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

SICAK PARA HAREKETLERİNİN FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İNCELENMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

GÜLİN AKÇAY

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. AHMET ATAKİŞİ

EDİRNE 2021

Tezin Adı: Sıcak Para Hareketlerinin Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi: Türkiye Örneği

Hazırlayan: Gülin AKÇAY

ÖZET

Uluslararası sıcak para hareketleri ile ülkelerin finansal istikrarı arasındaki ilişki uzun yıllardan beri bir araştırma konusu olmuştur. Bu çalışmada Türkiye'de sıcak para hareketlerinin Türkiye'nin finansal istikrarını ne derecede etkilediği ve nasıl bir etkileşim içerisinde olduğu ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Türkiye'de özellikle 1989 yılından sonra serbest ekonomi anlayışı ile uygulanan sabit ve esnek döviz kuru politikalarının ekonomiyi nasıl etkilediği, ne gibi sonuçlara yol açtığı olumlu ve olumsuz yönde değerlendirilerek, literatür araştırmaları ile konular desteklenmiştir.

Çalışmada özellikle 2008 finansal krizi öncesinde ve sonrasında (2007-2019 yılları arasında) portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklarda meydana gelen değişimin fiyat istikrarı (TÜFE ve ÜFE) ve finansal istikrar (USD/TL ve EURO/TL) üzerindeki etkileri incelenmiş ve bu değişkenler arasındaki etkileşim VAR modellemesi ile ele alınarak yapılan varyans analizi, etki-tepki ve Granger nedensellik analizleri sonucunda portföy yatırımlarının sıcak parahareketlerindeki rolünü ve finansal istikrar üzerindeki etkilerini ve döviz kurları ile arasındaki etkileşimini destekleyen bulgular ortaya konmuştur.

Anahtar Kelimeler: Sıcak Para, Finansal İstikrar, Ekonomik Krizler, Döviz Politikaları

Name of Thesis: Investigation of The Impact of Hot Money Movements on Financial Stability: The Case of Turkey
Prepared By: Gülin AKÇAY

ABSTRACT

The relationship between international hot money movements and the financial stability of countries has been a subject of many researches since many years. In this study the movement of hot money in Turkey as Turkey's financial stability and the degree of influence that has tried to put forward in how we interact.

Turkey, especially the economy of fixed and flexible currency rate policies implemented after 1989 with the concept of free economy and how it affects evaluating the positive and negative aspects that lead to consequences such as what is supported by the literature research topics.

In the study, the effects of changes in portfolio investments, direct investments, other investments and reserve assets, especially before and after the 2008 financial crisis (between 2007-2019), on price stability (CPI and PPI) and financial stability (USD / TL and EURO / TL) Analyzes of variance, impulse-response and Granger causality analyzes conducted by considering the interaction between these variables with VAR modeling revealed the findings supporting the role of portfolio investments in hot money movements and their effects on financial stability and their interaction with currency rates.

Key Words: Hot Money, Financial Stability, Crises of Economics, Currency Policies

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖZET……... I
ABSTRACT.....II
İÇİNDEKİLER.....III
TABLOLAR LİSTESİ VIII
ŞEKİLLİSTESİ X
KISALTMA LİSTESİ……..……...……..XI
GİRİŞ……...…….1

I. BÖLÜM
AÇIK EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ

1.Açık Ekonomilerde Sermaye Hareketleri…….3
1.1.Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para ve Maliye Politikaları…..3
1.1.1.Sabit Döviz Kuru…….3
1.1.2. Tam Sermaye Hareketliliği ……6
1.1.3.Ödemeler Dengesi……...……6
1.1.3.1.Cari İşlemler Hesabı…….7
1.1.3.2.Sermaye Hesabı……...…….7
1.1.3.3.Resmi Rezerv Hesabı……8
1.1.3.4.Net Hata ve Noksan Hesabı……..8
1.1.3.5.Ödemeler Dengesi Eğrisi (BP)…….....9
1.1.3.6.Cari Dengeyi Etkileyen Faktörler : Gelir(Y) ve Döviz Kuru(R) …….9

1.1.3.7.Sermaye Dengesini Etkileyen Faktör : Faiz(i)……10

1.1.3.8.Tam Sermaye Hareketliliği Altında Ödemeler Dengesi Doğrusu……..10

1.1.4.Açık Ekonomilerde Tam Sermaye Hareketliliği Altında İç ve Dış Denge …..11

1.1.5. Açık Ekonomilerde Para ve Maliye Politikası Uygulamaları……...12

1.1.5.1. Açık Ekonomilerde Genişletici Para Politikası…….13

1.1.5.2. Açık Ekonomilerde Daraltıcı Para Politikası……13

1.1.5.3. Açık Ekonomilerde Genişletici Maliye Politikası……13

1.1.6. Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası……...14

1.1.7. Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası……...15

1.2.Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para ve Maliye Politikaları...16

1.2.1.Esnek Döviz Kuru ……16

1.2.2.Merkez Bankalarının Uyguladığı Politika Araçları …….18

1.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri(APİ) ……..18

1.2.2.1.1.Açık Piyasa İşlem Türleri……19

1.2.2.1.1.1.Doğrudan (Kesin) Satım İşlemleri……...19

1.2.2.1.1.2. Ters repo (Geri Alım Vaadiyle Satım) İşlemleri……20

1.2.2.1.1.3. Doğrudan (Kesin) Alım İşlemleri……..20

1.2.2.1.1.4.Repo (Geri Satım vaadiyle Alım) İşlemleri……20

1.2.2.1.2.Açık Piyasa İşlemlerinde Uygulanan Yöntemler……..21

1.2.2.1.2.1.Kotasyon Yöntemi …….....21

1.2.2.1.2.2.İhale Yöntemi İle Alım Satım ……...22

1.2.2.2. Reeskont Politikası……..23

1.2.2.3. Zorunlu Karşılıklar (ZKO)……..24

1.2.2.4. Döviz Müdahaleleri – Alım ve Satımları…… 27

1.2.2.5.Geleneksel Olmayan Politika Araçları……..28

1.2.3. Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası…….28

1.2.4. Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası……...30

1.3. TCMB Ödemeler Dengesinde Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesine Yönelik Uygulamalar……32

1.3.1.Makroekonomik İstikrarı Sağlamaya Yönelik Önlemler ……..34

1.3.1.1. Wall Street Görüşü…….36

1.3.1.2. Neoyapısal Görüş……...37

1.3.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Önlemler…….37

1.3.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi……...38

1.3.2.2. Parasal Hedefleme…….40

1.3.2.3. Enflasyon Hedeflemesi……..41

1.3.3. Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Önlemler……...44

1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Kontrollerini Belirleyen Faktörler……48

1.4.1. Çekme Faktörleri……..48

1.4.2. İtme Faktörleri…….49

II. BÖLÜM

DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLERDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ

2. Dünyada ve Türkiye'de Yaşanan Ekonomik Krizlerde Sermaye Hareketlerinin Rolü…….50

2.1. Dünyada Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri……...50

2.1.1. 1878 Ekonomik Krizi……50

2.1.2. 1929 Büyük Buhranı…….……51

2.1.3.Petrol Krizi…….52

2.1.4.1987 Wall Street Krizi……...54

2.1.5.Meksika Krizi……55

2.1.6.Asya Mali Krizi……..……56

2.1.7.Brezilya Krizi…….57

2.1.8. Küresel Finansal Kriz……...58

2.2.Türkiye'de Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri……60

2.2.1.1929 Krizi……..60

2.2.2.1946-1954 ve 1958 Krizleri……...61

2.2.3.1969-1974-1978 ve 1980 Krizleri……..63

2.2.4.1991 Körfez Krizi …….64

2.2.5.Nisan 1994 Krizi ……...65

2.2.6. 2001 Bankacılık Krizi ……..67

III. BÖLÜM

MODEL VE ANALİZ

3. Model ve Analiz……..69

3.1.Araştırmanın Amacı……..69

3.2. Araştırma Modeli…….69

3.2.1.Metadoloji……..69

3.2.2.Veri Seti ve Kaynağı……..…70

3.2.3.Verilerin Zaman Serisi Özellikleri…….72

3.2.4.Kullanılan Yöntemler ve Model……83

3.2.5. Analiz Sonuçları……89

3.2.5.1.FARKX8, FARKX6 ve FARKX7 Göstergeleri İçin Varyans Ayrıştırması Bulguları……..……89

