik ve kültürel şartları göz ardı edilmiştir. Bununla birlikte, makro ekonomik açıdan büyüme enflasyon ve verimlilik yönleri eksiktir. Kurumsal olmayan (informal markets) finansal piyasalara gereken ehemmiyet verilmemiş, bu sektörlerin iyi bir organizasyonla yatırımların finansmanında başarılı olabilecekleri göz ardı edilmiştir.

Mc Kinnon ve Shaw, kredilerin hangi fiyattan hangi kitleye verileceği , kimlerin kredi alabileceğini devletin belirlemiş olduğu finansal baskının olduğu bir sistemi tekrardan şekillendirerek piyasaya sunmuşlardır.

Bir devlet, hangi finansal kurumların hangi işlemleri yapabileceklerine izin verileceği konularında düzenleme yaparak bankaların sahipliğini elinde tutarak ve uluslararası sermaye hareketlerini denetleyerek kontroller uygulayabilir veya var olan kontrolleri güçlendirebilir. Tam tersine Liberalizasyon, kredilerin hangi fiyattan kime verileceğini ve kimlerin alacağını belirlemede yetkiyi piyasaya verme süreci olarak nitelendirilebilir. Tam Liberalizasyon buna ilaveten, devletin dikkatli değerlendirmelere dayalı olarak objektif bir şekilde finansal hizmetler endüstrisine girmesine izin vermesini, bankalara kendi işlerini serbestçe yapmaları konusunda

otonomi vermesini, finansal kurumların mülkiyetlerinden el çekmesini ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerden vazgeçmesini de içermektedir. Anlatılmış olan Finansal Liberalizasyon sürecini 6 madde ile özetleyebiliriz.

- Kredi kontrollerinin kaldırılması
- Faiz oranlarının deregülasyonu[1]
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş olarak finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi
- Banka otonomisi
- Bankalar için özel mülkiyet
- Uluslararası sermaye akımlarının liberalizasyonu

''Banka otonomisi'' terimi, banka yöneticileri ve diğer çalışanların nasıl atanacaklarını ve onlara ne kadar ödeme yapılacağı; nerede şube açıp, hangi şubelerin kapatılacağını ve bankanın hangi tür işlerle uğraşılabileceği gibi konuları belirlemede bankaların kendi iç idari prosedürlerinin kullanılması anlamında kullanılmaktadır. Bu tanım, söz konusu kararları bazı devlet birimlerinin[2] verilmelerine zıttır. Banka özerkliğinin, hükümetin ve merkez bankasının banka düzenlemesindeki (1970'lerin sonunda Güney Amerika'nın Güney kesitindeki ilk Liberalizasyon olaylarında yeterince değerlendirilmeyen bir olgu olan ''ölçülü düzenleme'' anlamında[3]) önemli rolünün korunması ile tamamen uyumlu bir olgu olduğu unutulmamalıdır (Williamson ve Mahar, 2002: 5).

[1] *Deregülasyon kavramı, Türkçe literatürde çoğunlukla olduğu gibi kullanılmakta olup, regülasyon (düzenleme) kurallarının gevşemesi, daha az sınırlamalar içermesi, bazı durumlarda ilgili makroekonomik göstergenin 'düzenlemelerden arındırılması' anlamına gelmektedir.*

[2] *Güney Doğu Asya'daki bazı ülkelerin maliye bakanlıklarının bankacılık bölümleri gibi*

[3] *Ölçülü düzenleme: (prudential regulation) kavramı yerine literatürde; güvenli ihtiyatlı düzenlemeler; optimal regülasyon politikaları ve ince ayar regülasyon gibi karlıkları da kullanılmaktadır (ç.n.).* **(*Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme – Tohn Williamson- Molly Mahar Syf:5*)**

1.4. Liberalizasyon Öncesi Ekonomik Yapı: Finansal Baskı

1970'li yılların daha evvelinde dünya ülkeleri ekonomi politikası olarak keynesyen ve yapısalcı iktisat bakış açılarını benimsemiş durumdaydı. Bu sebeple, düşük faiz ve öncelikli kredi gibi uygulamaların ekonomide toplam yatırım hacmi ile büyüme oranını artıracağına yönelik bir düşünce hâkimdi (Auerbach ve Siddiki, 2004: 247). Bu amaç doğrultusunda finans sektöründe yaygın biçimde uygulanan faiz oranlarına tavan konması, kredi tahsisine yapılan müdahaleler, kamu açıklarının banka kaynaklarından karşılanması sonucu kredilerin etkinsiz biçimde kullanımı ve ekonomide finansman ihtiyaçlarının tefeci ve faizcilerden karşılanmasına yönelik politikalar McKinnon(1973) tarafından finansal baskı olarak adlandırılmıştır (McKinnon, 1973: 68-69). Daha ayrıntılı açıklanmak istenecek olursa, finansal baskı, büyük bankaların mülkiyetinin devletin elinin altında olması, bankacılık sistemine dahil olma konusunda kısıtlamalar, yüksek karşılık oranları, faiz oranlarını artmasına sebebiyet veren yasal tavanlar, kredilere yönelik miktar kısıtlamaları ve yabancılarla olan finansal işlemlere sınırlama getirilmesi şeklinde farklı birçok çeşitlerde yürütülmekteydi (Graham, 1996: 3). Hükümetlerin finansal sistemde baskı yaratan bu tür uygulamaları tercih etmesinin nedenleri ise şunlardır:

- Ticari bankalar için yüksek zorunlu likidite ve karşılık oranları, devlet için yapay bir talep kaynağı oluşturmaktadır.
- Devlet, birçok alıcının kredi talebinde bulunmasına karşın, kredi tahsisi yapma imkanı bulur.
- Faiz oranlarının baskı altında tutulması ve hatta negatif değerler alması sonucunda tasarruf sahipleri birikim yapmaktan uzaklaşarak bankacılık sektöründen vazgeçer. Bankalara yatırım yapma fikrinden ziyade varlıklarını yabancı piyasalara aktarmayı tercih ederler. (Denizer vd., 1998: 3)

Fry (1997), finansal baskı uygulamasının, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde dört sorunu beraberinde getireceğini belirtmiştir. Bu sorunlardan ilki,

düşük faiz oranlarının cari tüketimi gelecekteki tüketim karşısında teşvik etmesi ve tasarrufları düşürücü etkisidir. İkincisi, kredi sahipleri banka mevduatı aracılığıyla borç vermektense nispeten düşük getirili projeleri finanse etmeyi isteyeceklerdir. Üçüncüsü, düşük kredi oranları üzerinden bankalardan alınan krediler, sermaye yoğun projelerde kullanılabilir. Son olarak ise potansiyel borç alıcıları, yüksek faiz oranlarından borçlanmak istemeyen düşük getirili projelere sahip girişimcilerden oluşabilir (Fry, 1997: 755). Finansal baskı uygulamalarının ekonomide olumsuz etkiler oluşturacağını vurgularken, baskıcı politikalara ilk eleştiriyi getiren isimler ise McKinnon (1973) ve Shaw (1973) olmuştur. McKinnon (1973) ve Shaw (1973) özellikle baskıcı uygulamalar sonucu düşük hatta negatif düzeyde tutulan faiz oranlarının tasarrufları caydırarak ekonomik büyümeyi azaltacağını yönelik fikir bildirmişler ve uygulanan bu politikalardan vazgeçilmesini önermişlerdir (Wiliamson ve Mahar, 2002: 8).

1.5.Finansal Liberalizasyona Geçişte Sıralama

Ülkelerin liberalizasyon serüvenleri incelendiğinde finansal baskı uygulamalarını terk ederek finansal liberalizasyonu gerçekleştiren bazı ülkelerin liberalizasyon sürecinde istenilen başarıya elde edemediği görülmüş ve bunun neticesinde başarılı bir liberalizasyon uygulaması için sıralamanın nasıl olması gerektiği konusu ele alınmaya başlamıştır (Bencivenga ve Smith, 1992: 255).

Finansal liberalizasyon sürecinin iki temel yapısını oluşturan iç ve dış serbestleşme aşamalarının yerine getirilmesi konusundaki literatürde görüş birliği olmasına rağmen liberalizasyon sıralamasının ve hızının ne olması gerektiği hususunda farklı fikirler mevcuttur. Liberalizasyonun ne hızda yapılması gerektiği konusu aynı zamanda liberalizasyonun etkinlik kazanımı, gelir dağılımı ve uygulanabilirliği konularıyla da ilişkilidir. Liberalizasyonun sıralaması hususunu irdeleyenler ise temel amaç olarak hangi piyasalar öncelikli olarak liberalleştirilmeli sorununa cevap aramaktadırlar (Edwards ve Wijnbergen, 1986: 141).

Liberalizasyonun sıralaması hususunda fikir belirten bir grup iktisatçıya göre yurtiçinde makroekonomik istikrarın temin edilmesinin ardından finans sektöründe serbestleşmeye gidilmesi önerilmiştir. Böylesi bir düşüncede ana fikir, istikrarlı bir ortamda finansal piyasaların liberalleşmesiyle faiz oranı tavan uygulamasının terk edilmesinin ardından sermaye giriş ve çıkışlarının yaratabileceği olumsuzluklardan korkmaksızın uluslararası piyasalara açılmanın daha sağlıklı olacağıdır. Ancak ödemeler dengesi kalemlerinden olan dış ticaret ve sermaye hareketleri hesaplarının hangi sırayla serbestleştirileceği konusunda ise fikir birliği sağlanabilmiş değildir (Önder vd., 1993: 99).

Başarılı bir yurtiçi liberalizasyonun ardından dış liberalizasyonun da kendi içinde uygun bir sıralaması mevcuttur. En optimal dış finansal liberalizasyon için McKinnon(1991), ödemeler dengesi cari işlemler hesabının uluslararası sermaye hareketleri hesabından daha önce serbestleştirilmesi gerektiğini belirtmektedir (McKinnon, 1991: 7).

Dış ticaretin sermaye hareketlerinden önce serbestleştirilmesine öneren düşüncenin temel mantığı şu şekilde açıklanmaktadır. Dış ticaret liberalizasyonu reel sektörün yeniden yapılandırılmasını gerektirdiğinden sektörel önem düzeyinde değişiklik yaratmakta ve işgücünün sektörel hareketliliğini artırarak işsizliğe yol açabilmektedir. Sermaye hesabının liberalizasyonun ardından değerlenen yerli para ihracatı azaltıcı ve ithalatı teşvik edici sonuçlar doğuracaktır. Dış ticaretin önceden serbestleştirildiği durumda ise üretim yapısı dış rekabete karşı daha dayanıklı olmakta ve yerli paranın değerlendiği bir ortamda üretim ve ihracat fazla zarar görmemektedir (Önder vd., 1993: 100).

1.6. Eleştirel Yaklaşım

1.6.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Eleştiriler

McKinnon(1973) ve Shaw(1973) ‘un orataya atmış olduğu ve savunduğu liberal ekonominin, olumlu beklentilerinin yanı sıra, bazı ülkelerin 1980’li ve 1990’lı yıllarında finansal kırılganlıklara sebebiyet verdiği görülmektedir. Finansal liberalizasyona geçiş denemelerinin ardından yaşanan finansal kırılganlık (Arestis ve Caner, 2004: 13) ve bankacılık sektöründe yaşanan problemlerinin meydana gelmesiyle finansal serbestleşme adımları gölgelenmiştir (Diaz-Alejandro, 1985: 1). Liberal ekonominin pozitif birçok getirisi olacağı aşikarken, ekonomik alt yapısı kuvvetli olmayan ve bu sürece hemen adapte olamayan ülkelerin yaşadığı ekonomik darboğazla, liberalizasyon sürecini bir takım ülkeler için sorunlu geçmektedir.

1980 yılları öncesi dünya ekonomisi üzerinde görüşleri kabul görmüş yapısalcı ve postkeynesyen iktisatçıların, temelleri neoklasik görüşten oluşan McKinnon ve Shaw hipotezine yönelik oldukça tutarlı eleştirileri olmuştur. Bu eleştirilerin ortak noktalarından ilki liberalizasyonun ücret ve fiyat katılığı olan modellerde çıktı hacmi, enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerine yönelik iken bir diğeri daha çok finansal piyasalar üzerindeki mikro ekonomik başarısızlıklar eksenindedir (Gibson ve Tsakalotos, 1994: 605). McKinnon ve Shaw hipotezine yönelik ses getiren eleştirilerin sahibi iki isim ise yapısalcı iktisat görüşünde olan Taylor(1983) ve Van Wijnbergen(1982, 1983)’dır.

Neo-yapısalcılar, McKinnon ve Shaw’ın belirttiğinin aksi yönde serbestleşmenin, finansal ilerleyiş üzerinde ters yönlü ilişki içinde olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yapısalcıların finansal liberalizasyon yaklaşımından ayrıldıkları temel nokta yapısalcıların bankacılık sistemi dışında faaliyet gösteren ve finansal aracılık işlevi gören kurumlara verdikleri büyük önemdir. ‘’Curb Market’’ adıyla bilinen sektör; bankacılık sisteminden ayrı olarak işlem yapan, banka sektöründe şart

koşulmuş olan zorunlu karşılık misali bir hesap tutmak mecburiyetinde olmayacağı için daha verimli bulunmaktadır. (Fry, 1989: 18).

McKinnon ve Shaw'ın eleştirildiği bir diğer konu ise, Van Wijnbergen 'in öne sürmüş olduğu ekonomide daha az kaynağın var olacağıdır. Bu eleştiriyi, finansal liberalizasyon politikaları sonucunda bankacılık sektörü dışında işlem yapan kurumları ikinci plana atmasından kaynaklı olarak öne sürmektedir. Kısaca, bankacılık sektörü geliştikçe, ekonomide kaynak daralabilir ve ekonomide genişleyici etkiye yol açmaya bilir şeklinde Van Wijnbergen tarafından eleştirilmiştirler (Van Wijnbergen, 1983: 435).

Bu süreçte pek çok iktisat okulundan farklı yönleriyle yoğun eleştiri alan hipotez, mikro ekonomi kökenli olumsuzluklarına yönelik en sistemli açıklama Stiglitz ve Weiss(1981) tarafından yapılmıştır (Arestis ve Caner, 2004: 6).

Finansal liberalizasyona yönelik postkeynesyenlerin temel eleştirisi ise, efektif talebin rolü ile alakadardır. Ekonomide tam kapasitenin gerçekleşmediği durumda liberalizasyon gerçekleşmesi sonucu faiz oranlarındaki artış mevduat ve kredi arzında genişletici etki oluşturacaktır (Gibson ve Tsakalotos, 1994: 606).

Post keynesyenler ödünç verilebilir fonlar teorisinin yatırımların tasarruflar tarafından finanse edildiği hipotezine bu noktada karşı çıkarak, yatırımların bankalar tarafından finanse edildiği, finansal liberalizasyon modelinin tersine faiz oranlarındaki artışın yatırımları caydırarak efektif talebi düşüreceği ve finansal kırılganlık tehlikesini artıracağına vurgu yapar (Studart, 1993: 294).

Dünya ülkeleri her geçen yüzyılda daha çok birbirine benzeyen, pek çok sorunda ortak paydada birleşen yahut birbirinden etkilenen bir döngüye girmiştir. Bu döngünün adı ise küreselleşme olarak dile getirilmektedir. Her ülke, küreselleşmeden eşit derecede ve aynı şekilde faydalanamazken, her ülkenin küreselleşmenin yarattığı etkiyle oluşan zararlardan etkilendiği açıkça söylenebilmektedir. Bu nedenle Hirst ve

Thomson'ın belirttiği gibi, "küresel ekonomi, ulusal ekonomilerin ve ulusal politikaların zaman içinde yerini almaktadır" (Hirst ve Thomson, 1998: 231).

Finansal Liberalizasyona yönelik diğer adıyla serbestleşme adına yapılan tüm eleştirilere rağmen, gelişmekte olan dünya ülkelerinin bu yeni finansal yapılanmadan ayrı tutulması söz konusu değildir. Bunun sebebini açıklayacak olursak, gelişmekte olan ülkeler arasından para birimleri konvertibilite derecesi az olan ülkeler, yabancı para cinsinden edindikleri borçları yine aynı şekilde yabancı para ile geri vermek durumundadır. Neticede bu durumun çözümlenebilmesi için, ihracat yapabilecek durumda olan sektörlerin ihracat yapmalarına yönelik destek ve teşvikler yapılmalıdır. Yabancı fonlar, yalnızca ihracat kapasitesini artırmak maksadıyla kullanılmalıdır. Aksi halde kredinin geri ödenmesi projenin performansına bağlı olmaktan çıkar.

Ekonomik alt yapısı kuvvetli olan ve sermayeyi kendi ülkesine çekebilecek ekonomik güçte olan ülkeler fon bulmakta zorlanmazlarken, bu konuda daha katı olan yani bankaların borçlanmasına, yabancı paraların bankaya yatırılmasına elde tutulmasına izin vermeyen ülkeler fon bulmakta zorlanmaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yabancı fonların miktarı uluslararası pazarlanabilir varlıkların büyüklüğü ile ilişkilidir. Piyasada kar etme ihtimali arttıkça doğru orantılı olarak yabancı sermaye miktarı da artacaktır. Düşünülen doğrultuda getiri oluşmazsa, doğal olarak ihracattan kazanılan getirilerde düşecektir. Bununla birlikte bankalara borçlar ödenemezse bu sorun kredi riskini de meydana getirecektir. Finansal liberal süreçle birlikte gündeme gelen bu sorun finansal kurumların gerekli düzenlemeler konusunda eksikleri olması sonucunda ekonomik riskin artmasına sebebiyet verebilmektedir. Faiz oranlarının artışı ile birlikte rekabet içindeki finansal kurumlar yüksek faizleri finanse edebilmek için getirisi ve riski yüksek alanlara yatırım yapmak zorunda kalacaklardır. Bu süreç önce finansal yapının ve denetimin eksik olduğu banka sektöründe yüksek riskli portföyler oluşturacaktır. Bunun sonucunda kurda dalgalanmalar ve büyük risklerin oluşmasına sebep olacaktır. Küreselleşmenin beraberinde getirdiği, ülkelerin birbiri ile olan iletişiminin kuvvetli oluşu bir yandan ekonomi pazarlarının büyümesi gibi iyi bir sonuç verirken diğer taraftan oluşan

ekonomik bunalımların krizlere dönüşmesine neden olmaktadır. Ekonomisi küçük olan bir ülkede yaşanan ekonomik sorun, diğer dünya ülkelerinin ekonomisinde olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir.