3.2.5.2.Eş Bütünleşme Test Seçimi……92

3.2.5.3.Etki-Tepki Analizi Bulguları……..95

3.2.5.4.Granger Nedensellik Testi Bulguları……..97

SONUÇ…….101

KAYNAKÇA……...105

EKLER…… 116

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo1: Ödemeler Dengesi Hesabı……..7

Tablo 2: APİ'nin Türleri(TCMB Bülten, Haziran 2012)…,,,…….…..….21

Tablo 3 : A bankasının özet bilançosu…….,,,……..……..25

Tablo 4: GOÜ'de Enflasyon Oranı Gelişmeleri(%)……,,,……....43

Tablo 5: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süre...46

Tablo 6: Modelde Kullanılan Veriler ve Açıklamaları…….,,,……..71

Tablo 7: Modelde Kullanılan Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri…….,,……71

Tablo 8: FARKX1 ADF Test Değerleri…….……..73

Tablo 9: FARKX2 ADF Test Değerleri……...…74

Tablo 10: FARKFARKX3 ADF Test Değerleri……..…75

Tablo 11: FARKX4 ADF Test Değerleri…….……76

Tablo 12: FARKX5 ADF Test Değerleri…….……77

Tablo 13: FARKX6 ADF Test Değerleri…….……78

Tablo 14: FARKX7 ADF Test Değerleri…….79

Tablo 15: FARKX8 ADF Test Değerleri…….……80

Tablo 16: FARKX9 ADF Test Değerleri…….81

Tablo 17: FARKX10 ADF Test Değerleri…….…..82

Tablo 18: VAR Modeli İçin Optimum Gecikme Uzunluğu Seçimi…….84

Tablo 19: Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon Testi……..86

Tablo 20: Korelasyon Analizi……...87

Tablo 21: Regresyon Analizi…….…….....88

Tablo 22: Varyans Ayrıştırması Bulguları……..……..90

Tablo 23: Sıralamaya Göre Olasılık Fonksiyonu Modelleri…….92

Tablo 24: Sıralamaya Göre Akaike Bilgi Kriterleri Modelleri ……92

Tablo 25: Sıralamaya Göre Schwarz Kriter Modelleri…….…….93

Tablo 26: Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları…….94

Tablo 27: VAR Pairwise Granger Nedensellik Testi Sonuçları…….98

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 : BP Eğrisi……...11

Şekil 2 : Açık Ekonomide Genel Denge……..……..12

Şekil 3 : Sabit Döviz Kuru ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası...14

Şekil 4:Sabit Döviz Kuru ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası.15

Şekil 5 : Piyasadaki Likidite Gelişmeleri……22

Şekil 6 : Gecelik Faiz Oranları……22

Şekil 7: Esnek Döviz Kuru ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası...29

Şekil 8:Esnek Döviz Kuru ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası31

Şekil 9: FARKX1 Zaman Serisi Grafiği…….73

Şekil 10: FARKX2 Zaman Serisi Grafiği……...74

Şekil 11: FARKFARKX3 Zaman Serisi Grafiği……75

Şekil 12: FARKX4 Zaman Serisi Grafiği……..…….76

Şekil 13: FARKX5 Zaman Serisi Grafiği……...77

Şekil 14: FARKX6 Zaman Serisi Grafiği……...78

Şekil 15: FARKX7 Zaman Serisi Grafiği……...79

Şekil 16: FARKX8 Zaman Serisi Grafiği……...80

Şekil 17: FARKX9 Zaman Serisi Grafiği……...81

Şekil 18: FARKX10 Zaman Serisi Grafiği…….82

Şekil 19: AR Otoregresif Birim Kök Grafiği……..85

Şekil 20: FARKX8, FARKX7 ve FARX6 İçin Varyans Ayrıştırması Grafiği……..91

Şekil 21: FARKX8 Bağımlı Değişkenindeki Bir Birimlik Şokun Diğer Bağımsız Değişkenler Üzerindeki Etki Tepki Analizi……96

Şekil 22: Tüm Değişkenlerde Meydana Gelen Bir Birimlik Şokun Diğer Değişkenler Üzerindeki Etki Tepki Analizleri……96

KISALTMA LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

AET: Avrupa Ekonomik Topluluğu

APİ: Açık Piyasa İşlemleri

BOP ve BP: Balance of Payments (Ödemeler Dengesi)

CA: Cari Denge

CK: Sermaye Dengesi

DİBS: Devlet İç Borçlanma Senedi

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

FED: Amerika Merkez Bankası

GOP: Gelişmekte Olan Piyasalar

GOÜ: Gelişmekte Olan Ülkeler

GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF: International Monetary Fund(Uluslar arası Para Fonu)

IS: Investment-Saving(Yatırım-Tasarruf)

İ: Faiz

LM: Liquidity Preference-Money Supply (Likidite Tercihi- Para arzı)

M: İthalat

MB : Merkez Bankası

NAFTA: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması

OAPEC: Organization of Arab Petroleum Exporting Countries(Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri)

OECD: The Organısatıon For Economıc Co-Operatıon And Development(İktisadi İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)

OPEC: Organization of Petroleum Exporting Countries(Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü)

R: Döviz Kuru

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

USD: Amerikan Doları

ÜFE: Üretici Fiyat Endeksi

TL: Türk Lirası

TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi

TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu

Y: Gelir

ZKO: Zorunlu Karşılık Oranı

XN: Net İhracat

1.GİRİŞ

Mevcut dünya düzenindeülkelerin ticari, siyasi, iktisadi açıdan uyguladığı politikaların dünyanın ortak bir pazara adapte olabilmeleri açısından politika iyileştirme ve yenileştirme süreçlerinden geçtiği, var olan düzenin yıkılıp yeni bir düzene ve sisteme geçildiği, deneme yanılma yöntemleri ile birçok politika uygulamalarının sonucu olarak yaşanan krizlerin yeni politikaları aramaya devam edilmesinin gerekliliğini ortaya koymuştur.Özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren gelişmekte olan ülkelerde ve dünya genelinde yaşanan global krizlerin sonucunda yeni politika arayışlarına geçilmiştir.

Dünyada yıllarca uygulanmış iktisadi politikaların, hızla gelişen ve değişen ülkelerce uygulanmasının güç olması yeni iktisadi politika arayışlarının başlanmasına vesile olmuştur. 2. Dünya Savaşı'ndan sonra oluşan dünya düzeninde ülkeler sahip olduğu kendi kaynakları ve olanakları dışında diğer ülkelerle yaptığı ticaret sonucunda ülke ekonomileri dışa açık bir ekonomi haline bürünmüştür. Açık ekonomilerde bir ülke diğer ülke ile mal ve hizmet alışverişi yapıyor ise kendi ulusal para birimi yerine uluslararası geçerliliği daha yüksek olan para biriminden bu alışverişini sağlamaktadır. Döviz olarak adlandırdığımız bu para biriminin nasıl belirleneceği iktisadi düşünürler için önemli bir konu haline gelmiştir. İlerleyen bölümlerde daha detaylı olarak işlenecek konuların başında gelen döviz kuru rejimlerinin ekonomi üzerindeki etkileri incelenmiştir.