Uluslararası ekonomide, sorunlar yaşanmasının sebeplerinden birisi de bir takım ülkelerin, tam manası ile ekonomik açıdan sorunlarını gidermeden acele ile erken liberalleşme gayretlerine girdikleri için finansal krizler yaratmalarıdır (Arestis, 2002).

Ortaya çıkan bu krizler en çok da yoksul kesimi etkilemektedir. Alınan yeni ekonomi politikaları ve yeni finansal yapılanmalar, ülke ekonomisi için her ne kadar gerekli dahi olsa, bu geçişe hazır olmayan ülkeler için oldukça büyük sorunlar yaratmaktadır. Finansal liberal süreçle alakadar pek çok ekonomistin öneri ve eleştiri mevcuttur. Ancak bu süreçte ülkelerin kontrolsüzce yeni liberal politikaları uygulama gayreti sonucu oluşan sıcak para akışlarının yarattığı olumsuz etkiler detaylı olarak ele alınmamıştır.

Ödemeler dengesi üzerinde büyük bir etki yeni bir kalem olan portföy yatırımları detaylıca incelendiğinde ekonominin yönünü etkileyen önemli bir kalem haline geldiği görülmektedir. Ülkeye serbestleşme ile giren sıcak para ani çıkışlar yaparak ekonomide önemli etkilerin oluşmasına neden olmuştur. Liberalizasyon sürecine yeterince hazır olmadan, çok erken giren zayıf ekonomiye sahip ülkeler büyük ekonomik şoklar yaşamıştır. Sıcak para girdi çıktılarına yönelik çözümlerse geç ele alınmıştır.

Finansal liberalleşme kavramını Kaminsky ve Schmukler, çok boyutlu olarak tanımlamışlardır (Schmukler, Kaminsky, 2002, 7). Finansal serbestleşmede sermaye hesabının serbestleştirilmesi; finansal kuruluşlar ve finansal olmayan şirketlerin offshore fonları, çoklu döviz kuru piyasaları ve sermayenin akımı üzerindeki kontroller üzerindeki düzenlemelerdir. Tam liberal bir sermaye rejiminde, bankalar ve şirketlerin dışarıdan serbestçe borçlanmasına izin verilir. Bu şirket ve bankalar resmi

kurumları bilgilendirebilir. Ama çoğunlukla bunlara otomatik izin verilir. Her bir döviz kuru ve sermaye hesabı işlemi için özel bir döviz kuru yoktur. Aynı zamanda, sermaye yurt dışına tranferi için de bir sınırlama yoktur. Tam liberal bir menkul kıymetler borsasında, yabancı yatırımcıların yerel fonları tutması konusunda herhangi bir kısıtlama olmamaktadır. Kaminsky ve Schmukler (2002, 12), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için finansal liberalleşmeyle ilgili çalıştıkları endeksler sonucu, tam bir finansal serbestleşme, sektörlerin 2/3'ünün tam, 1/3'ünün kısmen serbestleşmesiyle gerçekleştiğini kabul etmişlerdir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜRKİYEDE FİNANSAL LİBERALİZASYON SÜRECİ

2.1. 1980 Dönemi Türkiye

Türkiye 1970'li yılların büyük sorunu olan dış borç ve enflasyonla mücadele etme üzerine kalkınma politikalar izlemekteydi. Planlı devletçilik yıllarında 1980'lere kadar her planlı dönemde devletin para-kredi piyasaları üzerindeki etkin kontrolünü reeskont politikası, faiz politikası, kredi politikası gibi çeşitli araçlarla sağlamıştır. Bu süreçte kredi sistemi devletin idari kararlarıyla tespit edilerek yönlendirilmiştir. Yüksek enflasyonist ortamda mevduat faizleri çoğunlukla negatif getirili olarak belirlenmiştir. Kredi sisteminin dışında döviz kuru idari kararlarla yürütülen bir mekanizma olmuştur. 1950-1980 dönemi boyunca kambiyo ve miktar kısıtlamaları, katlanarak artan dış borçlanmalarla desteklenmiştir. Kısaca 1980 öncesi Türkiye ekonomisi durgun bir ihracata, döviz tüketen kesime, ithale dayalı sanayileşmeye, sürekli artan dış borçlanmalara sahipti. Bu dönemde şiddetli enflasyonun yarattığı çarpıklıklar ortamında devlet, fiyatlara idari müdahalesini daha çok arttırmıştır. Türkiye' de ekonomik tablo bu seyirde devam ederken 1980 yıllarında Liberalizasyon politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Türkiye Planlı dönemden Liberal yani serbest ekonomiye geçme kararı alarak ekonomiye büyük ölçüde bir yankı oluşturmuştur. Liberalizasyon politikalarının uygulanması hususunda önemli bir adım olan 24 Ocak 1980 kararları alınmıştır.

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye' de uygulanan ekonomik politikalarında ve finansal piyasalarda büyük değişmeler meydana gelmiştir. Alınan 24 Ocak kararları ile; mevduatlara uygulanan faiz oranlarının pozitif hale getirilmesi ile birlikte finansal yapıda derinleşme, sermaye ve bankalar kesiminde önemli ölçüde gelişmeler yaşanmıştır. Kaynak dağılımında fiyat ve piyasa mekanizmasının kullanılması esası getirilmiştir. Bu amaçla alınan kararları aşağıdaki maddelerde inceleyebiliriz;

- Devletin mal ve hizmetlerin fiyatlarını kontrol etmesi geniş ölçüde kaldırılmıştır.
- Faiz hadleri kısmen serbest bırakılarak gerçekçi faiz politikasının uygulanmasına geçilmiştir.
- Kambiyo piyasasındaki arz, talep şartlarını dikkate alan esnek döviz kuru politikası uygulanmaya başlanmıştır.
- Dış ticarette yeterli olmamakla beraber kısmi bir liberalizasyona gidilmiştir.
- Kamı iktisadi Teşebbüslerine (KİT) fiyat ve üretim kararlarında belli ölçüde serbesti tanınmıştır.
- Liberal ekonominin etkisi olduğu diğer bir alan ise sanayileşme stratejisinde değişikliklerdir. ‘’Ucuz döviz, ucuz kredi ve hızla genişletilen iç talebe dayanan ithal ikameci sanayileşme stratejisinden dışa açık, ihracata dönük sanayileşme stratejisine geçilmiştir. Özellikle emek-yoğun, yerli hammaddelere dayalı ve dünya pazarlında rekabet gücümüz olan sanayi dallarına öncelik verilmiştir.’’*(Koray BAŞOL, 1992, s.51)*
- ‘’Bu tedbirleri uygulamak amacıyla kullanılan araçlar ise sıkı para politikası, pozitif faiz politikası, Kamu Mal ve Hizmetlerin maliyetlerini yansıtacak biçimde serbestçe tespit edilmesi, gerçekçi bir döviz kuru politikası, dış ticaretle kamu müdahalelerinin azaltılarak serbestleştirilmesidir*’’* (Dündar SAĞLAM, 1990, s.63).

24 Ocak kararlarını yukarıda maddeler halinde inceledik. Ekonomi adına büyük bir düzenleme olan bu kararların hedefini özetleyecek olursak; büyümeyi azaltmadan enflasyonu düşürmek ve bununla birlikte ihracatı teşvik ederek, faiz oranlarının da reel pozitif şekle getirerek, sermaye hareketlerini serbestleştirip Türk parasını konvertibl yapmaktır. Bu yönde alınan kararların uygulanması sırasında devletin elini ekonominin işleyişinden mümkün olduğu kadar çekmek ve devletin rolünün minimize etmek amaçlanmıştır.

Finansal açıdan peş peşe devrim niteliğinde kararlar alan Türkiye ekonomisine yakından bakacak olursak, bu dönemde ekonomide büyüme hızı eksi

%1,1 iken enflasyon oranı ise %102,7'dir. Hayata geçirilen 24 Ocak istikrar programı ile ilk hedef ekonomik darboğazın aşılması için devalüasyona gidilmiştir. Bununla beraber yeni kur politikası, vergi iadesi, tavizli kredi, vergi iadeleri gibi sübvansiyonlarla ihracat özendirilmek istenmiştir. 1980 yılı itibari ile Türkiye, aldığı kararlar ve çeşitli ekonomi araçlarını hayata geçirerek liberal ekonomi yolunda ilk adımını atmıştır. Finansal Liberalizasyon üzerine yapılan çalışmalar 1989 yılına kadar devam etmiştir. Bu süreçte sermaye hareketlerinin serbestleşmesine yönelik 28 ve 30 sayılı iki önemli kararname çıkartılmıştır. Bu Kararnameler Aralık 1983 ve Temmuz 1984 yıllarında uygulanmıştır. Finansal liberalizasyonun önemli adımlarından biri olan 30 Sayılı Kararname ile döviz kuru rejimi serbest hale getirilmiştir. Döviz kuru rejiminin serbestleşmesiyle Türkiye'de yaşan insanların artık döviz bulundurması, dövizle işlem yapabilmesi, döviz cinsinden mevduat hesabı açtırması serbest hale gelmekte olup bu işlemler üzerindeki engeller kaldırılmıştır. Bankalar ise döviz cinsinden mevduatları işleme sokabileceklerdir. Türk vatandaşı olmayan insanlar döviz cinsinden hisse alım satımı yapabileceklerdir. Bu gelişmelere ek olarak Kararnameyle her türlü menkul kıymetin ihracat ve ithalatına izin verilmiştir. Fakat bu iki önemli kararname sermaye hareketlerinin serbestleşmesinde tam manasıyla etkili olamamıştır. 28 ve 30 Sayılı Kararnamelerden sonra 11 Ağustos 1989 tarihinde 32 Sayılı Kararname çıkarılmıştır. '' 32 Sayılı Kararname ile birlikte, Türkiye'de yerleşik olmayanların döviz almaları ve Türk Lirası'nı yurt dışına göndermeleri serbestleştirilmiştir. Türkiye'de yerleşik kişilerin döviz bulundurma kısıtı kaldırılmış ve serbestçe döviz alabilmelerine izin verilmiştir. Bununla birlikte Türkiye'de yerleşikler artık mal ve hizmet karşılığı olarak aldığı dövizi ülkeye serbestçe getirebilecektir. Yurtiçinde yerleşik olmayan kişilerin ülke içinde her türlü menkul kıymeti almaları ve satmaları serbest bırakılmıştır. Yurtiçinde yerleşik kişilerin de yabancı borsalarda kote edilmiş her menkul kıymet ile yabancı para cinsinden çıkarılmış hazine bonosu ve devlet tahvili alma ve satmaları serbest hale getirilmiştir. Yurtdışından dövizle kredi almak serbest olmuştur. Sözü edilen bu serbestlikler 32 Sayılı Kararname ile birlikte getirilmiştir. ''

32 Sayılı Kararname ile ihtiyaç duyulan sermayenin sağlanması amaçlanmıştır. Bu surette, yurtdışına giden yerli sermaye ile yabancı sermaye ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. Yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için reel faiz hadleri yükseltilmiş ve döviz kuru politikası yeniden belirlenmiştir. Böylece kısa vadeli sermaye, yüksek faiz nedeniyle ülkeye gelmeye başlamıştır. G. Kazgan (2002), s.212.

Ocak 1980 itibari ile finansal Liberalizasyon adına pek çok düzenleme yapılmıştır. Daha önceki yıllarda kontrol altında olan faiz oranları serbest bırakılarak tavan değerleri kaldırılmıştır. 1 Temmuz 1980 tarihinden itibaren pozitif-serbest faiz dönemine adım atılmıştır.

Döviz kuru ve faiz oranının doğrudan bağlantılı olan iki önemli ekonomi aracı olduğu bilinmektedir. Kambiyo denetimini kaldırmış ve mali piyasalarını serbest hale getirmiş olan bütün ülkelerde bu iki fiyat birlikte hareket etmektedir. ''Faiz ve döviz kuru birer fiyattır. Oluşumları ve devinimleri temelde arz- talep büyüklüklerinden etkilenmektedir. Ancak olası konumlarına göre alınacak pozisyonlar reel kazanç ya da kayıp doğurabilmektedir. Dolayısıyla bekleyişler ve öteki fiyatların değişimi yani enflasyonda faiz ve döviz kuru hareketlerinde etkili olabilmektedir. Finansal serbestleşme bu iki değişken arasındaki ilişkinin daha hassas olmasına neden olmaktadır (*Taner BERKSOY ,Cumhuriyet Gazetesi 30 Ocak).*

Faiz oranı 1988 yılına kadar bankalar aracılığıyla belirlenmeye başlanmıştır. 1983 / 1988 yılları arasında mevduat faiz oranları Merkez Bankası'nca belirlenerek 1988 yılında mevduat faiz oranları tümüyle serbest bırakılmıştır.

1980 yılında serbestleşmeyle birlikte kemer sıkma politikasının uygulandığı bir yıl olmuştur. Bu süreçte gerçekçi kur ve liberalizasyon savunulmuştur. Yüksek faiz, ekonominin temel hedefi olmuştur. Ekonomi de her şey bu hedefe göre belirlenmeye başlanmıştır. Bu dönemde benimsenen politikaların bir amacı da dış ödemeler açıklarının kapatılmasıdır. Dış borçların düzenli bir şekilde ödenmesi de amaçlardan bir diğerini oluşturmaktadır T. BERKSOY (1985:130).

2.2. 1980 Dönemi Koşullarını Hazırlayan Ekonomik Yapı

Diğer periferi ülkeler de olduğu gibi Türkiye de yapısal dönüşüm içerisine girmiştir.1980 yıllarında gerçekleşen bu dönüşüm borç krizi ile birlikte 1973 te yaşanan petrol krizi ve stagflasyon ile Türkiye'yi olumsuz yönde etkiledi. Bu süreçte GOÜ'ler dışa borçlanırken, petrol ihraç eden ülkeler ellerinde muazzam bir fon biriktirmiştir. Bu durum GOÜ'lerin ekonomilerinin büyüme hızını düşürmüştür. (Ekzen,2009:80)

Borçlarını artıran GOÜ arasında Türkiye de yerini almıştır. Türkiye'nin dış borcu devamlı olarak arttı ve vade yapısı kısaldı. 1975 yılında toplam borç 4724 milyon dolar iken, 1977'de 11439 milyon dolara ulaşmıştır. Bu yıllarda kısa vadeli borç %24,2 ten %57,9'a yükselmiştir. (Kazgan,2006:106Yaşanan bu ekonomik sorunlar Türkiye'yi 1978 yılında krize sürüklemiştir. Türkiye dış borç ve cari işlemler üzerinde kötü bir tablo ile karşı karşıya kalmıştır. Çözüm olarak bu borç krizini atlatabilmek adına 1978 Martında IMF ile iki yıllık süreyi kapsayan bir ''standy by'' anlaşması imzalamıştır. Anlaşmaya göre Türkiye %30 oranında devalüasyon yapacak, faiz oranlarını arttıracak ve MB kaynak kullanımını kısıtlayacaktır. (Ekzen,2009:84) Ancak anlaşma yapıldıktan hemen sonra Türkiye'nin borcu artmaya devam etmiş, kötü makroekonomik koşullar Türkiye'yi kötü bir sürece sokmuştur. Çok geçmeden Türkiye stand by anlaşmasının gerektirdiği maddeleri uygulayamayacağını açıklayarak anlaşması feshetmiştir.

Türkiye 2005 yılına kadar tarihte bir çok ''Stand by'' anlaşması yapmıştır. Bu anlaşmalar ile yeni reformlar Türkiye ekonomisinde uygulanmaya çalışılmıştır. Yapılmış olan anlaşmalar kronolojik sıra ile tablo 1' de gösterilmektedir.

Tablo 1: Türkiye – IMF Anlaşmaları[4]

IMF ile Yapılan Standy-by Anlaşmaları

Anlaşma Tarihi	Kredi Miktarı (Milyon $)
01.01.1961	38
30.03.1962	31
15.02.1963	22
15.02.1964	22
01.02.1965	22
01.02.1966	22
15.02.1967	27
01.04.1968	27
01.07.1969	27
17.08.1970	90
24.04.1978	300
19.07.1979	250
18.06.1980	1.250
24.06.1983	225
04.04.1984	225
08.07.1994	866
22.12.1999	20.519
04.02.2002	15.888
11.05.2005	10.000
Toplam	49.851

2.3. Arz Yönlü İktisat Teorisi Ve Laffer Etkisi

2.3.1. Arz-Yönlü İktisat Teorisi

İktisat Teorisinde, geleneksel olarak, uzun dönemli problemlerle ilgili çalışmalar "Arz İktisadı" olarak adlandırılır. "Arz" yani bir ulusal ekonominin toplam üretimi ile ilgili çalışmalar, aslında "Talep" yani bir ulusal ekonominin toplam tüketimi ile ilgili çalışmalardan çok daha önce başlamıştır. Arz iktisadının teorik gelişimini şu şekilde özetlemek mümkündür (Savaş, 1998; 956–957) Arz Yanlı İktisat sözcüğü 1976'da ortaya atılmıştır. Bu ifadeyi ilk defa Virginia Üniversitesi'nden Dr.Stein kullanmıştır. (Önder, 2001: 140). A.Smith (1776) 'in yazmış olduğu Milletlerin Zenginliği adlı eseriyle ortaya koymuş olduğu Klasik Teori ' de arza verdiği önem görülmektedir. Buna bağlı olarak Keynesyen Devrim, Klasik Teori'nin arza olan önemine tepki olarak çıkmıştır. Keynesyen Teorinin ortaya çıkması ile, Arz İktisadı, bir süre önemini kaybetmiştir. İlerleyen zamanlarda R.F. Harrod (1939) ve E.