1870-1914 yılları arasında dünyada "Birinci Altın Standardı"dönemi görülmüştür. Altın Standardı uygulamasıyla her ülkenin parası arasındaki değişim haddi 1 ons altın ile açıklanmıştır. Altını ulusal paralara veya ulusal paraları altına dönüştürmenin serbest olduğu bu uygulamada döviz kuru, altın ihraç fiyatı ile altın ithal fiyatı arasında bir değerde belirlenmiştir. Bu sebeple de altın standardı aslında, sabit kur sisteminin bant uygulamasının tarihsel bir örneği olmuştur(Kılavuz, Topçu ve Tülüce,2011: 85). Ancak bu sistem, 1. Dünya Savaşı'ndan sonra ülkelerin zararlarını karşılayacak kadar yeterli altına sahip olamaması ve Avrupa Devletleri'nin, bir dönem ulusal parabirimlerinin altın miktarını azaltarak uygulamış olduğu sistemi yürütemeyecekleri duruma geldiklerinde klasik altın standardı politikasını uygulamaktan vazgeçmişlerdir.

Altın Standardına bağlılığını devam ettiren ABD'nin altın rezervlerini diğer ülkelere kıyasla arttırması ile 1944-1973 yılları arasında kendi para birimi olan doların altına, diğer ülkelerin para birimlerinin de dolara sabitlendiği Bretton Woods sistemi uygulamaya geçilmiştir. Esasen Bretton Woods sistemi ayarlanabilir sabit kur sistemi olmuştur. 1960'lı yılların sonundan itibaren dünyada aşırı dolar bolluğu olmuştur. Dolardan kaçış ve parasal istikrarsızlıklar sonucu 1971 yılında dolar devalüe edilmiştir. Amerika, 1971 yılında Bretton Woods sistemini terk edeceğini ilan etmiş ancak bazı Avrupa ülkelerinin manipülasyonlarıyla sistemi sürdürmeye yaklaşık üç yıl kadar daha devam etmek zorunda kalmıştır. Smithsonian süreci ile birlikte 1971-1973 yılları arasında Avrupa Topluluğu ülkeleri paralarını, +/- %2,5 yukarı ve aşağı yönlü kontrollü dalgalanmaya bırakmıştır. Daha sonrasında Amerika, Bretton Woods sisteminden çıkarak serbest dalgalanmaya bırakmıştır. Böylece sistem yıkılmıştır (Chen, 2020: çevrimiçi).

Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte bazı ülkeler esnek kur sistemini bazı ülkeler ise sabit kur sistemini uygulamaya koymuştur. Bu iki kur rejimi, birbirlerine tam zıt olan iki uç rejim olmuştur. Uygulamada bu iki uç rejim arasında kalan birçok alternatif rejimler de mevcuttur. Ancak bu çalışmada daha çok sabit kur rejimi ve esnek kur rejiminin uygulanması durumunda para ve maliye politikalarının ekonomiye nasıl etki ettiği incelenecektir.

Birinci bölümde sermayenin serbest dolaşımının olduğu açık bir ekonomide sabit kur rejimi ve esnek kur rejiminin uygulandığı dönemlerde para ve maliye politikalarının nasıl işlediği ve etkilerinin ne yönde olacağı incelenmiştir. TCMB ödemeler dengesi sermaye hesabının serbestleşmesine yönelik uygulamalar ile birlikte makroekonomik istikrarı sağlamaya yönelik önlemler ve iktisadi görüşler ortaya konulmuş ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye kontrollerini belirleyen faktörler açıklanmıştır. İkinci bölümde; dünyada ve Türkiye'de uygulanmış olan iktisadi politikaların uygulanması sürecinde meydana gelen krizler kronolojik olarak neden-sonuç ilişkileri ile açıklanmaya çalışılmıştır. Üçüncü bölümde ise finansal piyasalarda etkin olarak kullanılan göstergeler açıklanarak ekonometrik model ile söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. Ekonometrik model çalışmasının sonuçları analiz edilerek, literatürde yer alan tartışmalar çerçevesinde yorumlanacak bulguların ortaya konulması amaçlanmıştır. Sonuç kısmında da yapılan tüm literatür araştırmalarının ve ekonometrik analizin geçmişten günümüze kadar uygulanmış politikalar ile yaşanmış krizlerin bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

I. BÖLÜM: AÇIK EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para ve Maliye Politikaları

İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemdeFinansal Serbestleşme ile birlikte döviz müdahalelerinin nasıl uygulanacağı konusu ekonomist ve piyasa yapıcıları tarafından tartışılan bir durum haline gelmiştir. Altın standardının terk edilmesinden sonra 1944-1973 yılları arasında ABD'nin Bretton Woods sistemi ile birlikte ilk kez uygulamış olduğu sabit döviz kuru sistemi ile yabancı para birimlerini ulusal para birimi olan dolara sabitlemiştir. Bu sistem ile birlikte yabancı ülkeler uluslararası mal, hizmet ve finansal ürün ticaretinde dolar üzerinden döviz alıp satarak uluslararası piyasalarda alışverişlerini gerçekleştirmiştir.

Sistemin işleyişini tanımlamak adına konu içerisinde geçen kavramlar aşağıda açıklanmış ve kavramlar doğrultusunda şekiller üzerinden sistemin işleyişi açıklanmıştır.

1.1.1. Sabit Döviz Kuru

Merkez bankalarının yabancı ülke paralarını sabit bir döviz kuru (resmi döviz kuru) üzerinden alıp sattıkları döviz kuru sistemi olarak tanımlanmaktadır. Bu sistemde Merkez Bankası tarafından resmi döviz kuru önceden ilan edilmekte ve ödemeler dengesi açığını veya fazlasını finansal olarak karşılama yükümlülüğünü ilan ettiği döviz kurundan üstlenmektedir. Resmi döviz kuru, önceden ilan edilen Merkez Bankası döviz kuru olmaktadır.

Sabit döviz kurları veya "dolar altını" standardı sistemi, ABD'nin (iç ülke) para birimini altın olarak belirlediği ve dış ülkelerin para birimlerinin doğrudan veya dolaylı olarak başka bir para birimi üzerinden (sterlin veya frangı gibi)ABD dolarına

sabitlendiği bir kanun, taahhüt ve sözleşmelerin birleşimi ile oluşturulmuştur(Muzhani, 2018:9).

Yerel para biriminin ölçü alındığı para birimi ile arasındaki değer "**parite kuru**" olarak isimlendirilmektedir. Prensip olarak, döviz kurları, ekonomik koşullar sağlandıkça pariteyi sürdürmek için bir parite veya parite düzeyinde belirlenebilir ve değiştirilebilir. Piyasada, arz ve talep gereksinimleri değiştikçe fiyat değişiklikleri ile iyileştirmeler yapılabilmektedir. Döviz kurlarının serbestçe veya geniş aralıklar içinde dalgalanmasına izin verilirse, bu tür ayarlamalar doğal olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak Merkez Bankasının sorumluluğu Parite kurunun izlenmesi ve aynı seviyede kalması olmaktadır. Bu durumda MB, yaklaşık %1 oranında kurun değişmesine müdahale ederek kurun dar bir bant içerisinde kalmasını sağlamakta ve bu bandın dışına çıkmasına izin vermemektedir (Augustyn vd., 2020: çevrimiçi).

Merkez Bankasının müdahalesinin parite kurundaki değişimlere yetersiz kaldığı durumlarda ulusal para biriminin değerinin tekrar belirlenmesi gerekebilmektedir. Bir ülke, para birimini yeniden değerlediğinde, ihracat fiyatı seviyesi uluslararası pazarda yabancı para birimi cinsinden ithalat yaptığında fiyat düşmektedir. Bu durumda deflasyonist etki olmaktadır. Ülke, ihracatı açısından fiyat alıcısı ise, ihracat fiyatları, para biriminin yeniden değerlenmesiyle aynı oranda artmaktadır. Ülkenin ihracatına yönelik uluslararası talep, ihracat fiyatı ile negatif bağlantılı olduğundan, ihracat fiyatının artması ile ülkenin ihracat miktarının düşmesine yol açacaktır. İthalatta tam tersi durum olmaktadır. Bu nedenle, yeniden değerleme daraltıcı ve deflasyonisttir: ihracat seviyesi azalmakta, ithalat seviyesi artmakta ve yerel fiyatların seviyesi düşmektedir (Zhang, 2005: 7).

Sabit kur rejimini sürdürmek için (özellikle ulusal para değerinin revalüe edildiği durumlarda) resmi döviz rezervlerinin güçlü olması gerekmektedir. Merkez Bankası, dövize talep arttığında ve ulusal para üzerinde değer kaybı baskısı oluştuğunda piyasaya döviz satarak müdahale etmesi sonucunda döviz rezervlerinin erimesine sebep olabilmektedir. Bu durumda, piyasada para arzının azalmasına yani ulusal para cinsinden likiditenin azalmasına neden olduğundan ekonomik büyüme olumsuz etkilenebilmektedir. Milton Friedman, sabit döviz kurunda düşüşbaskısı altında olan bir para birimini kontrol eden bir merkez bankasının, iç para politikasınıdeğiştirmek zorunda olmadığını ancak yabancı para talebini karşılamak için yabancı para rezervlerinden yararlanabildiğini veya yabancı para birimini ödünç alabildiğini belirtmektedir.Ancak, bu durum, döviz rezervleri veborçlanma kapasitesi

ile sınırlıolmaktadır. Bir açığın geçici olup olmadığını ve yakında tersine çevrileceğiniya da diğer açıkların öncüsü olup olmadığını bilmek kolay olmamaktadır. Bu sebeple sabit döviz kuru küçük ve geçici sorunların üstesinden gelebilmekte ancak geçici olmayan biriken küçük sorunlara izin vermektedir. Bu gibi sorunlar ortaya çıktığında döviz kurlarındaki düzeltmeler yeterli olmamaktadır (Friedman ve Mundell, 2001).

Sabit kur rejimi uygulamasının belirli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Eğer resmi döviz rezervleri bir ülkede güçlüyse o ülke ekonomik hedeflerini gerçekleştirmek için bu rejimi uygularken başarılı olabilmekte ve nominal çıpaya imkan sağlayabilmektedir. Döviz kuru nominal çıpası ticarette kullanılan mallar için enflasyonu sabitlemekte ve böylece enflasyonu doğrudan kontrol etmeye katkıda bulunmaktadır(Mishkin,2014:485).Ancak gerekli şartların sağlanamadığı durumlarda sabit döviz kuruna ek olarak yeni politikaların geliştirilmesi gerekmektedir.

Ahmet Benlialper ve Hasan Cömert(2014)çalışmalarında; 1980'li yıllardan itibaren GOÜ'in, yüksek enflasyon sorunuyla baş ettiklerini belirtmiştir. GOÜ'de, enflasyonun temel belirleyicileri olarak döviz kurları ve emtia fiyatlarına dayalı dezenflasyon programları uygulanmaya başlanmıştır. Ancak bu programların, ulusal paranın aşırı değerlenmesi durumuna eğilimli olması ve sonraki aşamalarda ise spekülatif saldırılara karşı kırılgan olması yönünde fikirler öne sürülmüştür. Sabit döviz kuru ya da sürünen parite(crawling peg) rejimlerinden tam anlamıyla beklenen sonuçlar elde edilemediğinden "enflasyon hedeflemesi" olarak uygulanan yeni bir rejim politikasına geçilmiştir.

Konuyu özetlemek gerekirse sabit döviz kuru rejimi, Merkez Bankası'nın güçlü rezervlere sahip olduğu durumlarda daha etkin bir şekilde uygulanabileceği söz konusu olmuştur. Bu rezervlerin yeterli olmaması durumunda sabit kur rejimi başarısız olacak veya yeterli düzeyde piyasaya yönelik etkin bir politika rolü oynayamayacaktır.

1.1.2. Tam Sermaye Hareketliliği

Tam sermaye hareketliliği, faiz oranlarında gerçekleşen ufak bir değişime karşısermayedeki değişimin yüksek bir oranda gerçekleşmesidir. Sermayenin faiz oranlarındaki değişime karşı duyarlılığı yüksektir. Örneğin bir ülkedeki iç faiz oranları aşağı yönlü hareket ettiğinde dış yatırımcı ülkedeki yabancı sermayeyi çeker yani sermaye ülkeyi terk etmiş olmaktadır. Faiz oranında ufak bir artış sonucu sermaye ülkeye geri dönmektedir. Bu durum tam sermaye hareketliliği ya da mobilitesi olarak ifade edilmektedir(Seyidoğlu,2013:863).

1.1.3. Ödemeler Dengesi

Ödemeler Dengesi, belirli bir süre boyunca tüm uluslararası parasal işlemleri izlemek için ülkeler tarafından kullanılan bir hesap düzenidir. Her ay, üç ayda bir veya her takvim yılında ÖD ölçülmektedir. Bir ülkeye ne kadar para girip çıkacağına karar vermek için, hem özel hem de kamu sektörü tarafından yapılan tüm işlemler ödemeler dengesinde kaydedilmektedir (Heakal, 2014: 1).

Ödemeler dengesi yıllık olarak düzenlenebildiği gibi mevsimlik olarak da düzenlenebilmektedir. Örneğin, Türkiye'de ödemeler dengesi yıllık olarak düzenlenebilirken, ABD'de mevsimlik olarak üçer ay ara ile düzenlenebilmektedir(Tunç,2004:233). Ödemeler dengesi dört ana hesaptan meydana gelmektedir:

İŞLEM GRUPLARI	ALACAK	BORÇ
I. CARİ İŞLEMLER HESABI	+	-
A. Mal İhracat ve İthalatı	+	-
DIŞ TİCARET		
B. Hizmet İhracatı ve İthalatı	+	-
-Navlun -Turizm -Sigorta		
- Üretim Faktörleri Gelirleri		
- Kar Transferleri - Bankacılık Gel.		
- Yurt Dışı .Müteahhitlik Hizm. Gel.		
HİZMETLER (GÖRÜNMEZ İŞLEMLER)		
C. Tek Yanlı Transferler	+	-
- Özel Bağış ve Hediyeler	+	-
- Hükümet Transferleri	+	-
II. SERMAYE HESABI		
A. Uzun Süreli Sermaye		
1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları	+	-
2. Özel Portfolio Yatırımları	+	-
3. Resmi Sermaye İşlemleri	+	-
B. Kısa Süreli Senna>e (Denkleştirici Olmayan)	+	-
III. İSTATİSTİK FARKLAR (Net Hata ve Noksanlar)		
Çizgi Üstü İşlemler		
Çizgi Altı İşlemler		
IV. RESMİ REZERVLER HESABI		
1. Kısa Süreli Resmi Sermaye	+	-
2. Döviz	+	-
3. Parasal Altın	+	-
4. SDR ve İMF Rezerv Pozisyonu	+	-

Tablo 1: Ödemeler DengesiHesabı

1.1.3.1. Cari İşlemler Hesabı

Yabancılarla yaptığımız mal ve hizmet ticareti ile yabancılarla aramızda geçen transfer ödemelerini kaydetmektedir. Bir ülkenin mal, hizmet ve faktör ihracatı ile elde ettiği dövizlerle mal, hizmet ve faktör ithalatı karşılığında ödediği dövizler bu hesaba kaydedilmektedir. Bir ulusun cari açığı varsa ihracatından fazlasını ithal etmekte, fazlası var ise ithal ettiğinden fazlasını ihraç etmekte olduğunu göstermektedir. Ürün ticaretine ilişkin krediler ve borçlar, ithal edilen, satılan veya verilen (muhtemelen yardım şeklinde) hammaddeler ve mamul mallar gibi kalemler cari hesap planında izlenmektedir(Alkin, 2009:97 ve Heakal, 2014:1).