[4] Kaynak: http://www.imf.org/external/country/tur/index.htm

Domar (1946) ‘ ait bir eserde, arzın da toplam talep ile birlikte artması görüşünü sunması sonucu tekrar arz iktisadı popülerlik kazanmıştır.

Cobb- Douglas tipi bir toplam arz fonsiyonunu oluşturan Solow(1956), çalışmasında makro ekonomi yönünden arzın önemini ele almıştır. W. Leontief'in Keynesyen Devrim'in başladığı yıllarda, geliştirdiği "Input / Output Analizi" toplam arz ve toplam üretim konularında yoğun teorik aynı zamanda ampirik çalışmaların kaynağı olmuştur. 1950 ve 1960 yılları arasında Kuznest'in ekonomik kalkınma, Schultz ve Becker'in beşeri kapital, Kendrick ve Denison'ın büyüme prodüktivite, Grilliches ve Jorgenseon'ın üretim faktörleri ve prodüktiviteleri konusunda yaptıkları çalışmalar arz iktisadı konusunda büyük gelişmelerin ilk adımları oluşturmuştur.

Önemli iktisatçıların üzerinde çalışmış olduğu arz yanlı iktisat teorileri makro iktisat politikalarına çok fazla etkisi olmamıştır. Üretim ve fiyatların belirlenmesinde temel değer toplam talep olarak kabul edilmiştir.

Sanayi ülkelerinin 1971–1973 ekonomik bunalımlarını takiben 1973'de petrol fiyatlarının artması ile birlikte içine sürüklendikleri "durgunluk" ve "enflasyon" uygulanan ekonomi politikaları ile bunların dayandığı makro ekonometrik modeller hakkında ciddi tereddütler doğurmuştur. Bu tereddütler sonucu makro ekonomi teorisi bir karmaşa içine girerken ortaya çıkan çeşitli görüşlerden biri de "Arz İktisadı" olmuştur (Savaş, 1998;957) 1970'li yılların sonlarına doğru Talep-Yönlü İktisat'ın karşılaştığı sorunlara çözüm olarak, vergi indirimleri politikasını öneren Amerikalı iktisatçı Arthur Laffer tarafından ortaya atılan Arz-Yönlü İktisat, vergi indirimleri sonucunda toplam piyasa üretiminin ve toplam vergi gelirlerinin artacağını savunmuştur. Laffer'in görüşleri kısa sürede akademik çevrelerde ilgi görmüş, özellikle P.C. Roberts, N. Ture, M. Evans, A. Reynolds, B. Bartlett ve diğer bazı iktisatçılar tarafından ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir (Aktan, 1991;105)

Arz yanlı iktisadın temelinde vergi oranları vardır. Vergi oranlarının temel politik araç olarak kullanılma fikrini Avustralyalı İktisatçı Colin Clark atmıştır.‘’

Clark'a göre; yüksek vergi oranları tasarrufları ve insanlardaki çalışma azmini azaltacaktır. Böylece üretim ve arz daralacak ve sonuçta toplam talep-toplam arz dengesi bozulacak, ekonomide ortaya çıkacak talep fazlası fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine yani enflasyona neden olacaktır. Fakat sanayi ülkelerinin %25'in üzerindeki vergi yüküne rağmen hızlı gelişmelerini devam ettirmeleri, Clark'ın görüşlerini iktisat politikaları üzerinde etkili kılmamıştır.(Savaş, 1986;174)''

Arthur Laffer ise arz-yönlü iktisadı tanımlarken ''Arz-yönlü iktisat, klasik iktisadın modern tarz da olan şeklidir'' ifadesini kullanmıştır.

Evans'a göre, arz-yönlü iktisadın temelini "vergi indirimleri" oluşturmaktadır.

Arz yanlı iktisat üzerine önemli iktisatçıların söylemlerini toparlayacak olursak özetle; vergi indirimleri yoluyla üretimin ve dolayısıyla vergi gelirlerinin pozitif yönde etkileneceğini bunun sonucu ise ekonomik büyümenin, kaynak kullanımında ve dağılımında etkinliğin sağlanacağını savunan bir iktisadi düşüncedir.

Yukarıda arz yanlı iktisadın önemini birçok iktisatçının görüşü ele alarak açıklanmaya çalışılmıştır. Açıklamalara baz alarak arz yanlı iktisadın ilkelerini şu şekilde sıralayabiliriz;

Marjinal vergi oranlarındaki değişiklikler ekonomik birimlerin karar ve faaliyetlerini pozitif veya negatif olarak başlıca üç şekilde değiştirir (Keleher, 1982; 111).

- Boş durmaya karşı çalışmanın göreli fiyatını,
- Cari tüketim yerine, gelecekte tüketimde bulunmanın göreli fiyatını,
- Piyasa ekonomisi içinde faaliyette bulunma yerine, yeraltı ekonomisinde faaliyette bulunmanın göreli fiyatını.

Arz yönlü iktisatçılar, marjinal vergi oranlarının indirilmesiyle göreli fiyatların pozitif yönde etkileneceğini aksi durumda ise yani marjinal vergi oranlarının arttırılmasıyla göreli fiyatların negatif yönde etkileneceğini vurgulamaktadırlar. Örnek verecek olursak; marjinal vergi indirimi sonucu bireyler tüketmek yerine tasarruf etmek isteyecek ve boş durmak yerine çalışmaya yöneleceklerdir şeklinde düşünülmektedir.

Arz yönlü iktisat, ‘’ekonomik etkinlik’’ ile ‘’ekonomik büyüme’’ olarak adlandırılmış olan iki iktisat politikası amacına hizmet etmektedir. Arz yönlü vergi politikasını savunan iktisatçılar, vergi indirimlerinin uzun vadede vergi gelirlerini ile toplam piyasa üretimini arttıracağını öne sürmektedir.

Arz yönlü iktisadın en az diğerleri kadar önemli olan ilkesi ise, vergi gelirleri, vergi oranları ve toplam piyasa üretimi arasında oluşturmuş olduğu ilişkidir. Bu ilişkiye göre; vergi oranlarının indirilmesi vergi gelirlerini azaltmayacak tam tersine arttıracaktır. Aslında vergi oranlarının indirilmesi göreli fiyatları olumlu yönde etkileyecek ve toplam piyasa üretiminin yani GSYİH’nın artması vesilesiyle sonuçlanacaktır.

Özellikle A. Laffer’in düşüncelerinden etkilenen arz yanlı iktisatçılar, vergi indirimleri sonucu üretim maliyetlerinin düşürülmesinin üretimi artıracağı ve böylece enflasyonla mücadelenin de mümkün olacağını savunmaktadırlar.(İyibozkurt, 1997;258-259)

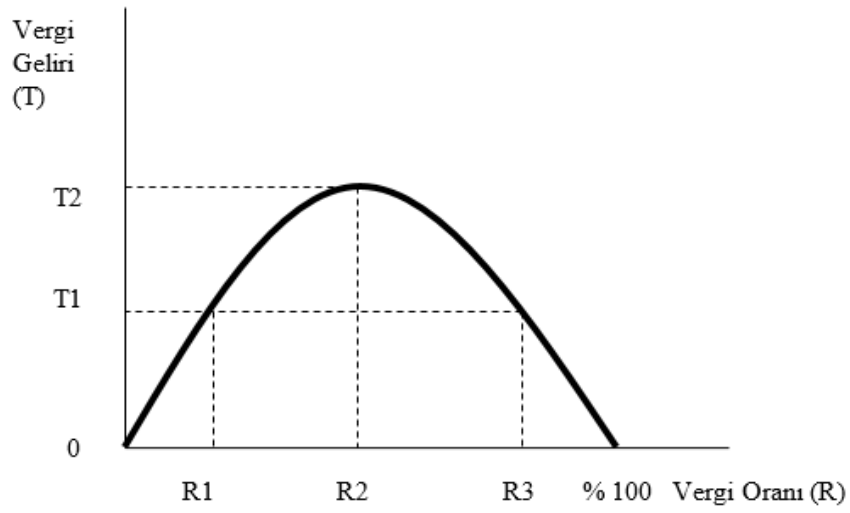
2.3.2. Laffer Eğrisi

Arz yönlü iktisatçılar çalışmalarında Laffer Etkisi ve bu etkiyi anlatan Laffer Eğrisine oldukça önem vermektedirler. Laffer Etkisi; vergi gelirleri ile vergi oranlarının arasındaki bağı ele almaktadır. Bu etkiye göre; Vergi oranlarındaki bir birimlik artışın vergi gelirlerini düşürebileceği, vergi oranlarında bir birimlik azalmanın ise vergi gelirlerini arttırabileceği savunulmaktadır. Laffer Etkisi, vergi

oranlarında ki azalmanın sonucunda bireylerin harcanabilir gelirlerindeki bir artışın onları daha fazla yatırım yapmaya teşvik edeceğini, bu sebeple gelir artışına bağlı olarak yatırımlarında artacağını varsaymaktadır.

Laffer Eğrisi (bkz. Şekil 1) vergi düzeyi ile vergi gelirleri arasındaki teorik ilişkiyi gösterir. Eğri vergi indirimlerinin belli şartlar altında vergi gelirlerin artıracağı görüşünü ispatlamak amacıyla, 1970'lerin sonunda Washington'daki bir lokantada bir peçete üzerine meşhur eğrisini çizen, eski Chicago ve Güney Kaliforniya Üniversitelerinde ekonomi profesörü olan Arthur B. Laffer tarafından keşfedilmiştir. Ancak, grafiksel gösterimi Laffer'e ait olsa da, devletin vatandaşlardan gereğinden fazla vergi almasının sonuçta ilimler, sanatlar ve iktisadi faaliyetlerde bir gerilemeye yol açacağı fikrini ilk dile getiren kişi, 13. yüzyılda yaşamış Müslüman düşünür İbn Haldun'dur (M. Skousen,2003; 495-496).

Şekil 1: Laffer Eğrisi[5]



Laffer Eğrisi'nin ortaya koymaya çalıştığı şey şudur: Vergi oranı sıfır olduğunda vergi toplanmayacak, oran yüzde 100 olduğunda ise bütün kazancını vergi olarak verecek olan kişiler üretim yapmayacak dolayısıyla vergi doğmayacak emektir.

[5] Kaynak: Eğilmez,M., Kendime Yazılar (http://www.mahfiegilmez.com/2016/09/arz-yonlu-ekonomi-ve-laffer-egrisi.html)

Vergi oranının R1'den R2'ye artırıldığını varsayalım. Bu durumda vergi gelirleri T1'den T2'ye yükselmektedir. Vergi oranının R2'den R3'e artırıldığını varsayalım. Bu durumda kişiler elde ettikleri gelirin çoğunu vergi olarak ödeyeceklerini gördükleri için çalışma saatlerini azaltacaklar ve vergi tahsilâtı artmayacak, tam tersine T2'den T1'e gerileyecektir. Dolayısıyla bu teze göre aşırı yüksek olan vergi oranlarında yapılacak indirimler, bir yandan insanların daha fazla çalışmasını teşvik ederken bir yandan da vergi kaçırma arzularının düşmesine yol açacak ve vergi tahsilâtını azaltmak bir yana artıracaktır. (Eğilmez, Kumcu, Ekonomi Politikası 2016;21) Vergi hasılatını artırmak için vergi oranının azaltılması mevcut vergi oranının, maksimum vergi hasılatını sağlayacak oranın üzerinde bulunması gerekir. Bu nedenle vergi oranları ile ilgili alınacak kararda bir belirsizlik unsuru bulunmaktadır (Savaş, 1998;960-961).

2.4. 1980 Dönemi Sonrası Ekonomi Politikaları

1980'li yıllar ve sonrasında uluslararası kurumların ön plana çıkarmaya çalıştıkları bir takım politikalar oluşturulmuştur. Bu politikalar on madde ile özetlenerek ''Washington Uzlaşısı'' olarak sunulmuştur. Washington Uzlaşısında yer alan bu maddeler, uluslararası kurumların az gelişmiş ülkeler (AGÜ) yahut gelişmekte olan ülkelere (GOÜ) sundukları iktisat politikalarıdır. Washington Uzlaşısı uygulanan her ülke ekonomisinde beklenen sonucu verememiştir. Bu sebeple 1990'lı yılların sonunda uzlaşıya neoliberalizmin devamı niteliğinde revize yapılarak Post-Washington Uzlaşısı adı verilmiştir.

Bahsedilmekte olan Washington Uzlaşısı ve devamında Post-Washington adını alan bu uzlaşı, neoliberal iktisat politikalarının temellendiren önemli bir adımdır. Türkiye'yi etkilemekte olan ve yeni bir sürecin başlamasına sebep olan Liberalizasyon döneminin kısaca başlangıç serüveni alt başlıkta incelenmektedir.

2.4.1. Washington Uzlaşısı

Dünya ekonomi düzeni için 1980 sonrası dönem, IMF-DB-DTÖ (GATT) gibi kurumların ortaklığıyla oluşturulmuş politikaların bu politikaları uygulamayan ülkelere önerildiği ve bu ülkelerde de önermelere yönelik düzenlemelerin yapıldığı, uluslararası ekonomik düzende neoliberal dönüşümün yaşandığı bir dönemdir. Bu dönüşümün ekonomik politik araçları kapsamış olduğu bütüne ‘’Washington Uzlaşısı’’ adı verilmiştir. (Kırmızıaltın, ‘’1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi’’, Özgür Üniversite Kitaplığı:97 s:82)

Ekonomi politikasına önermelerin bulunduğu ve Washington adı verilen uzlaşı nedensel açıklamalara dayalı olup sistematik bir şekilde ilk olarak Willamson (1990) ‘da işlenmiştir. Washington Uzlaşısı olarak adlandırılmasının sebebi ise Breetton Woods kurumları ve ABD Hazinesi’nin mutabakatında oluşmuş olmasıdır. Uzlaşıda yer alan on madde kısaca şu şekilde özetlenmektedir;

1. Mali Açık: ‘’Washington Kurumları mali disipline inanır.’’ Buna göre devlet mali disiplini sağlayacak şekilde hareket etmelidir.

2. Kamu Harcaması Düzenlenmesi: Mali disiplinin oluşturulması amacıyla ‘’kamu açığının azaltılması ihtiyacı doğduğunda, iki seçenek sunulmaktadır; gelirlerin arttırılması yahut harcamaların kısılması gerekmektedir. Reagan yönetimi ve arz yanlı görüşün belirleyici olduğu Washington ‘da harcamaları azaltmak vergi gelirlerini arttırmaya tercih edilir.

3. Vergi Reformu: ‘’Mali açığın çözümüne yönelik olarak, vergi gelirini arttırmak kamu harcamalarını azaltmaya alternatiftir’’.

4. Faiz Oranı: ‘’Washington’da faiz oranı düzeyine yönelik önemli iki kural ele alınmaktadır. Birincisi, piyasanın etkin olarak işlediği durumda faiz oranının piyasada belirlenmesi gerektiğidir. İkincisi ise, reel faiz oranının sermaye

akışını etkilemek ve tasarruf artışı oluşturmak adına pozitif olması gerektiğidir''.

5. Döviz Kuru: Faiz oranı gibi döviz kurunun da piyasa güçlerince belirlenmesini öne sürer. Buna dayanak olarak, içe dönük ve korumacı ekonomik politikasının başarısız olduğunu savunur.

6. Ticaret Politikası: ''Dışa dönük ekonomi politikasının ikinci ve büyük aracı ithalat liberalizasyonudur. Washington'a göre rekabetçi fiyatlardaki ithal mal girişine müsaade etmek, dış rekabete karşı yurtiçi sanayiyi koruyan verimsiz ekonomi politikasına tepki olarak uygulanması gereken bir ekonomi politikasıdır''.

7. Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY): Washington'da ''dış finansal akım liberalizasyonuna büyük öncelik tanınmamaktadır''. Sadece, ' gerçekleşecek olan yatırımın sermaye gereksinimini karşılaması yeterlidir'.

8. Deregülasyon: Rekabetçi yapının güvenli bir piyasa ortamında buluştuğunda etkinliğinin ve verimliliğinin artacağına yönelik varsayıma dayanır. Bu sebeple rekabeti çoğaltacak düzenlemeler oluşturulmalıdır. '' deregülasyon rekabeti sağlayan yollardan birisidir''.

9. Özelleştirme: Ülkelerin borç durumu kontrol altında olmalıdır. Para politikası araçları ile borcun ödenmesi sağlanmalıdır. Fakat bu durum parasal baskıyı beraberinde getirebilir. Soruna alternatif olarak ''borcun ödenmesine yenölik kaynak yaratmak sebebiyle devlete ait olan işletmelerin yabancı alıcılara satılması durumunda parasal baskı söz konusu olmaz. Özetle kamu girişimleri özelleştirilmelidir. Ekonomi üzerinde devletin ağırlığının azaltılması ve piyasanın güçlendirilmek istenmesi diğer maddeleri de destekleyici niteliktedir.

10. Mülkiyet Hakları: Kapitalist düzenin temsilcisi olarak Washington, düzenin işleyişi adına mülkiyet haklarının güvenliğine önem vermektedir (Willamson, 1990).

Washington Uzlaşısı adı verilen ekonomi politik önermeler bütününü on madde de özetlenmiştir. Maddeler iki temel düşünce üzerine oluşturulmuştur. Piyasanın kusursuz işlediği kabul edilmiştir ve ekonomide etkinliğinin arttırılması adına piyasanın genişletilmesi gerekmektedir.