1.1.3.2. Sermaye Hesabı

Yabancı ülkelerde gerçekleştirilenkişi ve kuruluşların,fiziki yatırımlar ve ülkeler arasındaki mali kaynak transferleri sermaye hesabına kaydedilmektedir. Sermaye hesabıyardımıyla cari işlemler dengesindeki eksik veya fazlalıklarınhangi şekilde kapatıldığını görmek mümkün olmaktadır.Vadesi bir yıldan kısa olan kısa

vadeli banka mevduatı, finansman bonoları, pre-finans kredileri vb. gibi işlemler kısa vadeli sermaye hesabı olarak değerlendirilmekte ve bir ülkeden ayrılan ve ülkeye dönen göçmenler tarafından getirilen finansal varlıkların transferleri, sabit varlıklar üzerindeki mülkiyetin devredilmesi parasal akışlara bölünmektedir. Bu kapsama giren varlıklar, kısa sürede nakde dönüşme özelliği göstermekteolup likiditesi de uzun vadeli olanlara göre daha yüksek olmaktadır.Vadesi bir yıldan daha fazla olan uluslararası sermaye hareketleri ise uzun vadeli sermaye hesabı içerisinde değerlendirilmektedir(Yıldırım, 2010:37).

1.1.3.3. Resmi Rezerv Hesabı

Merkez bankasının sahip olduğu rezervleri ifade etmektedir. Bir ülkedeki altın, döviz ve uluslararası rezervlerindeki değişimleri (IMF kaynaklarından oluşan) göstermektedir(Alkin, a.g.e.:102).

Rezerv hareketleri, ödemeler dengesinin üstünde bir ölçü olmaktadır. Rezerv hesabı ödeme miktarını göstermekte ve açıkların finansmanı anlamında ve ödemeler dengesindeki fazlalıklardan doğan fonların toplamını göstermektedir (Tunç, a.g.e.: 238).

1.1.3.4. Net Hata ve Noksan Hesabı

Hesaplar arasında oluşan farklar bu kalemde izlenmektedir. "*Uygulamada cari işlemlerle sermaye işlemlerinin kaydedilmesindeki bazı hata, eksik, gecikme ve unutmalardan dolayı eşitlik sağlanamamaktadır*."Eşitsizlikten meydana gelen bu farkları ortadan kaldırmak için net hata ve noksan kalemi kullanılmaktadır. Diğer bir deyişle hata ve noksanlar hesabıyla ödemeler dengesi denkliğine ulaşılmaktadır(Tunç, a.g.e.:237).

Ödemeler dengesi cari işlemler hesabı ile sermaye hesabının toplamından oluştuğu için başlıca üç durum söz konusu olmaktadır; ödemeler dengesi fazla verebilir, açık verebilir veya denk olabilir.

1.1.3.5. Ödemeler Dengesi Eğrisi (BP)

Ödemeler dengesi eğrisi, cari işlemler hesabı fazlası ile sermaye hesabı açığı birbirine eşit olduğu durumlarda ya da cari işlemler hesabı açığı ile sermaye hesabı fazlası birbirine eşit olduğu durumlarda ödemeler dengesi hesabının denk olduğunu gösteren pozitif yönlü bir doğru olarak tanımlanmaktadır. Ödemeler dengesi eğrisinin üzerindeki her nokta ödemeler dengesi hesabının denk olduğunu göstermektedir(BP=0). Ödemeler dengesi eğrisi, açık bir ekonomide mal piyasası dengesini gösteren IS ve para piyasası dengesini gösteren LM eğrileriyle birlikte daha gerçekçi analizler yapılabilmesini sağlamaktadır(Cömertler, 2002: 18).

1.1.3.6. Cari Dengeyi Etkileyen Faktörler: Gelir(Y) ve Döviz Kuru(R)

Ödemeler dengesi hesabındaki ana hesaplardan biri olan cari dengeyi gelir ve döviz faktörleri etkileyebilmektedir;

Sermaye dengesi(CK) hesabının sabit olduğu koşullarda, gelirde(Y) bir artış meydana geldiğinde ithalat(M) artarken net ihracat(XN) azalmaktadır. Bu durumda cari denge açık(BP<0)vermektedir(Tunç, a.g.e.:241). Aynı koşullarda döviz miktarında bir azalma söz konusu olduğunda dövizin değeri artmakta ve ulusal paranın değeri azalmaktadır. Cari denge bu durum karşısında da açık vermektedir. Sermaye dengesi sabitken bu durumun tam tersi olduğu koşullarda cari denge fazla(BP>0) vermektedir.

Sermaye dengesi(CK) sabitken, döviz kurunda(R) bir artış meydana geldiğinde ihracat artmakta, ithalat azalmakta ve net ihracat artış göstermektedir. Bu durumda cari denge fazla(BP>0) vermektedir. Aynı koşullar söz konusu iken döviz miktarı artarsa, dövizin değeri azalmakta ve ulusal paranın değeri artmaktadır. Yine bu durumda cari denge fazla vermektedir. Sermaye dengesi sabitken bu durumun tam tersi olduğu koşullarda cari denge açık(BP<0) vermektedir.

1.1.3.7. Sermaye Dengesini Etkileyen Faktör: Faiz(i)

Sermaye hareketleri ve faiz oranları arasında güçlü bir ilişki olduğu ekonomistlerce kabul görülmüştür. Birçok ülke gelişme aşamasındayken düşük kur politikası ile cari açıklarını, sermaye hareketleri ile yabancı yatırımcılar sayesinde kapatabilmek için gelişmiş ülkelere kıyasla yüksek faiz politikası uygulamaya geçmişlerdir (Saraçoğlu vd., 2015:78).

Cari denge(CA) sabitken, faiz oranında(i) bir artış meydana geldiğinde sermaye girişleri artmakta ve sermaye hesabı fazla(BP>0) vermektedir. Aynı koşullar söz konusu iken döviz miktarı artarsa dövizin değeri azalmakta ve ulusal paranın değeri artmaktadır. Bu durumda sermaye dengesi fazla vermektedir. Cari denge sabitken bu durumun tam tersi olduğu koşullarda sermaye dengesi açık(BP<0) vermektedir.

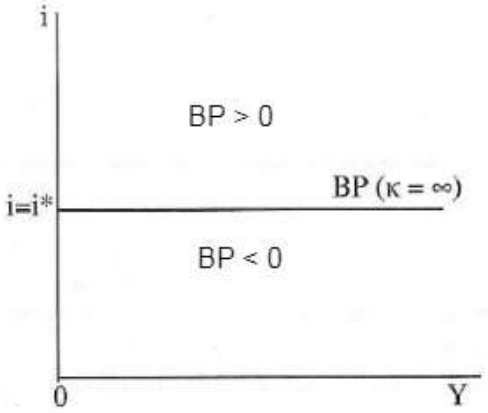
1.1.3.8. Tam Sermaye Hareketliliği Altında Ödemeler Dengesi Doğrusu

Tam sermaye hareketliliği durumunda ödemeler dengesieğrisi, milli gelir eksenine paralel sıfır eğimli bir doğrudur. Ülkeler arasındaki sermaye hareketleri serbest olduğu için, bütün dünya sanki tek bir ülkeye indirgenmekte, iç faiz oranı (i)ile dış faiz oranı (i*) birbirine eşit olmaktadır. Buna göre sermaye hareketliliğinin tam olduğu durumlarda, ödemeler dengesi üzerindeki bütün noktalarda,

a. İç faiz oranı dış faiz oranına eşittir,

b. Ödemeler dengesi hesabı denktir.

Ödemeler dengesieğrisininalt kısmında bulunan noktalarda ödemeler dengesi hesabı açığı, üst kısmında bulunan noktalarda ödemelerdengesi hesabı fazlasıve ödemeler dengesi eğrisi üzerindeki her noktada ödemeler dengesi hesabının denkliği söz konusu olmaktadır.



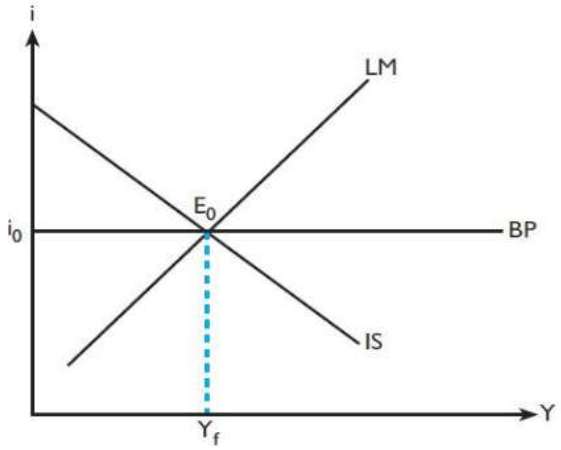
Şekil 1 :BP Eğrisi

Tam sermaye hareketliliği varsayımına göre çizilen ödemeler dengesieğrisinin eğiminin sıfır olması, milli gelirin iç ve dış faiz oranlarının eşitlendiği faiz oranında, kalıcı bir dengeye ulaşıldığını göstermektedir. Bu faiz oranının altındaki ve üstündeki faiz oranlarında milli gelirin dengesi bozulmakta, denge ancak sermaye hareketleri sonucunda iç ve dış faiz oranlarının eşitlendiği faiz oranında kalıcı olmaktadır. Yerli menkullerle yabancı menkuller arasında hiçbir farkın olmadığı düşünülmekte ve ikisi birbirlerinin yerine tam olarak ikame edilebilmektedir(Seyidoğlu, a.g.e.:818).

1.1.4. Açık Ekonomilerde Tam Sermaye Hareketliliği Altında İç ve Dış Denge

Açık bir ekonomide IS-LM Modelinde, milli gelir tam istihdam milli gelir seviyesinde dengeye geldiğinde iç denge sağlanmış demektir. Ekonomide iç denge sağlandığında, işsizlik ve enflasyon gibi sorunlar bulunmamaktadır. Dışa açık IS-LM Modelinde ekonominin iç dengesi, eksik sermaye hareketliliğidurumunda söz konusu olmaktadır. Ekonomide tam sermaye hareketliliği şartları geçerliyse, bütün dünya sanki tek bir ülke konumuna geleceği için herhangi bir ekonominin dış dünyadan bağımsız bir iç dengesinden bahsedilememektedir. Dışa açık IS-LM Modelinde, ödemeler dengesi hesabı dengede ise dış denge sağlanmış demektir. IS-LM doğrularının, ödemeler dengesi hesabı doğrusu üzerinde kesiştiklerinde, ödemeler dengesi hesabının dengesi gerçekleştirilir ve ekonominin dış dengesi sağlanmış

olmaktadır. Diğer bir deyişle ile ekonominin genel dengesi; mal piyasasının(reel sektörün), para piyasasının(mali sektör) ve dış ödemeler dengesinin(dış sektör) birlikte dengede olması durumunu ifade etmektedir(Seyidoğlu,a.g.e. :864).



Şekil2: Açık Ekonomide Genel Denge

"*Mal(IS) ve para(LM) piyasasının dengede olmasının yanı sıra dış açık sorununun da olmadığı ideal bir dengeyi ifade etmektedir. Şekil 2'de E_0 noktasında IS, LM ve BP eğrilerinin kesiştiği bu noktada hem IS, hem LM hem de dış dengeyi gösteren BP eğrisi üzerinde yer aldığı için açık ekonomi genel dengesini ifade etmektedir. Bu denge ile ulaşılan Y_f hasıla düzeyi de, hem tam istihdamın sağlandığı hem de dış dengenin sağlandığı hasıla düzeyidir. Bu hasıla düzeyi ve genel denge, bir yandan yurt içinde izlenecek para ve maliye politikaları ile bir yandan da dış dünya ile yürütülen dış ticaret dengesinin ve sermaye hareketlerinin farklılaşmasıile değişmektedir*"(Eğilmez, 2019).

1.1.5. Açık Ekonomilerde Para ve Maliye Politikası Uygulamaları

Açık bir ekonomide, sermaye hareketliliğinin tam olduğu durumlarda IS-LM aracılığıylaMundell-Fleming Modeli kullanılarak parave maliye politikalarının etkinliğini analiz edilmektedir.Mundell-Fleming Modeli'nde, para ve maliye politikalarının milli gelire olan etkisini analiz etmek için parasal değişkenler, döviz

kururejimlerive sermaye hareketleri de dikkate alınarak açık bir ekonomide IS-LM dengesi belirlenmektedir (Mundell, 2001: 4).

1.1.5.1. Açık Ekonomilerde Genişletici Para Politikası:

Dışa açık bir ekonomide uygulanan genişletici para politikası her zaman dış açığa neden olmaktadır. Ekonomide para arzı arttıkça faiz oranları azalmaktadır. Böylelikle iç yatırımlar da faiz oranlarından etkilenerek artış göstermektedir. Bu durumda milli gelir seviyesinde bir artış meydana gelmekte ve ithalat oranında da bir artış yaşanmaktadır. Ülke ekonomisinde net ihracatın azalması sebebiyle dış ticaret açığı meydana gelmektedir. Ancak faiz oranlarının düşmesiyle dış yatırımcılar için ülkede yatırım yapmak cazip gelmeyeceğinden yabancı sermaye ülkeden çekilecektir. Bu durumda sermaye hesabında da bir açık meydana gelmektedir(Değer ve Emsen, 1999:158).

1.1.5.2. Açık Ekonomilerde Daraltıcı Para Politikası:

Dışa açık bir ekonomide uygulanan daraltıcı para politikası sonucunda para arzında meydana gelen bir azalma sebebiyle faiz oranlarında bir artış meydana gelmektedir(Uzunoğlu, 2007:26). Faiz oranları arttığında iç yatırımlar azalmaktadır. Böylelikle milli gelirde de bir azalma söz konusu olmaktadır. Milli gelirde meydana gelen azalış, ithalat miktarında da bir azalış yaratmaktadır. Net ihracatın artış göstermesiyle dış ticaret fazlası meydana gelmektedir. Faiz oranlarındaki artış sonucu yabancı yatırımcılar için ülkede yatırım yapmak cazip geleceğinden ülkeye yabancı sermaye girişinde artış meydana gelmektedir. Bu durumda sermaye hesabı fazlası oluşmaktadır.