Bürokrasi ekonomide etkinsizliğe sebep olabilecek şekilde hareket edebilmektedir. Bu sebeple devlet, ekonomi yönünden işlevi konusunda küçültülmelidir (Kırmızıaltın,s:83-84)

Yukarıda anlatılmış olan ekonomi politikaları 1980 ve sonrasında birçok ülkede uygulanmıştır. Bu ülkelere en iyi örnek Latin Amerika ve Türkiye'dir. Türkiye ve Latin Amerika, Washington Uzlaşısının ekonomi göstergelerine çabuk ayak uyduran ülkeler olmuştur. Ancak Latin Amerika için bu durum bir süre sonra tersine dönmeye başlamış ve ekonomide sürekli küçülmeler yaşanmıştır. Dünya Bankası'nın (DB) 1993 yılında yayınladığı rapor ile ''Washington Uzlaşısı'' eleştirilmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYEDE LİBERALİZASYON DÖNEMİNDE SICAK PARA

3.1 Sıcak Paranın Tanımı

Ekonomik küreselleşme içerisinde üretimin tüketimin yatırımın ve tasarrufun bulunduğu birçok ekonomik kararların serbest yani liberal ekonomi koşullarında belirlenmesine istinaden düzenlemeler barındırmaktadır. Liberal ekonomi çerçevesinde ve sermaye kontrollerinin kaldırılması ve sermaye hesabı kısıtlamalarına son verilmesi ile yer ve çeşit bakımından yeni yatırım olanaklarının ortaya çıkmasını sağlamaktadır (Turan, 2011:165).

Uluslararası piyasalarda sermaye hareketliliği iki şekilde gerçekleşmektedir. Birincisi, doğrudan yatırımlardır. Bu yatırımlar uzun vadeli olmakta olup ülkelerin maden sektörlerine, alt yapılarına yatırım yapan, büyük üretim kollarını satın alan yahut kuran yatırımlardır. Diğer şekli ise kısa vadeli olup dolaşımda kısa sürede karını maksimize eden fonlardır *(* "Sermaye hareketliliği ve sıcak para", (Çevrimiçi), http://www.ekodialog.com/Makaleler/sermayehareketliligi-sicak-para.html, erişim:13.08.2018)

Sıcak para, portföy yatırımları ile ilişkilidir ve genel olarak portföy yatırımları adı altında bilinmektedir. Yabancı sermaye yatırımları kısa ve uzun vadeli olarak işlem görmektedir. Fakat uzun vadeli reel yatırımlardan ziyade spekülatif yatırımlar yabancı sermaye yatırımlarının tartışılan yönü olmuştur. Ülkeye giriş yapan ve portföy yatırımı adı altında toplanan yabancı sermaye ''sıcak para'' olarak adlandırılmaktadır. Sıcak para yatırımları ulusal piyasalarda döviz kuru ve faiz arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj öğesine dayanan ve yüksek risk-yüksek getiri özelliklerine sahip varlıklara plase edilen kısa vadeli sermaye yatırımlarıdır (Cihan, 2005:25).

Sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanıma sahip olmamakla beraber, beklenen getiri oranları ve risklerdeki dalgalanmalara çabuk tepki gösteren sermaye akımları olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2005:28).

Tarzi (2000) çalışmasında sıcak parayı, bir ülkedeki uluslararası yatırımcı veya sermayedarların, başka bir ülkeden hisse senedi ve bono gibi menkul kıymetleri almak suretiyle oluşturdukları sermaye akımları olarak tanımlamaktadır (Tarzi, 2000:27).

Sıcak para kavramını detaylıca inceleyecek olursak, aşağıda yer verilmiş olan akımlar sıcak para dinamiklerini oluşturmaktadır.

- Bankalara açılan kısa vadeli krediler
- Kısa vadeli borç senetlerine yönelen portföy yatırımları
- Hisse senetlerine yönelen portföy yatırımları
- Diğer özel aktörlere açılan (ticari kredileri içermiyor) krediler
- Banka mevduatındaki değişmeler (mevduat işlemleri)
- Banka-dışı diğer varlıklardaki değişmeler

Sıcak para kavramı çoğunlukla ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayeleri temsil etmektedir. Fakat kısa vadeli yabancı sermayeden, piyasalara hızlıca girip çıkması, belirsiz olması ve mobilitesinin yüksek olması noktasında ayrılmaktadır.

Hedging (kur değişimi riskine karşı korunma), carry trade (ara kazanç ticareti), banka kredileri, emeklilik ve menkul kıymet yatırım fonları sıcak parayı oluşturan önemli paydalardır (Baily, Farrell, Lund, 2000:99-100). Yukarıda bahsedilen bilgiler ışığında özetlenecek olursa, kısa dönemli sermaye girişleri sıcak para olarak adlandırılmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişleri GOÜ'lere (gelişmekte olan ülkeler) bazı sorunlar yaşatmaktadır. Aşırı sermaye girişi neticesinde yerli

paranın, yabancı para karşısında değer kaybetmeye başlaması örnek olarak verilebilir. Yerli paranın değerlenmesi ülkemizde 1990 yıllarından bu yana yaşanmakta olan bir durumdur. Yerli paranın değerlenmesi özellikle dış ticaret için önemli bir rol oynamaktadır.

3.2. Sıcak Para Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Piyasalarda kar, risk ve yatırım/tasarruf etkileşiminin büyük sebebi sıcak para etkisidir. Sıcak para çeşitli faktörlerden dolayı ülkeler arasında kısa süreli olarak yer değiştirir. Sıcak para giriş-çıkışlarını yurtiçi faiz oranı, güvenirlik, ekonomik ve siyasi istikrar, istikrarlı döviz kuru, enflasyon oranı gibi faktörler etkiler (Turan, 2011;165). Mekanizma kısaca şu şekilde işlemektedir: yabancı yatırımcılar ya da özel sektör tarafından kısa vadeli döviz kredileri (sıcak para), TL'ye çevrilerek yüksek faizlerle kamu iç borçlanma senetlerine ya da ticari bankalara mevduat olarak yatırılmakta, bu fonlar dönem sonunda yeniden dövize çevrilerek alınan krediler kapatılmaktadır. Bu da sonuçta ekonomiyi önemli boyutlarda reel faiz yüküne sokmaktadır (Bal,1998:119-111). Böylece sıcak para akımlarını etkileyen faktörlerden bir tanesinin de arbitraj olduğu görülmektedir. Sıcak para giriş ve çıkışlarını belirleyen ana parametreler; faiz ve döviz kuru oranlarıdır.

Piyasadaki faiz oranları veri iken, yatırımcı hangi ülkede olursa olsun neticede edineceği kazancın aynı olmasını istemektedir. Bu bağlamda, bugünkü ve vadeli (forward) kurlar arasında temel bir dengenin olması gerekmektedir (Korkmaz, Ceylan, 2006:22). Denge bu denklemle gösterilmektedir:

Denklem 1: Bugünkü Ve Vadeli (Forward) Kurlar Arasındaki Temel Denge Denklemi

$$F = [(1 + iTL) (/ 1 + iUSD)]S$$

Denklemde;

- F : Vadeli döviz kurunu,
- i_{TL} : Türkiye'de TL'ye verilen faiz oranını,
- i_{USD} : ABD'deki USD faiz oranını,
- S : Bugünkü kuru simgelemektedir.

Denklemde Türkiye ile ABD arasında gerçekleşen faiz ve döviz kuru dengesi incelenmektedir. Denkleme göre bugünkü kur veri iken faiz oranlarında gerçekleşen değişim vadeli kurdaki değişimi belirlemektedir. Kısaca açıklayacak olursak, Türkiye'deki faiz oranları yükseldiği takdirde vadeli kurda TL o ölçüde devalüe olacağı görülmektedir. Piyasadaki hareketliliğin bir sebebi ise riski seven ve riskten kaçınan yatırımcılardır. Riskten kaçınan yatırımcılar sağlam finansal düzeye erişmiş olan ülkelere yatırım yaparak az da olsa getirisini garanti altına almaya çalışmaktadırlar. Riski göze olan yatırımcılar ise, finansal sistemleri tam anlamıyla olgunlaşamamış, kendini kanıtlayamamış olan kontrolsüz, finansal liberalizasyon sürecine dahil olmuş ülkelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Riskten kaçınmayan sıcak para yatırımcıları riski göze almaktan çekinen yatırımcılara göre yatırım yapacakları ülkenin makroekonomik değişkenlerine karşı oldukça duyarlıdırlar. Pek çok sıcak para yatırımcısı yapmış oldukları davranışları ile birbirlerini etkilemektedir ve sürü psikolojine sebebiyet vermektedirler.

Portföy teorisi döviz kuru hareketlerini açıklamaya yönelik ilerletilmiş bir teori olmasına karşın ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerini de kapsayan ve açıklayan bir teoridir. Yatırımcılar edinimlerini yurt içi ve yurt dışı finansal varlıklar şeklinde elde tutmaktadır. Bu yatırımcılar uluslararası makroekonomik değişkenleri ön planda tutarak portföy oluşturmaktadırlar. Uzun süre portföylerinde mali varlık biriktirdiklerinden dolayı yaptıkları en ufak bir düzenlemede uluslararası sermaye dağılımını da etkilemektedirler. Oluşan etki, portföyde payı olan ülkelerin yabancı yatırımlara olan bakışına yani serbest olup olmamasına göre değişmektedir (Floyd, 1972:91,121-122).

Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar döviz kuru beklentilerini etkilemektedir. Bu sebeple portföy düzenlemelerinde de belirleyici rol oynamaktadırlar. Portföyü oluşturan varlıkların vadesi kısaldıkça bu etkiler daha da fazla hissedilmektedir (Branson ve Willett, 1972:294,305).

3.2.1. Arbitraj

Arbitraj genel manasıyla, farklı piyasalarda işlem görmekte olan aynı menkul kıymetin, dövizin yahut değerli madenlerin fiyatının farklı olması durumunda aynı zaman diliminde düşük fiyatlı piyasalardan alınarak yüksek fiyatlı piyasalarda satılması vesilesiyle elde edilen karı temsil etmektedir. Kısaca, arbitraj bir malı bir piyasada ucuz fiyattan alınıp başka bir piyasada daha yüksek fiyattan satılması işlemine ve bu işlem sonucu oluşan kar olarak tanımlanmaktadır. Arbitraj işlemi iki farklı piyasada ve iki farklı para biriminde gerçekleşmesi üzerine döviz işlemleri ele alınarak yapılmaktadır. Döviz işlemleri faiz ve döviz kurlarını kapsadığından dolayı bu işleme aynı zamanda faiz-kur arbitrajı da denilmektedir.

3.2.2 Döviz Kuru Arbitrajı

Döviz kuru arbitrajı, ulusal paranın başka bir ulusal para karşısında yaşamış olduğu değişim oranının çeşitli piyasalarda eş zamanlı olarak farklılıklarından meydana gelmektedir.

Örnek vererek açıklayacak olursak, New York (NY) ve İstanbul piyasalarında TL/USD kurları;

- İstanbul piyasası : 1 USD = 5,10 TL
- New York piyasası : 1 USD = 5,25 TL

Olarak ele alacak olursak, piyasalar arasındaki fiyat farklılığı sebebiyle arbitrajcı, İstanbul piyasasında daha ucuz olan USD'yi TL karşılığında alacaktır. NY piyasasına göre daha ucuza almış olduğu USD'yi, NY piyasasında TL'ye çevirerek aradaki kur farkından yararlanmış olacaktır. Bu işlem sonucunda birim USD başına 0,15 TL kar elde edecektir. Arbitrajın asıl gayesi bir para birimi ile başlayıp sonunda tekrar aynı para birimine dönülmesidir. Bu işlemin piyasa ve yer farklılıklarından dolayı gerçekleşmiş olması arbitraj türlerinden ''*yer arbitrajı''* (spatial arbitrage) olarak örnek gösterilebilmektedir. Verilmiş olan örnekte iki farklı para birimi karşılaştırıldığı için "iki uçlu arbitraj" (two-point arbitrage) adı da verilebilmektedir (Seyidoğlu, 2003:306).

Arbitraj üzerinden kar sağlama güdüsü içinde hareket eden kişilere arbitrajcı denilmektedir. Arbitrajcılar kar etme güdüsü ile piyasada döviz alımı ve satımı yaparken piyasada bazı hareketliliklere sebep olmaktadır. Örnek verecek olursak; İstanbul'da TL karşılığında USD alan bir arbitrajcı, İstanbul'da USD'nin değerlenmesine, TL'nin ise değer kaybetmesine sebep olacaktır. Tam tersi durumda yani NY piyasasında TL alınıp USD satılması durumunda USD'nin piyasada değeri düşecektir ve TL'nin değeri artacaktır. Sonuç olarak her iki piyasada da döviz alım

satımı aynı oranda gerçekleştiği için döviz kurları aynı seviyeye geri dönecektir. Yapılan bu işleme *tek fiyat kanunu* adı verilmektedir. Aynı zamanda bu işlem neticesinde karlılık durumu ile birlikte arbitraj ortadan kalkacaktır. Daha genel tanımıyla tek fiyat kanunu; bir mal yahut varlığın, tüm piyasalarda arbitraj işlemiyle aynı fiyat seviyesine ulaşması işlemine denilmektedir. Serbest piyasa ve fiyat mekanizmasının işlemesi vesilesiyle oluşan tek fiyat kanunu, ulusal ve uluslararası ekonomilerin ortak ve temel aldığı bir kanundur (Seyidoğlu, 2003:307-308).

3.3.3.Faiz Arbitrajı

Birçok ulusal paranın, kısa süre diliminde, yapmış olduğu yatırımları arasındaki kazanç farklılıklarından yararlanmak maksadıyla gerçekleştirilen arbitraj işlemine *faiz arbitrajı* adı verilmektedir. Faiz arbitrajı, banka mevduat hesabı, hazine bonosu, mali fonlar ve ticari firmaların çıkarmış olduğu finansman bonosu gibi kısa vadeli mali araçların alınıp satıldığı piyasalarda uygulanmaktadır. Bunlar genellikle bir yılı aşmayan kısa vadeli mali araçlar olmakla birlikte, genellikle 30, 60, 90 gün süreli olarak işlem görmektedirler. Ülkeler arasında kısa süre zarfında, faiz oranlarındaki farklılıktan yararlanmak maksadıyla yapılan bir arbitraj türüdür.

Tasarruf amacı güden kişiler, bu mali araçlara yatırım yapmak ve faiz gelirlerinden faydalanmak isteği içindedirler (Seyidoğlu,2003:348)

Kısa vadeli yatırım yapma niyetinde olan yatırımcılar, ulusal ve uluslararası piyasaları inceleyerek en fazla getiri olan fona yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Bu sebeple en yüksek faiz getirisi olan yatırım araçlarına yönelmektedirler.

Uluslararası alanda yatırıma yönelen kişiler, milli para cinsinden ellerinde tutmuş oldukları sermaye fonlarını, yatırım yapmak üzere yöneldikleri ülkenin para birimine çevirmektedirler. Çevirmiş oldukları sermaye fonlarını kısa vadeli mali araçları satın alma yahut yabancı para cinsinden mevduata dönüştürülmesi şeklinde değerlendirilmektedir. Yatırımcılar bu işlemi her ne kadar kar amacı gütme

maksadıyla yapsalar da vade sonunda değişen kur ile zarara uğrama riski de söz konusu olmaktadır. Kur da gerçekleşecek olan değişmeler, vade bitiminde tekrar milli paraya dönüşecek olan fonların değer yitirmesine sebep olabilir.

Karın söz konusu olduğu gibi riskinde var olduğu bu alım satım işlemlerinde girişimciler kendilerini güvenceye almak istemektedirler. Çoğu yatırımcı riskten kaçınmak için *anında-vadeli döviz swap* işlemine yönelmektedirler. Bu işleme güvenceli faiz arbitrajı da denilmektedir. Bu işlemi açıklayacak olursak, yatırımcı spot döviz piyasasında fonları çevirmek suretiyle yatırım yapmak üzere yurt dışına aktarırken, aynı amanda aynı banka ile ikinci bir işlem yaptığı takdirde bir süre geçtikten sonra dövizleri ülkeye getirecek ve vadeli teslim yoluyla satacaktır. Yatırımcı yapmış olduğu bu işlemle kendisini kur değişimlerine karşı güvenceye almış olacaktır.

Faiz arbitrajı ülke dışına fonları çıkarmadan da yapılabilmektedir. Ülke içinde yapılan faiz arbitrajı genellikle Eurodollar Piyasasında görülmektedir. Euro piyasasında olan bir ulusal paranın faiz oranı diğer Europaralar ile mukayese edilir ve faiz oranları arasında bir uyumsuzluk tespit edilirse, arbitrajcılar harekete geçerler. Arbitrajcılar akılcı davranarak fonlarını düşük faizli euro paradan çekerek yüksek faizli olana yatırmak isterler. Bu piyasalarda faiz farklılıklarından ve kur dalgalanmalarından oldukça fazla etkilenen sıcak para fonları yer almaktadır. (http://sosyolojisi.com/faiz-arbitraji-nedir-faiz-arbitraji-anlami-ve-hakkinda-bilgi/15678.html Erişim Tarihi: 12.09.2019)

3.3. Sıcak Parayı Çeken Faktörler

Yatırımcıların temel amaçlarından biri, rakiplerinden önce kârlı piyasaları tespit edebilmektir. Bunun için özellikle GOÜ'ler, sıcak para yatırımcılarının dikkatini çekebilmek için öncü gösterge olarak yüksek faiz ele almaktadırlar. Daha öncede belirtildiği gibi, bir sıcak para yatırımcısının geliri, yatırım yaptığı ülkedeki

faiz haddi yükseldikçe artacak, bu ülke parasının devalüasyonu durumunda da azalacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE LİBERALİZASYON SÜRECİNDE SICAK PARANIN MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ;2003-2018 YILLARI VERİLERİ İLE BİR MODEL DENEMESİ

Bu çalışmada 2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık verilerle sıcak para akışlarının makro ekonomik değişkenler ile ilişkisi ölçülmek istenmiştir. Sıcak para kavramını oluşturan alt kalemlerden portföy yatırımları ile makro ekonomik değişkenler içerisinden cari açık, reel efektif döviz kuru, bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz ve tüketici fiyat endeksi verileri kullanılmıştır.