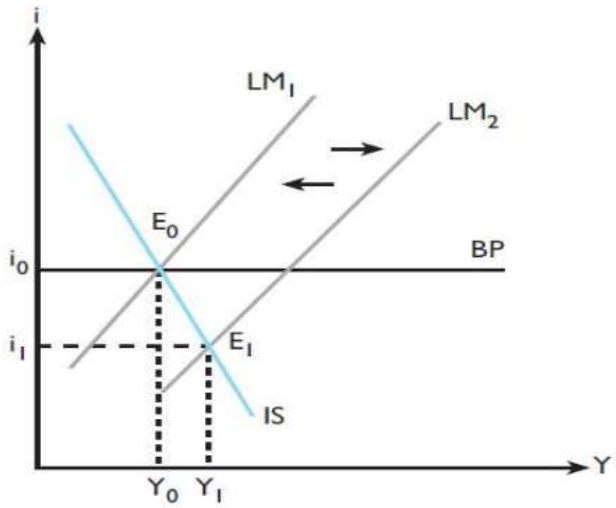
1.1.5.3. Açık Ekonomilerde Genişletici Maliye Politikası:

Dışa açık bir ekonomide uygulanan genişletici maliye politikası sonucunda kamu harcamaları artmaktadır. Milli gelir seviyesinde oluşan artış sonucu ithalata olan eğilim artacağından ülkedeki ithalat hacmi de artış göstermektedir. Bu durumda

dış ticaret açığı meydana gelmektedir. Ancak faiz artışı ile birlikte ülkeye yabancı sermaye girişi gerçekleşeceğinden sermaye hesabına olumlu yönde katkı sağlayacak ve sermaye hesabı fazla verecektir.Dış denge, uygulanan genişletici maliye politikası sonrasında zıt yönlü bu durumların hangisi daha güçlü ise o tarafta oluşacaktır. İthalat oranının daha fazla olması ile o ülkede dış açık meydana gelecek, faize olan duyarlılığı yüksek olan sermaye hareketlerinin faiz artışı sonucu ülkeye yabancı sermayenin girmesiyle sermaye hesabında dış fazla verecektir (Bozkurt ve Göğül, 2010:37).

1.1.6. Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelerin ekonomi alanında uygulamış olduğu birçok politika var olmaktadır. Bir ülkede sabit döviz kuru uygulaması altında tam sermaye mobilitesi ile para politikasının uygulanması sonucunda ekonomiye nasıl etki ettiği incelenmek istenmiştir. Şekil 3'de bu etkinin sonuçları gösterilmiş olup sistemin nasıl işlediği grafik üzerinden anlatılmak istenmiştir:

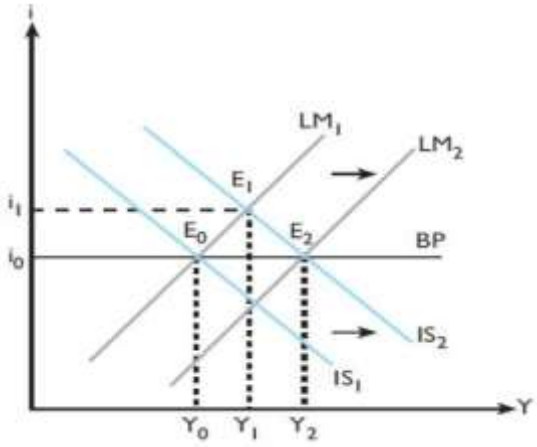


Şekil 3: Sabit Döviz Kuru ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası

IS-LM-BP eğrilerinin kesişim noktası olan E_0 noktasında iç ve dış denge ekonomide başlangıç olarak sağlanmıştır. Ekonomide genişletici para politikasının uygulanmış olduğunu varsayar isek,Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını düşürmesi veya reeskont oranlarını düşürmesi ile açık piyasa işlemleriyle devlet iç borçlanma senetlerini piyasadan satın alması sonucu ekonomide ulusal para arzı artmış olacaktır(Seyidoğlu, a.g.e. : 826, 827).

1.1.7. Sabit Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası

Sabit döviz kuru ve tam sermaye hareketliliği altında uygulanan para politikalarının etkisiz kalması sonucunda yeni politika arayışları başlamıştır. Keynesyen bir politika aracı olan maliye politikaları ile devletin piyasaya müdahalesi sonucunda ekonomiye nasıl bir etkide bulunduğu Şekil 4'te açıklanmış ve sonuçları tartışılmıştır.



Şekil 4 : Sabit Döviz Kuru ve Tam Sermaye HareketliliğiAltında Maliye Politikası

Sabit döviz kurunda tam sermaye hareketliliğinde maliye politikası ekonomide başlangıçta, iç ve dış denge E_0kesişim noktasında (IS-LM-BP) sağlanmaktadır. Ekonomi dengede iken hükümetin genişletici maliye politikası uyguladığı varsayılmakta ve IS eğrisinin yönü sağa doğru kaydırılmaktadır. Yeni IS-LM dengesi E_1 noktasında oluşmaktadır. Yani hemfaiz oranınınhem de millî gelirin arttığını göstermektedir. Devletin, oluşacak bütçe açıkları nedeniyle borçlanmaya başvurması faiz oranını arttırmaktadır (Seyidoğlu, a.g.e. :825).

Devlet harcamalarındaki artış, harcamaları kontrol ederek artan net sermaye girişine katkıda bulunacak sabit bir nakit stoku ile faiz oranlarını artırmaktadır. Ticaret dengesi kötüleşse de, sermaye hesabı iyileşmekte ve bu durum, katsayılara bağlı olarak ödemeler dengesinin iyileşeceği veya kötüleşeceği anlamına gelmektedir.Bütçe genişletme politikası, ödemeler dengesinde bir bozulmaya yol açarsa, rezerv eksikliği, nihayetinde yetkililerin politikayı terk etmesine ve buna bağlı gelir ve iş artışından vazgeçmesine yol açacaktır. Onun sisteminde bir ödemeler dengesi düzenleme mekanizması olmamaktadır. Çünkü sabit oranlar ve tam sermaye hareketliliği altında para politikasının tamamen işlevini yitirdiğini ve Hazine tahvillerini satın almak için açık piyasa işlemleri, eşdeğer altın kayıplarına veya dolar bakiyelerinin birikmesine neden olacağını göstermektedir (Mundell, a.g.m.:10).

1.2. Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para ve Maliye Politikaları

Hükümetlerin, sabit döviz kuru sistemi ile uyguladıkları politikaların yetersiz kalması sonucu esnek döviz kuru uygulamasına geçmeleri ile ekonomiye olumlu veya olumsuz katkılarının sonuçları değerlendirilmektedir. 1970'lerin başında esnek döviz kuru uygulamasının tüm dünya ülkelerince ortak görüşü, rejimin uygun olduğuna yönelik olmaktaydı. Ekonomide serbest ticaret anlayışı ile birlikte esnek döviz kuru uygulaması yaygınlaşarak 1980'li yıllarda dünya ticaretinin artırılmasına yönelik bu rejimin uygulanması gerektiği görüşü ortaya çıkmıştır (Yapraklı, 2010: 142).

1.2.1.Esnek Döviz Kuru

Esnek döviz kuru, kurların ne ölçüde hareket edebileceğine dair hükümet politikasının getirdiği kısıtlamalar olmaksızın, talep ve arz güçleri tarafından döviz piyasalarında günlük olarak belirlenen döviz kurları olmaktadır.Dolayısıyla esnek döviz kurları, ülkelerin kendilerini taahhüt ettikleri uluslararası para organizasyonunun mevcut sisteminden (Uluslararası Para Fonu sistemi) ayırt edilmektedir. Esnek döviz kurları, aynı zamanda, oran esnekliği karşıtları tarafından sıkça ortaya atılan spektral bir sistemden(sürekli dalgalanan veya istikrarsız döviz

kurları) de ayırt edilebilmektedir. Esnek döviz kurları, ulusal para otoritelerinin döviz piyasalarına herhangi bir müdahaleden kaçınması gerektiği anlamına gelmemekle birlikte piyasaya müdahale edip etmemeleri, yetkililerin, özel döviz spekülatörlerinden daha fazla veya daha az verimli spekülatörler olup olmadıklarına bağlı olmaktadır (Johnson, 1969: 1).