4.1. Metadoloji

Çalışmada ilk olarak zaman serilerinin durağanlığının incelenmesi için genişletilmiş dickey Fuller testi uygulanmıştır. Devamında değişkenler arasındaki etkileşimlerin saptanması amacıyla Vektör Otoregresif Model (VAR) kurulmuştur. Değişkenlerin VAR modeli için sıralanması amacıyla Granger blok dışsallık/nedensellik testi yapılmıştır.

Etki-tepki fonksiyonları ile rassal hata terimlerinden birinde ortaya çıkacak olan bir standart hatalık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisinin saptanması amacıyla etki-tepki analizi yapılmıştır. Modelde oluşacak bağımlı değişkenler için en etkili değişkenlerin saptanması için varyans ayrıştırması metodu kullanılmıştır. Bir başka ifade ile varyans ayrıştırması ile; etkili bulunan değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise, etki-tepki fonksiyonları ile saptandığı ifade edilebilir (Özgen ve Güloğlu, 2004:97, Barışık ve Kesikoğlu, 2006:69).

4.2. Veri Seti

Veri setine ait tüm bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Geleneksel ekonometrik yaklaşımlarda kullanılan zaman serilerinin mevsimsellikten arındırılması önemli görülmekte iken güncel çalışmalarla birlikte zaman serilerinin mevsimsellikten arındırılmaması gerekliliği üzerine durulmaktadır.

Çünkü zaman serilerinde yer alan mevsimsel bileşenler önemli bilgi kaynağı olabilir ve mevsimsellikten arındırılmış veriler etkili bilgi kullanımını sağlamayabilir (Hylleberg, 2006, Martins, 2010). Bu nedenle zaman serileri mevsimsellikten arındırılmamıştır.

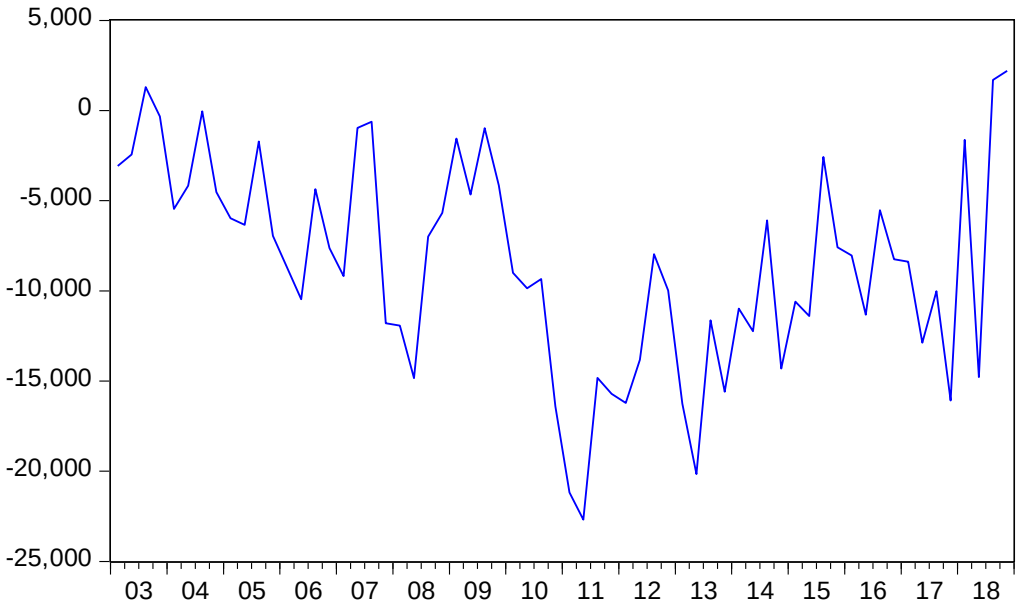
Tablo 2: Veri Seti

DEĞİŞKEN	GÖZLEM ARALIĞI	VERİ KAYNAĞI
NET VARLIKLAR	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/
NET YÜKÜMLÜLÜKLER	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/
CARİ AÇIK	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/
AĞIRLIKLI ORTALAMA FAİZ	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/
FİYAT ENDEKSİ (TÜFE)	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/
REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU	2003:01 ve 2018:04 dönemlerini kapsayan üçer aylık	TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/

Analiz sonuçları açıklanabilir hale getirilmek maksadıyla değişkenler arasından ‘’ tüfe bazlı fiyat endeksi ‘’ yapısal kırılmadan arındırılarak yüzde değişimi alınmıştır. Diğer tüm zaman serileri reelleştirilmiş halleriyle analizde kullanılmıştır. Analizde dönemsel veriler kullanılmak üzere öncelikle Microsoft Office 2010 Excel yardımıyla tekrar düzenlenmiştir.

Yukarıda yer verilen değişkenlerin grafikleri aşağıda yer almaktadır. Yatay düzlem; 2003:01 ve 2018:04 dönemlerini göstermektedir. Dikey düzlem; ele alınan değişkenlerin sayısal olarak ifadesini göstermektedir.

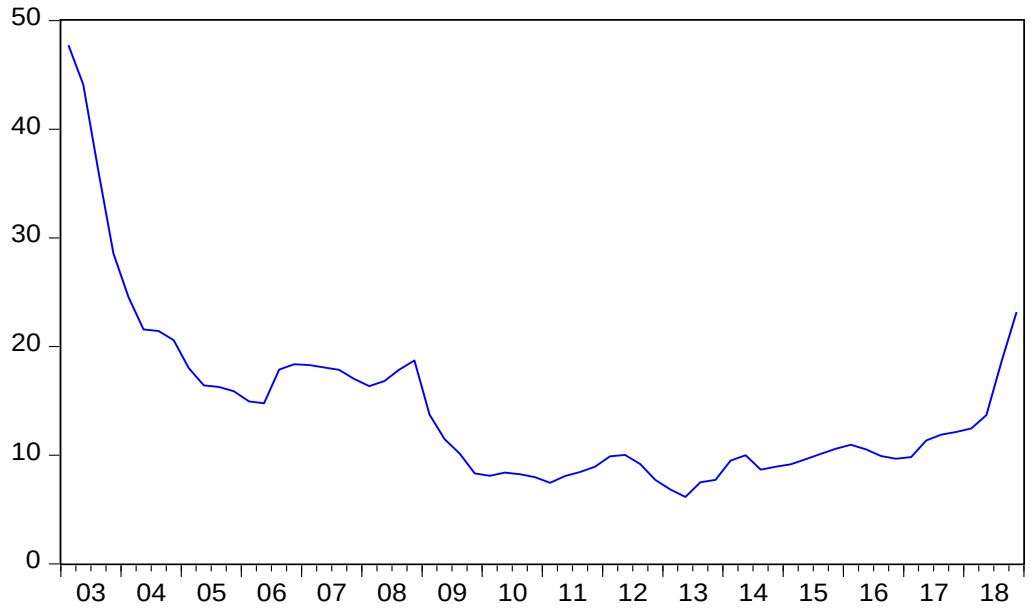
Şekil 2: Cari Açık



2003 yılı birinci çeyrek dönem ile 2018 yılı son çeyreği kapsayan grafikte ülkemizde cari açığın hareketleri gözlemlenmiştir. 2011 yılı ikinci çeyrek dönem ve 2018 son çeyrek dönemde uç noktalara erişmekte olduğu grafik yardımıyla

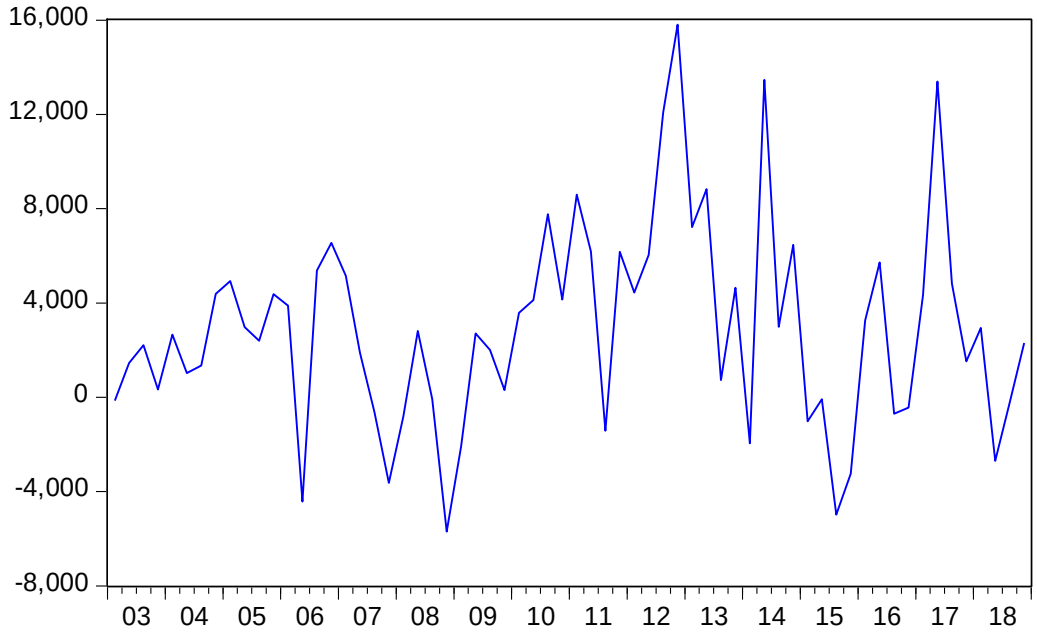
incelenmektedir. Türkiye'nin cari işlemler hesabı açığı, 2011 yılında, 2010 yılı ile kıyaslandığı zaman yüzde 65,3 artarak, 77 milyar 89 milyon dolar seviyelerine çıkmıştır.

Şekil 3:Ağırlıklı Ortalama Faiz



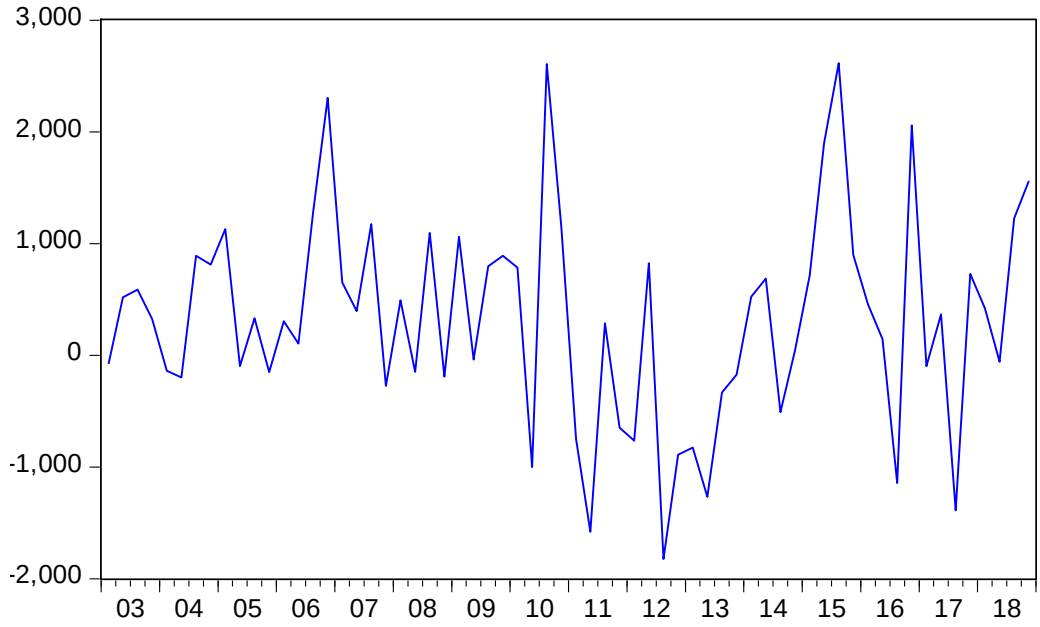
Yukarıdaki grafikte gösterilmiş olan ‘’Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları’’ 2003 yılı birinci çeyrek dönemde yüksek bir seviyede iken en düşük dönemini 2013 ikinci çeyrek dönemde yaşamaktadır. İncelemekte olduğumuz faiz oranı, bankaca, müşteri bazında her bir mevduatın türü ve vade dilimine göre uygulanan faiz oranı ile ilişkilendirilmek amacıyla hazırlanan ve yıl bazına getirilen ağırlıklı ortalama faiz oranını ifade etmektedir.

Şekil 4: Net Yükümlülükler



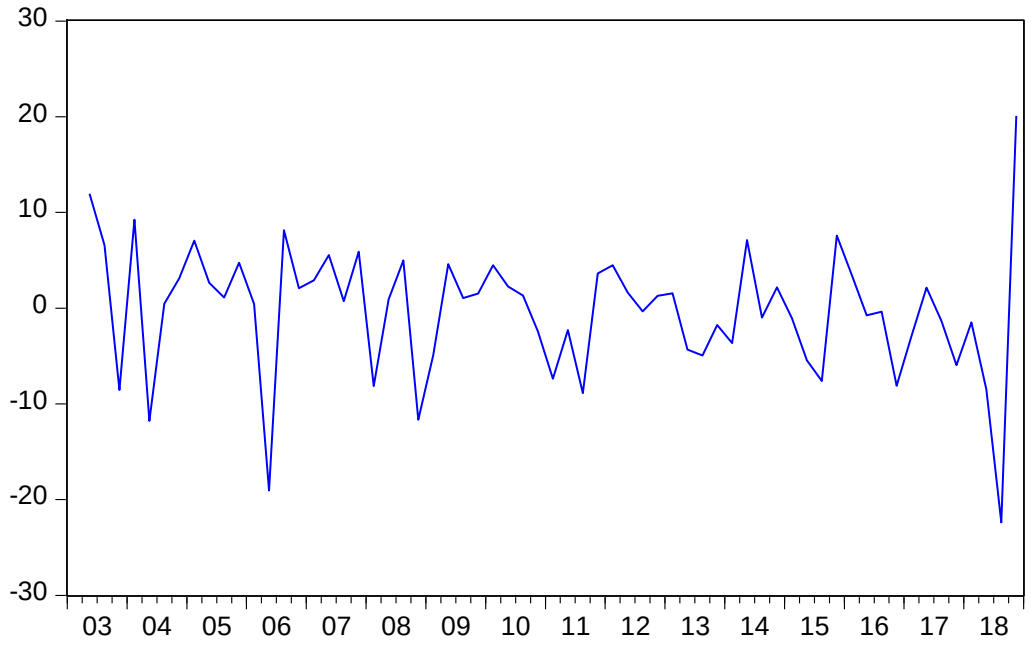
Bu çalışmada ele alınan dönem aralığında incelemekte olduğumuz net yükümlülükler grafiği yukarıda verilmektedir. Ülkemizde net yükümlülüklerin 2008 son çeyrek dönemde azaldığı, 2012 yılı son çeyrekte ise artmış olduğu görülmektedir. Yükümlülüklerin alt kalemlerine bakıldığında, doğrudan yatırımlar, piyasa değeri ve döviz kurlarındaki değişimlerin etkisiyle 2018 yıl sonuna göre yüzde 8,4 oranında azalış gösterirken 131,4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şekil 5: Net Varlıklar



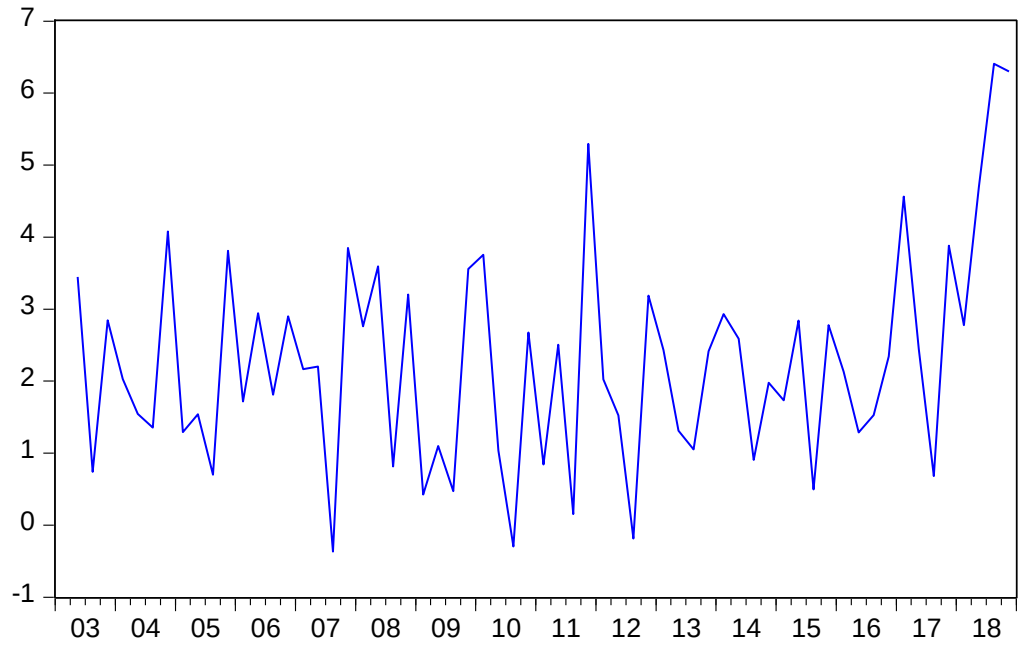
Bir önceki grafikte incelenmiş olan net yükümlülüklerle birlikte ele alınan net varlıklar, alt kalemi olan rezerv varlıklar kalemi de ön planda tutularak incelenmelidir. Ülkemizin varlıkları ile net yükümlülükleri arasında fark net varlıkları ifade etmektedir. Yukarıda ki grafikte görüldüğü üzere ülkemiz de 2012 yılı üçüncü çeyrek dönemde oldukça azaldığını ve 2010 yılı son çeyrek dönem ile 2015 yılı ikinci çeyrek dönemde artış göstermiştir.

Şekil 6: Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi Yüzde Değişimi



Reel efektif döviz kuru endeksi verileri dönemleri incelenirken grafikte sezonsallığa rastlanmıştır. 2003 birinci dönem ile 2018 son dönemi ile birlikte ele alınan dönem aralığında veriler sezonsallıktan arındırılmıştır. Reel efektif döviz kuru verilerine eviews programından yardım alınarak yüzde değişim uygulanarak grafikleştirilmiştir.

Şekil 7: Fiyat Endeksi Yüzde Değişim



Bu grafikte 2003 birinci çeyrek dönemden başlayarak 2018 son çeyrek dönem dahil olmak üzere Tüketici Fiyat Endeksi gösterilmektedir. Bu verilerde ilk inceleme doğrultusunda yapısal kırılma saptanmıştır. Bu doğrultuda fiyat endeksinin logaritmik yüzde değişimi alınarak grafik tekrar oluşturulmuştur. Tüketici fiyat endeksi verileri sayesinde yıllık enflasyon değerlerindeki değişimleri görebilmekteyiz. Grafikte görüldüğü üzere dönemler arası fiyat endeksinde keskin dalgalanmalar sapmaktadır. Belirli aralıklar incelendiğinde en düşük dönemini 2007 üçüncü çeyrek dönemde yaşayan tüketici fiyat endeksi en uç noktasını 2018 yılı içinde yaşamıştır. 2018 yılı birinci çeyrek dönem itibari ile ivmelenerek artan tüketici fiyat endeksi son dönemiyle rekor seviyeye ulaşmıştır.

4.3. Modelin Tahmini

4.3.1. Zaman Serilerinin Augment Dickey Fuller Testi ile Durağanlığının İncelenmesi

Dickey ve Fuller yöntemi olarak adlandırılan ve Augment Dickey Fuller (ADF) olarak da bilinen bu testte t-istatistik değerleri hesaplanarak durağanlık sınanması yapılmaktadır. 2003:01-2018:04 arasındaki gözlem aralığı için öncelikle Dickey Fuller testi uygulanmıştır. Bu veri seti Eviews 8 programı yardımıyla oluşturulmuştur. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 3: Durağanlık Analizi Sonuçları

	Sabit Terim İçeren Model		Sabit Terim ve Trend İçeren Model	
Değişkenler	t-İstatistik	Olasılık	t-İstatistik	Olasılık
CARİ	-4.037678	0.0023**	-4.064266	0.0114*
FAİZ	-3.772807	0.0052**	-2.939863	0.1576
TÜFE (%)	2.399982	1.0000	2.437589	1.0000
NY	-5.443353	0.0000***	-5.415614	0.0002***
NV	-6.480529	0.0000***	-6.433210	0.0000***
REDKE(%)	-8.851230	0.0000***	-9.043371	0.0000***

*: %5 anlamlılık düzeyi
**: %1 anlamlılık düzeyi
***: %0,1 anlamlılık düzeyi

ADF birim kök test sonuçlarına göre cari açık (CARİ) ve bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranları (FAİZ) değişkenleri için %1 anlamlılık düzeyinde, net yükümlülükler (NY), net varlıklar (NV) ve reel efektif döviz

kuru endeksi (REDKE) değişkenleri için ise %0,1 anlamlılık düzeyinde birim kökün var olduğunu belirten sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle, CARİ, FAİZ, NV, NY ve REDKE değişkenleri düzeyde durağandır. Diğer taraftan tüketici fiyat endeksi (TÜFE) değişkeni durağan değildir. Bu nedenle bu değişkenin durağan olmamasının nedeninin yapısal kırılmanın varlığı ile ilgili olup olmadığı Zivot Andrews testi ile araştırılmıştır. Aşağıda TÜFE değişkeni için hazırlanan tablo yer almaktadır.

Tablo 4: Zivot Andrews Testi Sonuçları

TUFE	
I-Sabit Terimli Model (2009Q1)	
t-İstatistik	Olasılık
-2.073567	0.039821*
II-Trendli Model (2016Q2)	
t-İstatistik	Olasılık
-3.752524	0.000150***
III-Sabit Terim ve Trendli Model (2009Q1)	
t-İstatistik	Olasılık
-2.073567	0.039821*

TUFE değişkeni için üç model varsayımı altında (Sabit terimli, Trendli ve Sabit terim- Trendli) Zivot-Andrews testi uygulanmıştır. Verilen sonuçlara göre model (I) ve model (III) için %5 anlamlılık düzeyinde iken, model (II) için ise %0,1 anlamlılık düzeyindedir. Söz konusu kırılma dönemlerinde TÜFE'nin yapısal kırılma ile durağan olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilmiştir. Bu nedenle yapısal kırılma altında TÜFE değişkeninin durağan olduğu istatistiksel olarak söylenebilmektedir. Zivot–Andrews test sonuçlarında belirtilen kırılma tarihleri tek tek denenmiş ve 2016Q2 yapısal kırılma tarihi olarak kabul edildiği zaman serinin durağanlaştığı gözlemlenmiştir. Bu nedenle, 2016Q2 tarihi kullanılarak TUFE değişkenine yapısal kırılmadan arındırma işlemi uygulanmıştır. Bundan sonraki analizlerde yapısal kırılmadan arındırılmış TUFE değerleri kullanılmıştır.

Geleneksel ekonometrik yaklaşımı VAR modelindeki değişkenlerin tamamının durağan olması gerekliliği temel alınmakta idi. Engle ve Granger' ın (1987) tüm değişkenlerin aynı düzeyde durağan olması gerektiği orijinal tanımlamalarına rağmen, güncel ekonometrik çalışmalarda farklı düzeylerde durağan olan zaman serileri ile analiz yapabileceği yaklaşımı benimsenmiştir. *(Enders, 2009, Asteriou ve Hall, 2007, Lütkepoh ve Krätzig, 2004). Asteriou, D., and Hall, S.G. (2007). Lütkepohl, H., and Krätzig, M. (2004).*

Augment Dickey Fuller ve Zivot-Andrews testleri uygulanarak tüm serilerin durağan olduğu ispatlanmıştır. Bu ispata dayanarak, verilere VAR modeli uygulanabilmekte olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

4.4. VAR Modelinin Kurulması

4.4.1. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme uzunluğu 5 gecikmeye göre araştırılmış Akaike bilgi kriterine göre 1 numaralı gecikme sayısı seçilmiştir.

Tablo 5 Gecikme Sayısının İncelenmesi

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3.46e+23	71.22904	71.44219	71.31206
1	180.1960*	3.53e+22*	68.93716*	70.42921*	69.51834*
2	33.38866	6.04e+22	69.43657	72.20751	70.51591
3	34.94965	9.47e+22	69.78181	73.83164	71.35930
4	37.52610	1.30e+23	69.88603	75.21476	71.96168
5	29.42081	2.21e+23	70.03775	76.64538	72.61155

VAR modeli için uygun gecikme uzunluğu seçimi için maksimum 5 gecikme uzunluğuna kadar denenmiş ve tüm kriterlere göre uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Bu nedenle VAR (1) modeli tahmin edilmiş ve tahmin sonuçları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Model 1

$$NY_t = \beta_{10} + \beta_{11}NY_{t-1} + \beta_{12}NV_{t-1} + \beta_{13}CARI_{t-1} + \beta_{14}FAIZ_{t-1} + \beta_{15}TUFE_{t-1} + \beta_{16}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

Model 2

$$NV_t = \beta_{20} + \beta_{21}NY_{t-1} + \beta_{22}NV_{t-1} + \beta_{23}CARI_{t-1} + \beta_{24}FAIZ_{t-1} + \beta_{25}TUFE_{t-1} + \beta_{26}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{2t}$$

Model 3

$$CARI_t = \beta_{30} + \beta_{31}NY_{t-1} + \beta_{32}NV_{t-1} + \beta_{33}CARI_{t-1} + \beta_{34}FAIZ_{t-1} + \beta_{35}TUFE_{t-1} + \beta_{36}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{3t}$$

Model 4

$$FAIZ_t = \beta_{40} + \beta_{41}NY_{t-1} + \beta_{42}NV_{t-1} + \beta_{43}CARI_{t-1} + \beta_{44}FAIZ_{t-1} + \beta_{45}TUFE_{t-1} + \beta_{46}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

Model 5

$$TUFE_t = \beta_{50} + \beta_{51}NY_{t-1} + \beta_{52}NV_{t-1} + \beta_{53}CARI_{t-1} + \beta_{54}FAIZ_{t-1} + \beta_{55}TUFE_{t-1} + \beta_{56}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

Model 6

$$REDKE_t = \beta_{60} + \beta_{61}NY_{t-1} + \beta_{62}NV_{t-1} + \beta_{63}CARI_{t-1} + \beta_{64}FAIZ_{t-1} + \beta_{65}TUFE_{t-1} + \beta_{66}REDKE_{t-1} + \varepsilon_{1t}$$

Tablo 6: VAR Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Olasılık
MODEL 1 TAHMİNİ					
NY_t	Sabit Terim	4758.344	2387.268	1.993	0.051
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	0.361	0.149	2.430	0.018*
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	-0.455	0.630	-0.723	0.473
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	0.107	0.130	0.819	0.416
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	-130.315	100.912	-1.291	0.202
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	465.949	424.460	1.098	0.277
	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	-59.134	95.295	-0.621	0.538
MODEL 2 TAHMİNİ					
NV_t	Sabit Terim	1147.695	502.679	2.283	0.026*
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	-0.087	0.031	-2.789	0.007*
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	-0.023	0.133	-0.171	0.865
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	0.040	0.027	1.467	0.148
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	-14.281	21.249	-0.672	0.504
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	101.030	89.377	1.130	0.263

	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	7.164	20.066	0.357	0.723
MODEL 3 TAHMİNİ					
$CARI_t$	Sabit Terim	-10486.710	2592.757	-4.045	0.000***
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	-0.131	0.161	-0.811	0.421
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	0.285	0.684	0.416	0.679
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	0.286	0.141	2.021	0.048*
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	333.040	109.598	3.039	0.004**
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	431.087	460.996	0.935	0.354
	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	-83.671	103.498	-0.808	0.422
MODEL 4 TAHMİNİ					
$FAIZ_t$	Sabit Terim	1.96032	0.83665	2.34305	0.02280*
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	-0.00002	0.00005	-0.34997	0.72770
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	0.00017	0.00022	0.76156	0.44960
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	-0.00001	0.00005	-0.31855	0.75130
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	0.82044	0.03537	23.19852	0.00000***
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	0.29726	0.14876	1.99831	0.05060
	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	-0.09622	0.03340	-2.88108	0.00560**

MODEL 5 TAHMİNİ					
$TUFE_t$	Sabit Terim	0.52663	0.75444	0.69804	0.48810
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	-0.00004	0.00005	-0.75259	0.45490
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	0.00015	0.00020	0.73522	0.46530
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	0.00004	0.00004	1.08339	0.28340
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	-0.00996	0.03189	-0.31226	0.75600
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	-0.07208	0.13414	-0.53738	0.59320
	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	-0.05441	0.03012	-1.80680	0.07630
MODEL 6 TAHMİNİ					
$REDKE_t$	Sabit Terim	4.63166	3.46433	1.33696	0.18670
	$\boldsymbol{NY_{t-1}}$	0.00040	0.00022	1.83856	0.07140
	$\boldsymbol{NV_{t-1}}$	0.00075	0.00091	0.82490	0.41300
	$\boldsymbol{CARI_{t-1}}$	0.00060	0.00019	3.14939	0.00260**
	$\boldsymbol{FAIZ_{t-1}}$	-0.10415	0.14644	-0.71123	0.47990
	$\boldsymbol{TUFE_{t-1}}$	1.39486	0.61596	2.26451	0.02750*
	$\boldsymbol{REDKE_{t-1}}$	-0.28691	0.13829	-2.07474	0.04270*

*: %5 anlamlılık düzeyi
**: %1 anlamlılık düzeyi
***: %0,1 anlamlılık düzeyi

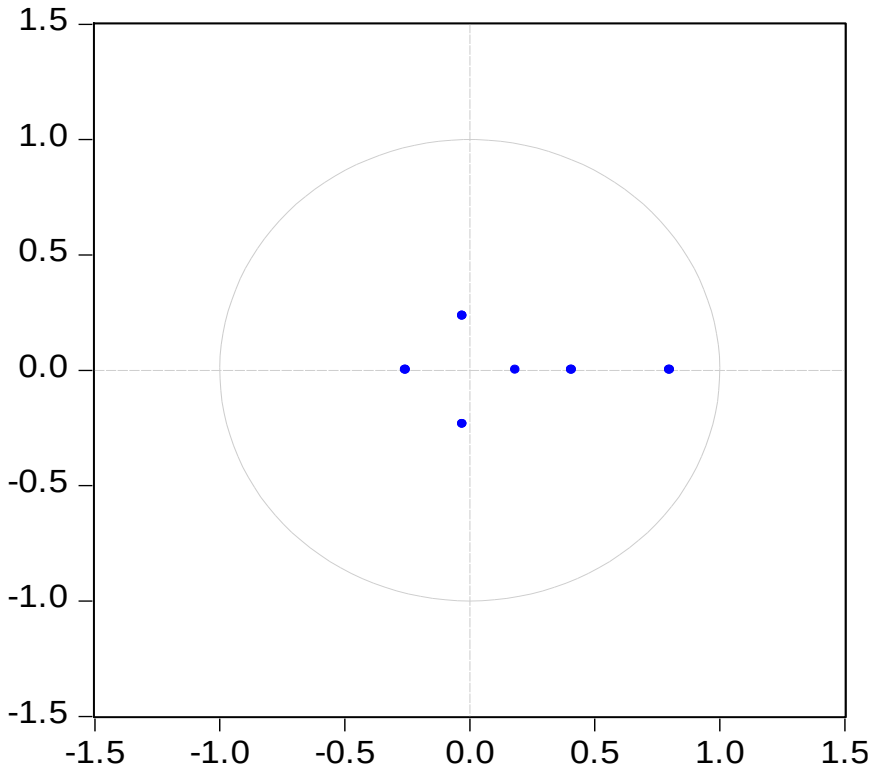
Yukarıda verilen tabloya göre Model 1'e göre %5 anlamlılık düzeyinde net yükümlülükler (NY) sadece kendinden etkilenmekte iken Model 2'ye göre ise net varlıklar (NV) %5 anlamlılık düzeyinde sadece net yükümlülüklerden (NY) etkilenmektedirler. Model 3'e göre %5 anlamlılık düzeyinde cari açık (CARİ) kendinden etkilenirken, %1 anlamlılık düzeyinde ise bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz (FAİZ)'den etkilenmektedir. Model 4' e göre bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz kendisinden %0,1 düzeyinde, reel efektif döviz kurundan (REDKE) ise %1 düzeyde etkilenmektedir. Model 5'e bağımlı değişken olan tüketici fiyat endeksi (TÜFE), diğer bağımsız değişkenlerden önemli derece etkilenmediği ortaya çıkmıştır. Son modelimiz olan reel efektif döviz kuru (REDKE) bağımlı değişken iken, %1 anlamlılık düzeyinde cari açıktan (CARİ), %5 anlamlılık düzeyinde ise tüketici fiyat endeksinden (TÜFE) etkilenmektedir.

4.5. VAR Modeli Varsayımlarının İncelenmesi

4.5.1. VAR Modeli Durağanlık Analizi

5.gecikme için kurulan VAR modelinin varsayımlarından ilk olarak VAR modelinin durağanlığı incelenmiştir. Sonuçta 1.gecikme için kurulan VAR modelinin durağan olduğu saptanmıştır. (Bkz, şekil **)

Şekil 8: AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri



Yukarıdaki grafikte karakteristik polinom ters kökleri yer almaktadır ve grafikte, kalıntılarda değişen varyans sorunu olmadığını görülmektedir. Karakteristik polinomun ters köklerinin hepsi birim çember içinde olduğu için model kararlıdır. Bu grafik ile modelin doğruluğunun ispatı yapılmaktadır.

4.5.2. VAR Modeli Otokorelasyon Analizi

VAR (1) modeline ait kalıntılara birinci derece serisel otokorelasyon testi uygulanmıştır. Otokorelasyon testi için LM testine başvurulmuştur. Sonuç olarak

modelde otokorelasyon olmadığı kanısına varılmıştır. Sonuçlar tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Otokorelasyon incelemesi

	LM test istatistiği	Olasılık
Otokorelasyon testi	33.71525	0.5777

$$H_0: Kalıntılarda\ Otokorelasyon\ Sorunu\ Yoktur.$$
$$H_a: Kalıntılarda\ Otokorelasyon\ Sorunu\ Vardır.$$

Olasılık değeri 0.5775>0.05 olduğu için %5 anlamlılık düzeyinde kalıntılarda otokorelasyon probleminin olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilememektedir. Bu nedenle VAR(1) modelinin kalıntıları istatistiksel olarak otokorelasyon sorunu içermemektedir.

4.5.3. VAR Modeli Değişen Varyans Testi

VAR(1) modeline ait kalıntılara White değişen varyans testi uygulanmış ve sonuçlar tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: Değişen Varyans için White Testi

	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık
White Testi	240.4346	0.6892

$$H_0: Kalıntılarda\ Değişen\ Varyans\ Sorunu\ Yoktur.$$
$$H_a: Kalıntılarda\ Değişen\ Varyans\ Sorunu\ Vardır.$$

Olasılık değeri 0.6892>0.05 olduğu için %5 anlamlılık düzeyinde kalıntılarda değişen varyans probleminin olmadığını belirten sıfır hipotezi reddedilememektedir. Bu nedenle VAR(1) modelinin kalıntıları istatistiksel olarak değişen varyans sorunu içermemektedir.

4.6. Granger Blok Dışsallık/Nedensellik Testi

Model kararlı ve kalıntılara ilişkin varsayımlar sağlandığı için Granger Nedensellik testi uygulanabilir. Granger nedensellik testi, değişkenler arasındaki nedenselliğin yönü hakkında bilgi içeren bir testtir. Karar alıcılar için önemli olan değişkenler arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesidir. Bu amaç doğrultusunda değişkenler arasındaki nedenselliğin incelenmesi için kısa dönem Granger nedensellik testi analizi uygulanmıştır. Bu test hazırlanırken özellikle kısa dönem Granger nedensellik sonuçları incelenmiştir. Çünkü sıcak paranın alt kalemi olan net varlık ve yükümlülükler ülkemizde kısa vadede kendini göstermektedir. VEC kısa dönem Granger Nedensellik testine ait sonuçlar Tablo…'da sunulmuştur.

Tablo 9: Granger Nedensellik/Blok Dışsallık Testi

Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken	Ki kare	Olasılık
MODEL -1-			
NY	NY	-	-
	NV	0.522047	0.4700
	$CARI$	0.670944	0.4127

	$FAIZ$	1.667649	0.1966
	$TUFE$	1.205047	0.2723
	$REDKE$	0.385067	0.5349
	Hepsi	3.658049	0.5996
MODEL-2-			
NV	NY	7.777110	**0.0053****
	NV	-	-
	$CARI$	2.152855	0.1423
	$FAIZ$	0.451698	0.5015
	$TUFE$	1.277752	0.2583
	$REDKE$	0.127451	0.7211
	Hepsi	15.20198	0.0095**
MODEL -3-			
$CARI$	NY	0.657004	0.4176
	NV	0.173429	0.6771
	$CARI$	-	-

	$FAIZ$	9.233902	**0.0024****
	$TUFE$	0.874451	0.3497
	$REDKE$	0.653570	0.4188
	Hepsi	15.68270	0.0078**
MODEL -4-			
$FAIZ$	NY	0.122476	0.7264
	NV	0.579969	0.4463
	$CARI$	0.101471	0.7501
	$FAIZ$	-	-
	$TUFE$	3.993224	**0.0457***
	$REDKE$	8.300632	**0.0040****
	Hepsi	18.56470	0.0023**
MODEL-5-			
$TUFE$	NY	0.566394	0.4517
	NV	0.540546	0.4622
	$CARI$	1.173722	0.2786

	$FAIZ$	0.097507	0.7548
	$TUFE$	-	-
	$REDKE$	3.264526	0.0708
	Hepsi	10.80758	0.0553
MODEL-6-			
$REDKE$	NY	3.380307	0.0660
	NV	0.680463	0.4094
	$CARI$	9.918640	0.0016
	$FAIZ$	0.505845	0.4769
	$TUFE$	5.128011	**0.0235***
	$REDKE$	-	-
	Hepsi	17.91100	0.0031**

H_0: *Bağımsız Değişken, Bağımlı Değişkenin Granger Nedeni Değildir.*
H_a: *Bağımsız Değişken, Bağımlı Değişkenin Granger Nedenidir.*

Tablo 10: Anlamlılık düzey göstergesi

*	%5 anlamlılık düzeyi
**	%1 anlamlılık düzeyi
***	%0,1 anlamlılık düzeyi

Model 1 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre net yükümlülükler (NY) bağımlı değişken iken diğer hiçbir değişken bağımlı değişkenin Granger nedeni değildir. Bu doğrultuda sıfır hipotezi kabul edilmektedir.

Model 2 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %1 anlamlılık düzeyinde net yükümlülükler (NY) değişkeni, net varlıklar (NV) değişkeninin Granger nedenidir.

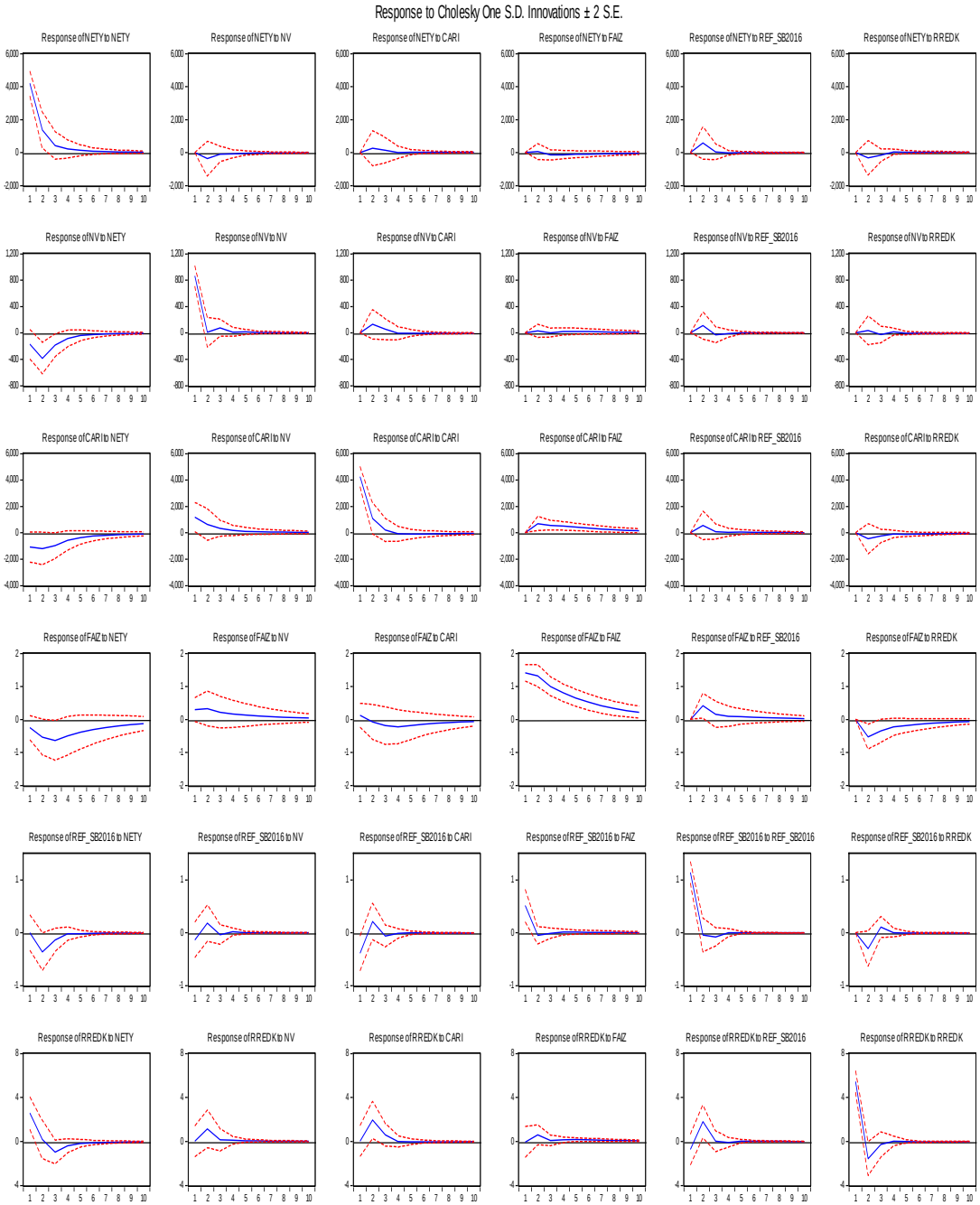
Model 3 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre %1 anlamlılık düzeyinde bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı (FAİZ) değişkeni, cari açık (CARİ) değişkeninin Granger nedenidir.

Model 4 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, %5 anlamlılık düzeyinde tüketici fiyat endeksi (TÜFE) değişkeni ve %1 anlamlılık düzeyinde reel efektif döviz kuru (REDKE) değişkeni bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı (FAİZ) değişkeninin Granger nedenidir.

Model 5 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, tüketici fiyat endeksi (TÜFE) bağımlı değişken iken diğer tüm bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin Granger nedeni değildir. Bu doğrultuda sıfır hipotezi kabul edilmektedir.

Model 6 için; Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, %5 anlamlılık düzeyinde tüketici fiyat endeksi (TÜFE) bağımsız değişkeni, reel efektif döviz kuru (REDKE) değişkeninin Granger nedenidir.

4.7. Etki-Tepki Analizi



4.8. VEC Analiz Sonuçları / Varyans Ayrıştırma

Çalışmanın bu kısmında VECM (Vector Error Correction Model) modeli ile analize başvurulmuştur. Bu modelde VEC sisteminin dinamiklerini ortaya çıkarmak esas alınmıştır. Dinamiklerin ortaya çıkması için Varyans Ayrıştırma yaklaşımı kullanılmıştır. Varyans ayrıştırması ile, içsel değişkendeki bir birimlik değişime, kendisi mi yoksa diğer değişkenler mi sebep olduğu incelenebilmektedir. Bu değişim, tablo haline getirilerek yüzdesel olarak açıklayabilmektedir. Yüzde durumları incelenen verilerin hangi değişkenden ne boyutta etkilendiği görülebilmektedir.

Tablo 11:Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları/ Net Yükümlülükler

Variance Decomposition of Net Yükümlülükler							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**TUFE**	**RREDK**
1	4191.403	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	4478.670	96.79594	0.678425	0.321137	0.018279	1.666853	0.519364
3	4507.872	96.45254	0.714283	0.416786	0.124936	1.652152	0.639303
4	4515.932	96.32856	0.750180	0.415735	0.211998	1.648850	0.644680
5	4519.494	96.26388	0.755603	0.417226	0.270564	1.646524	0.646206
6	4521.341	96.21642	0.758402	0.419629	0.311947	1.645502	0.648103
7	4522.442	96.18406	0.759618	0.421500	0.340011	1.645087	0.649727
8	4523.127	96.16273	0.760283	0.422786	0.358374	1.644866	0.650959
9	4523.560	96.14888	0.760660	0.423666	0.370280	1.644737	0.651780
10	**4523.836**	**96.13992**	**0.760889**	**0.424246**	**0.377964**	**1.644660**	**0.652322**

Çalışmanın bu kısmında 10 dönemlik değişimler tablo haline getirilmiştir. Net yükümlülüklere ait 10 dönemlik tabloda diğer değişkenlerin net yükümlülüğü ne

derecede etkilediği yüzde olarak 10. dönem baz alınarak incelenmiştir. Bu işlem sırasıyla tüm değişkenlere ayrı ayrı uygulanmıştır.

Net yükümlülükler değişkeni incelendiğinde tabloda görüldüğü üzere 10 dönemin sonunda, net yükümlülükler değişkenindeki değişimin %96'sı kendisinde gerçekleşen değişimlerden kaynaklanmakta iken, %0,76'sı net varlıklar değişkenindeki değişimden, %0,42'si cari açık değişkenindeki değişimden, %0,37'si bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz değişkenindeki değişimden, %1,64'ü tüketici fiyat endeksi değişkenindeki değişimden ve son olarak %0,65'i ise reel efektif döviz kuru endeksi değişkenindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Net yükümlülükler değişkenini kendisinden sonra en çok etkileyen değişkenin tüketici fiyat endeksi olduğunu buna bağlı olarak enflasyonda yaşanan şokların net yükümlülüklere etkisi açıklanmaktadır.

Tablo 12:Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları/ Net Varlıklar

Variance Decomposition of Net Varlıklar							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**TUFE**	**RREDK**
1	882.5695	3.775748	96.22425	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	978.4794	18.39018	78.29691	1.770217	0.105623	1.277385	0.159681
3	1001.334	20.99885	75.39100	1.997995	0.101515	1.296849	0.213788
4	1005.413	21.53106	74.79929	1.983779	0.144982	1.294936	0.245958
5	1006.492	21.62345	74.66147	1.979958	0.195466	1.292356	0.247298
6	1006.980	21.65364	74.59354	1.979380	0.233363	1.291445	0.248639
7	1007.240	21.66212	74.55714	1.979891	0.259588	1.291029	0.250225
8	1007.395	21.66470	74.53520	1.980573	0.277288	1.290866	0.251373
9	1007.492	21.66550	74.52149	1.981092	0.288904	1.290793	0.252222
10	**1007.553**	**21.66576**	**74.51280**	**1.981459**	**0.296439**	**1.290755**	**0.252789**

Sıcak para göstergelerinden portföy yatırımlarının kalemlerinden birisi olan net varlıklar varyans ayrımı analiz edilerek modelde yer alan diğer makro ekonomik değişkenler ile arasındaki değişim ilişkisi incelenmiştir. 10 dönemlik ayrışmada 10. Dönemi baz alarak, net varlıklar değişkenindeki değişimin %74'ü kendisindeki değişimlerden kaynaklanıyorken, %21,6'sı net yükümlülüklerde meydana gelen değişimlerden, %1,9'u cari açık değişkenindeki değişimlerden, %0,3'ü bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ağırlıklı ortalama faiz değişkenindeki değişimden, %1,3'ü tüketici fiyat endeksi değişkenindeki değişimlerden ve %0,2 'si ise reel efektif döviz kuru değişkenindeki değişimlerden kaynaklamaktadır. Net varlıklara kendisinden sonra en büyük etkiyi yaratan, net yükümlülükler değişkenindeki değişimler olduğu varyans ayrıştırma analizi ile saptanılmıştır.

Tablo 13: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Cari Açık

Variance Decomposition of : Cari Açık							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**TUFE**	**RREDK**
1	4552.187	5.645602	6.834881	87.51952	0.000000	0.000000	0.000000
2	4974.931	10.57706	7.305457	78.05674	1.967257	1.250786	0.842701
3	5124.214	13.63775	7.286860	73.75408	3.086243	1.204644	1.030418
4	5186.353	14.56729	7.224294	72.02103	3.963582	1.178287	1.045515
5	5220.342	14.84723	7.183687	71.12685	4.597689	1.170815	1.073727
6	5240.868	14.96009	7.153184	70.60232	5.017284	1.168291	1.098836
7	5253.629	15.01219	7.132614	70.28246	5.289292	1.167034	1.116414
8	5261.691	15.03883	7.119109	70.08264	5.464825	1.166443	1.128150
9	5266.826	15.05377	7.110364	69.95615	5.577675	1.166146	1.135893
10	**5270.109**	**15.06268**	**7.104725**	**69.87559**	**5.650101**	**1.165979**	**1.140922**

Yukarıdaki tablo verilerinden ülkemizdeki cari açığın diğer makro ekonomik değişkenlerden ne denli etkilendiği incelenmek istenmiştir. 10. dönem baz alınarak, cari açık değişkenindeki değişimin %70 oranında kendisinden etkilendiğini, %15 oranında kendisinden sonra en çok net yükümlülükler değişkeninde değişimden, %7,1'i net varlıklar değişkenindeki değişimden, %5,6 faiz değişkenindeki değişimden, %1,2'si tüketici fiyat endeksi değişkeninde değişimden, %1,1'i ise reel efektif döviz kuru değişkenindeki değişimden kaynaklanmaktadır.

Tablo 14: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz

Variance Decomposition of: Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**TUFE**	**RREDK**
1	1.468938	2.895464	4.046199	0.734597	92.32374	0.000000	0.000000
2	2.178421	7.491158	4.123599	0.460803	78.53228	3.579851	5.812313
3	2.527586	11.98222	3.787275	0.892449	74.09321	3.016625	6.228222
4	2.724863	13.65010	3.618487	1.454193	72.52707	2.709255	6.040899
5	2.844616	14.35488	3.536258	1.770168	71.80737	2.570788	5.960527
6	2.918918	14.73908	3.488039	1.944576	71.40923	2.494874	5.924198
7	2.965559	14.96270	3.458785	2.049207	71.17714	2.449568	5.902597
8	2.995087	15.09670	3.440787	2.113591	71.03745	2.422022	5.889448
9	3.013878	15.17924	3.429559	2.153664	70.95117	2.404959	5.881409
10	**3.025874**	**15.23094**	**3.422480**	**2.178881**	**70.89707**	**2.394239**	**5.876390**

Varyans ayrıştırma tablosundan elde edilen veriler ışığında, bankalarca mevduatlara açılan mevduatlara uygulanan ortalama ağırlıklı faiz değişkeninin, çalışmanın konusu olan tabloda yer alan diğer değişkenlerdeki değişimlerden hangi oranda etkilendiği yüzdesel olarak 10. dönem baz alınacak şekilde gösterilmektedir. 10. dönemde görmekteyiz ki %71'lik boyutta faiz kendisindeki değişimden etkilenmektedir. Etkilenme boyuna göre sıralamak istendiğinde faiz değişkeni, %15,2 net yükümlülükler değişkenindeki değişimden, %5,8 reel efektif döviz kuru değişkenindeki değişimden, %3,4 net varlıklar değişkenindeki değişimden, %2,4 tüketici fiyat endeksi değişkenindeki değişimden ve son olarak %2,1 oranında cari açık

değişkenindeki değişimden etkilenmektedir. Kısacası faiz değişkeni farklı boyutlarda sıcak para akışlarından ve çalışmada yer alan diğer makro ekonomik değişkenlerin hepsinden etkilenmektedir.

Tablo 15: Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Tüketici Bazlı Fiyat Endeksi

Variance Decomposition of: Tüketici Bazlı Fiyat Endeksi							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**TUFE**	**RREDK**
1	1.324591	0.001436	1.016385	8.695552	15.29366	74.99297	0.000000
2	1.434194	6.292067	2.538208	9.665226	13.15993	64.05629	4.288271
3	1.448769	7.051921	2.549452	9.661998	12.89966	63.07227	4.764699
4	1.449208	7.062179	2.572489	9.664070	12.90512	63.03416	4.761978
5	1.449394	7.075247	2.572551	9.661615	12.91044	63.01889	4.761256
6	1.449482	7.080243	2.572948	9.660585	12.91377	63.01128	4.761175
7	1.449529	7.082070	2.572978	9.660248	12.91647	63.00721	4.761026
8	1.449558	7.082868	2.573008	9.660042	12.91833	63.00473	4.761017
9	1.449576	7.083313	2.573014	9.659920	12.91955	63.00318	4.761018
10	**1.449587**	**7.083570**	**2.573016**	**9.659848**	**12.92034**	**63.00220**	**4.761023**

Yukarıda yer alan varyans ayrıştırma tablosu tüketici fiyat endeksi (TÜFE) değişkenine yüzde olarak diğer değişkenlerdeki değişimlerin ne derece sebep olduğu açıklanmak istenmiştir. Oluşturulan tabloda 10. dönem baz alınarak TÜFE değişkenindeki değişimin %63'ü kendisindeki değişimden kaynaklandığı, %9,6'sı cari açık değişkenindeki değişimden, %13'ü faiz değişkenindeki değişimden, %7,1'i net

yükümlülükler değişkenindeki değişimden, %4,8'i reel efektif döviz kuru değişkenindeki değişimden, %2,6'sı ise net varlıklar değişkenindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Tüketici bazlı fiyat endeksi değişkeni diğer tüm değişkenlerden özellikle de faiz, cari açık ve net yükümlülükler değişkenlerindeki değişimlerden etkilenmektedir.

Tablo 16:Varyans Ayrıştırma Analiz Sonuçları / Reel Efektif Döviz Kuru

Variance Decomposition of: Reel Efektif Döviz Kuru							
Period	**S.E.**	**NETY**	**NV**	**CARI**	**FAIZ**	**REF_SB2016**	**RREDK**
1	6.082440	17.98340	0.000896	0.002415	0.007504	1.479336	80.52645
2	6.948226	13.85027	2.684518	8.011745	0.728404	7.936545	66.78852
3	7.046785	15.33333	2.644888	8.489044	0.724010	7.717029	65.09169
4	7.061014	15.59353	2.656124	8.455084	0.760652	7.702084	64.83252
5	7.065670	15.63973	2.660511	8.446931	0.812672	7.692497	64.74765
6	7.068280	15.65710	2.662085	8.442079	0.848471	7.687488	64.70278
7	7.069801	15.66437	2.662382	8.440009	0.872137	7.684466	64.67664
8	7.070736	15.66731	2.662477	8.439004	0.887835	7.682654	64.66072
9	7.071326	15.66874	2.662497	8.438422	0.898071	7.681534	64.65074
10	**7.071702**	**15.66952**	**2.662497**	**8.438070**	**0.904682**	**7.680825**	**64.64441**

Bu tabloda reel efektif döviz kuru (REDK) değişkenindeki değişime sebep olan diğer değişkenlerdeki değişimler ele alınmaktadır. Yüzdesel olarak hesaplanan değişimler 10. dönemde yer alan verilere göre yorumlanmaktadır. Reel efektif döviz kuru değişkenindeki değişme %65 oranında kendisindeki değişim sebep olmaktadır.

Diğer değişkenlerdeki değişimler etki büyüklüğü sırasına göre incelendiğinde, %16'sı net yükümlülükler değişkenindeki değişimden, %8,4'ü cari açık değişkenindeki değişimden, %8'i tüketici bazlı fiyat endeksi değişkenindeki değişimden, %3'ü net varlıklar değişkenindeki değişimden ve % 0,9'u ise bankalarca mevduatlara açılan ağırlıklı ortalama faiz değişkenindeki değişimden kaynaklanmaktadır.

SONUÇ

Küreselleşen dünya ülkelerinin ekonomide yaşadığı yeni bir çağ olarak adlandırılan liberal dönem, gelişmekte olan ülkeler sıralamasında yerini alan Türkiye'yi de büyük ölçüde etkilemiştir. 24 Ocak 1980 yılında alınan ekonomi kararları serbest piyasaya yönelik ilk büyük adım olarak bilinmektedir. Bu süreçte devlet kısıtlamalarının büyük ölçüde kaldırıldığı, uluslararası ticaretin canlandığı, yeni pazarların oluştuğu, ürün çeşitliliğinin arttığı ekonomi hareketliliğinin ivme kazandığı yeni bir ekonomik yapılanma başlamıştır. Yaşanan bu değişiklikler ülkemize sıcak para giriş-çıkışlarını arttırmıştır. Ödemeler bilançosu kalemlerinden portföy yatırımları incelendiğinde ülkeye giren ve çıkan dövizin makro ekonomik değişkenlerimiz olan faiz, enflasyon, ekonomik büyüme, cari açık gibi kalemlerimizi ne denli etkilediği incelenmek istenmiştir. Çalışmanın son bölümünde eviews 8 programı yardımıyla Var modeli kurularak sıcak para akışının makro ekonomik değişkenler üzerine etkisi gözlemlenmiştir. Sonuç olarak 1980 yılı ve sonrasında yaşanan bu dışarıya açılma ve döviz giriş-çıkışları etkilerini yoğun olarak 1980-1989 arası gösterirken, 2000 ve sonrası yıllar için büyük ekonomik yıpranmalara sebebiyet vermiştir. Bu sebeple, büyük ekonomik reformların yapıldığı Türkiye'nin liberalizasyona geçiş sürecinde aldığı politikalar incelenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı liberal döneme geçiş sürecinde yaşadığı problemlerin makro değişkenleri etkilendiğinden bahsedilmiştir. Bunun sonucu olarak makro ekonomik değişkenlerden cari açık, fiyat endeksi, net yükümlülükler, enflasyon gibi değerlerin ne ölçüde etkilendiği çalışmanın 4. Bölümünde model yardımıyla açıklanmak istenmiştir.

KAYNAKÇA

Abdurrahman Fettahoğlu, ‘’Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri’’ ,Karadeniz teknik Ün. Basımevi, Trabzon 1993, s.4

Aktan, C.C., “The Khaldun-Laffer Effect Of Supply-Side Economics”, Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:4, Sayı:1-2, İzmir, 1989, s.190- 205.

Arestis, P. (2002). The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies. International Journal of Finance and Economics, 7(2): 109–21

ARESTİS, Philip ve Asena CANER, “Financial Liberalization and Poverty: Channels of İnfluence”, The Economics İnstute of Bard College,USA, 2004.

Arestis, Philip ve Caner, Asena(2004). Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence. The Levy Economics Institute Working Paper No:411: 1-29.

Asteriou, D., and Hall, S.G. (2007). Applied Econometrics. A Modern Approach Using Eviews and Microfit, New York: Palgrave Macmillan.

Asteriou, D., and Hall, S.G. (2007). Applied Econometrics. A Modern Approach Using Eviews and Microfit, New York: Palgrave Macmillan.

Auerbach, Paul ve Jalal U. Siddiki(2004). “Financial Liberalization and Economic Development: An Assesment”. Journal of Economic Surveys, 18(3), ss. 231-265.

Baily , Martin N., Farrell Diana ve Lund Susan (2000), “The Color of Hot Money”, Foreign Affairs, Vol. 79, No. 2 (March-April), pp.99-100

Bal, Harun. (1998), Gelişme Sürecinde Dış Finansman Kullanımı ve Türkiye, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi: 16.

Barişik, S. ve Kesikoğlu, F. (2006). "Türkiye'de Bütçe Açıklarının Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki analizi, Varyans Ayrıştırması" Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 61 (4).

Başol, Koray, '' Türkiye Ekonomisi'' Dokuz Eylül Üniversitesi Anadolu Matbaası, İzmir 1992, s.51

Bayomi Tamim, A; Financial Deregulation and Household Saving'' Economic Journal, Vol. 103 s.432

Berksoy, T. (1985) 1984'den 1985'e Türkiye ekonomisi semineri. Ankara: Sanayi Odası Yayınları, s.130

Berksoy, Taner ,'' Faiz,Kur ve Mevsimler'', Ekonomiye Bakış, Cumhuriyet Gazetesi 30 Ocak

Branson, William H. ve Willet Thomas D. (1972), "Policy Toward Short-Term Capital Movements: Some Implications of The Portfolio Approach", International Mobility and Movement of Capital (Ed. Fritz MACHLUP, Walter S. SALANT ve Lorie TARSHIS), NBER Publication, pp.294,305.

Cihan, Ömer (2005) sy:25 , Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.

Denizer, Cevdet, Desai, M.Raj ve Gueorguiev, Nikolay(1998). The Political Economy of Financial Repression in Transition Economics. Policy Research Working Paper Series 2030, The World Bank

Diaz-Alejandro, Carlos Journal of Development Economics, 1985, vol. 19, issue 1-2, 1-24

DPT. 2008, "Uluslararası Ekonomik Göstergeler", (Erişim Tarihi: 10 Eylül 2019), http://www.dpt.gov.tr/

Eğilmez, Mahfi, Kumcu, Ercan Ekonomi Politikası 21. Baskı, Mart 2016, Remzi-Kitapevi.

Eğilmez, Mahfi. 2009, Küresel Finans Krizi, İstanbul: Remzi Kitabevi s.25

Eğilmez, Mahfi. Ercan Kumcu. 2004, Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması, İstanbul: Remzi Kitabevi s.42

Ekzen, Nazif. 2009, Türkiye Kısa İktisat Tarihi: 1946'dan 2008'e, Ankara: ODTÜ Yayıncılık s.28

Ekzen, Nazif; ''Türkiye Kısa İktisat Tarihi 1946'dan 2008'e'' Ankara, ODTÜ yayıncılık, 2009.

Emilio Fernandez Corugedo and simon Price: Financial Liberalization and Consumers Expenditure, BIS Working Paper No:157, 2002 s.27

Enders, W. 2009. Applied Econometric Time Series, New York: Wiley.

Eren Kırmızıaltın, 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi, Özgür Üniversite Kitaplığı:97 Maki basın yayın, 1. Basım s:83-84

Eren Kırmızıaltın, 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi, Özgür Üniversite Kitaplığı:97 Maki basın yayın, 1. Basım s:82

Fettahoğlu, Abdurrahman, ‘’Sermaye Piyasası ve Analiz Yöntemleri’’ ,Karadeniz teknik Ün. Basımevi, Trabzon 1993, s.4

Financial Sector Reforms, Country Experiences and Issues, International Monetary Fund, Washington D.C.,1999 s:2,3

Floyd, John E. (1972), “Portfolio Equilibrium and the Theory of Capital Movements”, International Mobility and Movement of Capital, (Ed. Fritz MACHLUP, Walter S. SALANT ve Lorie TARSHIS), NBER Publication, pp. 91,121-122.

Fry, Maxwell J.(1989). “Financial Development: Theories and Recent Experience”. Oxford Review of Economic Policy, 5(4), ss. 13- 28.

Fry, Maxwell(1997). In Favour of Financial Liberalization. The Economic Journal, 107: 754-770.

Gibson, Heather ve Euclid Tsakalotos (1994). “The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey”. Journal of Development Studies, 30(3), ss 606.

Gibson, Heather ve Tsakalotos, Euclid(1994). The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries: A Critical Survey. Journal of Development Studies. 30: 578-628.

Graham, Michael(1996). Financial Repression, Interest Rates, and Credit Allocation in Sub-Saharan Africa. UNU World Institute for Development Economics Research.

H. Gül. Özer, Finansal Liberalizasyon Politikaları ve kriz ilişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği) Sermaye Piyasası Kurulu, 2006, S: 4-5

Hirst, P. ve Thomson, G. (1998), Küreselleşme Sorgulanıyor, (Çev: Ç. Erdem, E. Yücel) Ankara: Dost Yayınları. ss:231

Hylleberg, S. (2006). "Seasonal Adjustment." Economics Working Papers. 2006-04, School of Economics and Management, University of Aarhus.

International Mobility and Movement of Capital (Ed. Fritz MACHLUP, Walter S. SALANT ve Lorie TARSHIS), NBER Publication, pp.294,305.

İktisatın Tarihi, 2. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998. SKOUSEN, M.,(çev. Acar M., Erdem E., Toprak M.,), The Making of Economics: The Lives and Ideas of the Great Thinkers (Modern İktisadın İnşası-Büyük Düşünürlerin Hayatları ve Fikirleri), Liberte Yayınları, Ankara, 2003.

İyibozkurt, E., Güncel Ekonomik Sorunlarımız- Küreselleşme ve Ekonomimiz, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1997 s.258-259

Jeffrey Sacs, Felipe Larrain, Macroeconomics in the global conomy, prentice hall, new jersey,1993, s:631

John Williamson, Molly mahar: A survey Of Financial Liberalisation, Institute of International Economics, Washington D.C. November 1998

Kazgan, Gülten. 1988, Ekonomide dışa Açık Büyüme, İstanbul: Altın Kitapları Yayınevi.

Kazgan, Gülten. 1995, Yeni Ekonomik Düzende Türkiye'nin Yeri, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınları.

Kazgan, Gülten. 2005, Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001), Ekonomi Politik Açısından Bir İrdeleme, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Kazgan, Gülten; ''Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları,3. Baskı, 2006

Keleher, Robert ve William P. Orzechowski., "Supply-Side Fiscal Policy: An Historical Analysis of A Reinvented Idea", Richard Fink (Ed), Supply-Side Economics and Critical Appraisal, Maryland: Alethia Books, 1982 s.111

Kırmızıaltın, Eren 1980 Sonrası Türkiye Ekonomisi, Özgür Üniversite Kitaplığı:97 Maki basın yayın, 1. Basım s:82-83-84

Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali (2006), Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi, Ekin Kitabevi, 3. Baskı, Bursa, s.22.

Lütkepohl, H., and Krätzig, M. (2004). Applied Time Series Econometrics, London: Cambridge University Press.

M.İlker, Parasız, ''Para Banka ve Finansal Piyasalar'', Ezgi Kitapevi Yayınları, 4. Baskı, Bursa, 1992, s.52-54

Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, Ekonomi Politikası 21.baskı Mart 2016, Remzi Kitapevi

Martins, P. (2010). “Fiscal Dynamics in Ethiopia: The Cointegrated VAR Model with Quarterly Data.” Credit Research Paper 10/05, University of Nottingham.

Mckınnon, Ronald I.(1973). Money and Capital in Economic Development. Washington D.C.: The Brooking Institution..

Mckınnon, Ronald I.(1989). “Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest Rate Policies in

Mckınnon, Ronald I.(1991). The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy. John Hopkins University Press.

Önder, İzzettin (2001) “Kayıtdışı Ekonomi ve Vergileme”, İ.Ü.S.B.F.Dergisi, Sayı:23- 24

Önder, İzzettin (2001), “Arz Yanlı İktisat”, İktisat’ın Dama TaşlarıI, İ.Ü. İFMC İktisat Dergisi Yayını, Eğitim Serisi-1, İstanbul, 140-155.

Özgen, F.B. ve Güloğlu, B. (2004). Türkiye’de İç Borçların İktisadî Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi, METU Studies in Development, 31 (Haziran), 93-114.

Özşahin, Şerife (2011). Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi Üzerine Ekonometrik Bir Analiz. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Konya.

Parasız, M.İlker ‘’Para Banka ve Finansal Piyasalar’’ , Ezgi Kitapevi Yayınları, 4. Baskı, Bursa, 1992, s.52-54

Sağlam, Dündar, ‘’ Türkiye Ekonomisi’’, Açık öğretim Fakültesi Yayınları, No: 19 Eskişehir 1990, s.63

Savaş, V. ,İktisatın Tarihi, 2. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998 s.957-961

Savaş, V., Keynezyen İktisat Yıkılırken, 2. Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1986 s.174

Schmukler, Sergio L., and Kaminsky Graciela Laura, (2002), “Sort Run Pain, Long –Run Gaiz: The Effect of Financial Liberalization”, IMF Working Paper WPS 2912 – 2002/10 Washington, DC: IMF

Sermaye hareketliliği ve sıcak para”, (Erişim:13.08.2013), www.ekodialog.com.tr

Seyidoğlu, Halil (2003), Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama, Güzem Yayınları, 15. Baskı, İstanbul, s.306-307-308-348.

Shah M. Tarzi (2000), “Hot Money and the Emerging Markets: Global Politicial and Economic Determinants of Portfolio Capital Flows”, The Journal of Social, Political and Economic Studies, Vol. 25, No. 1, p.27.

Shaw, Ronald S.(1973). Financial Deepening in Economic Development. London: Oxford University Press.

Skousen, M.,(çev. Acar M., Erdem E., Toprak M.,), The Making of Economics: The Lives and Ideas of the Great Thinkers (Modern İktisadın İnşası-Büyük Düşünürlerin Hayatları ve Fikirleri), Liberte Yayınları, Ankara, 2003 s.495-496

Sosyolojisi Faiz arbitrajı Nedir? Faiz arbitrajı Anlamı ve Hakkında Bilgi'' (Erişim Tarihi: 12.09.2019), http://sosyolojisi.com/faiz-arbitraji-nedir-faiz-arbitraji-anlami-ve-hakkinda-bilgi/15678.html

Studart, Rogerio(1993). "Financial Repression and Economic Development: Towards A Post-Keynesian Alternative". Review of political economy, 5(3), ss. 277-298.

Talep-Yönlü İktisat ve 1970'li Yılların İktisadi Sorunları", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Mart-1991.

TCMB (2002). Küreselleşmenin Türkiye ekonomisine etkileri. (Erişim Tarihi: 20 Şubat 2019), http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kuresel.pdf

TCMB (2005), Para Politikası Raporu 2005-1, s.28, (03.05.2018), http://www.tcmb.gov.tr

The Experience of the OECD With The Code of Liberalization of Capital Movements'' May 1998, S.2 (Erişim tarihi :04.02.2019), www.OECD.gov.

Tohn Williamson- Molly Mahar (2002), Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, (G. Delice, Çev.), Liberte Yayınları, Ankara Syf:5)

Tohn Williamson- Molly Mahar ''Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme'' Yıl:2002 s.8

TURAN, Zübeyir "Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkisi", **Mevzuat Dergisi**, ISSN1306-0767, Yıl:14, Sayı: 165, Eylül 2011, (02.07.2018) http://www.mevzuatdergisi.com/2011/09a/01.htm,

TÜİK. 2011, "İstatistik Göstergeler (1923-2011)" (Erişim Tarihi: 17.05.2019), www.turkstat.gov.tr

Wijnbergen,Van, S. (1983). Interest rate management in LDCs. Journal of Monetary Economics, Vol:12, 433–452.

Williamson, J. ve Mahar, M. (2002), Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, (G. Delice, Çev.), Liberte Yayınları, Ankara s:5-7

Williamson, O. (1990); "A Comparison of Alternative Approaches to Economic Organization", Journal of Institutional and Theoretical Econom- ics, 146, 61-71.