Keynesyen görüşün desteklediği, açık bir ekonomide esnek döviz kuru ve tam sermaye hareketliliği uygulaması olduğunda, hükümet harcamalarının yükselmesi ile ulusal tasarruflar azalacak, sonuç olarak faiz oranlarının yükseleceği yönünde olmaktadır. Dış yatırımcılar için bu durum cazip hale gelerek yatırımlar artacak ve ulusal para değer kazanacaktır. Ulusal para değerlendikçe de ihracat aleyhinde cari işlemler dengesi bozulma eğiliminde olacak ve dış ticaret açığı ortaya çıkacaktır (Froyen, 1999: 396, Aktaran; Yapraklı,2010: 143). Hükümet harcamalarının artmasına ile meydana gelen bütçe açığı cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkileyerek "ikiz açık" dediğimiz kavramı ortaya çıkarmaktadır (Parkin, 2000: 848, Aktaran; Yapraklı,2010: 143).

Esnek kur rejiminin, ekonomik açıdan ülkeye sağladığı bazı avantajlar bulunmaktadır. Bu avantajların arasında en önemlisi reel sektörden gelen şoklara ve dışsal şoklara karşı dirençli olmaktadır. Etkin işleyen bir döviz piyasasında kurun tamamen serbest olması ile kur, yeni oluşan durumlara ve şoklara karşı uyum sağlamaktadır.M. Friedman'ın, Mundell ile gerçekleştirdiği bir söyleyişinde(2001); bir ülke ekonomisinde, derin iç politik sorunlarından kaynaklı nedenlerle tek tek her ülkenin uygun iç pazar politikalarına uymalarına güvenilmeyeceğini ve bu sebeple ekonomik değişimin şoklarına karşı esnek döviz kurlarına ihtiyaç duyulduğunu belirtmiştir.

Diğer avantajlardan biri ise kurun dış ticarette değer kaybı yaşanmaması açısından olumlu etki sağlamaktadır. Böylelikle ödemeler dengesi açısından bir problem ortaya çıkmamaktadır. Merkez Bankası'nın kur istikrarı gibibir hedefi olmadığı için daha etkin para politikası yürütme şansı bulunmaktadır. Bu sayede bağımsız politikalar uygulanabilmektedir. Merkez Bankası'nın döviz rezervi biriktirme ihtiyacı daha az olacağından kaynak tasarrufu sağlanmaktadır. MB'nın piyasaya sürekli müdahale etmesine gerek kalmamaktadır.

Esnek kur rejiminin ekonomiye sağladığı avantajları kadar dezavantajları da bulunmaktadır. Kur, serbest olduğu için yabancı ülkelerden kur farkı yoluyla enflasyon ithal edilebilmektedir. "*Serbest kura bağlı olarak hem risk, hem de ekonomideki birimlerin risk algısı artmaktadır. Bu nedenle risk primleri yükselmekte ve hem ticari hem de finansal işlemlerde azalış olabilmektedir*"(İnan, 2002: 38). Kur riskine bağlı olarak açık pozisyonda bulunan şirketler ve bankalar kurun olası bir yükselmesinde büyük ölçüde zarar görebilmektedirler.

Bazı araştırmalara göre enflasyon ve finansal istikrara etkileri bakımından döviz kurunun, para politikası uygulamasında etkin bir rol aldığını göstermektedir. Örneğin, bazı ülkelerdeki para politikası yapıcılarının dalgalı kur rejimi politikası uyguladığında kredibilite problemlerinden ve döviz kurunun finansal istikrar üzerindeki etkileri ile ilgili endişelerinden dolayı "dalgalanma korkusu"nu (fear of floating) ortaya çıkardıklarını Calvin ve Reinhart(2000) çalışmalarında belirtmiştir (Benlialper ve Cömert, 2014: 13).

1.2.2.Merkez Bankalarının Uyguladığı Politika Araçları

Merkez Bankası,piyasaya müdahale edebilmek için bazı politikalar uygulamaktadır. Tam sermaye hareketliliği altında iken esnek döviz kuru sisteminde MB, bu politikalar aracılığıyla para arzını kontrol ederek ekonomik dengeyi ve fiyat istikrarını sağlamayı amaçlamaktadır.Enflasyon hedeflemesi stratejisinde MB, faiz oranlarını temel para politikası aracı olarak kullanmakta ve standart para politikası araçlarını kullanmaktadır(Önder, 2005: 266).

- Açık piyasa işlemleri,
- Reeskont penceresi işlemleri,
- Zorunlu karşılıklar,
- Döviz Müdahaleleri-Alım Satımları.

1.2.2.1.Açık Piyasa İşlemleri(APİ)

Açık piyasa işlemleri, Merkez Bankalarının kısa vadeli faiz oranları ve piyasadaki likiditeyi düzenlemek için uygulamış oldukları bir politika aracı

olmaktadır. MB, piyasadaki para arzını kontrol etmek için bu politika aracını kullanmaktadır. APİ, kısa vadede para arzının kontrolünü kolaylaştırırken, uzun vadede anti enflasyonist politikaya yardımcı olmaktadır. Bu nedenle ekonomik istikrar amacıyla da kullanılabilmektedir.

Açık piyasa işlemleri, özünde bir alım satım faaliyeti olduğundan kullanılan enstrüman değişkeni bir miktar veya fiyat olabilmektedir. Merkez bankası, belirli miktarda menkul kıymet alabilmekte veya satabilmektedir. Böylece bu tutardaki banka rezervlerini elastik olmayan şekilde alabilmekte veya çekebilmektedir. Alternatif olarak, piyasadaki diğer tüccarların belirli bir fiyattan işlem yapmak istedikleri menkul kıymet miktarını satın alabilmekte veya satabilmektedir. Bu durumda piyasanın bu fiyatta tutulacak rezerv miktarını belirlemesine izin verilmektedir(Friedman, 1988:6).

"*Günlük para arzının kontrolü için, TCMB piyasaya banknot çıkarmamakta ve emisyonda bir değişim olmamaktadır. Merkez Bankası, faizlerin aşırı yükseldiği durumlarda, piyasalardaki tahvilleri satın alarak faiz oranlarının yükselmesini engelleyebilmektedir; bu operasyonla piyasaya para sürmüş olmaktadır. Piyasadaki likiditeyi çekmek için de portföyündeki tahvil ve bonoları ihale ile satan MB, bu yöntem ile piyasadaki fazla paranın bir bölümünü çekmektedir"*(Uzunoğlu, a.g.e. :137).

1.2.2.1.1.Açık Piyasa İşlem Türleri

Merkez bankası, her gün piyasadaki likidite durumuna göre aşağıda verilen açık piyasa türlerinin hangisinin uygulanacağına karar vermektedir.

1.2.2.1.1.1.Doğrudan (Kesin) Satım İşlemleri

Merkez bankaları, açık piyasa portföylerindeki kıymetlerini piyasadaki likidite fazlasını çekmek için aracı kurumlara veya bankalara kalıcı olarak satışını gerçekleştirmektedirler. Bu durumun karşısında kuruluşlar ise, sahip

olduklarılikiditeleri merkez bankasına kalıcı olarak devretmektedirler. Bu nedenle sistem, ekonomik bir kriz sırasında banka kredisinin çok hızlı artmasını önlemeye çalışmaktadır.Merkez Bankası, Devlet taahhütlerini satarak ve rezervleri azaltarak bu işlemleri yapmaya çalışmaktadır(Brandt, 1960: 2).

1.2.2.1.1.2.Ters repo (Geri Alım Vaadiyle Satım) İşlemleri

Piyasada geçici likidite fazlası olduğu durumlarda ters repo işlemi, fazla likiditenin çekilmesi amacıyla yapılan bir işlem olmaktadır. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri yapmakla sorumlu kuruluşlar ile işlem tarihinde anlaşmaya vararak işlem valöründe belirlenen fiyattan, gelecekte geri almak taahhüdüyle portföyündeki kıymetleri satmaktadır. İşlem tarihinin valöründe geri alım fiyatı belirlenmiş olmaktadır. Menkul kıymetleri geri satmayı garanti ederek alım işlemi olarak da tanımlanan ters repo işlemi, işlemi yapan kişi veya kuruluştan menkul kıymetler satın alınarak, aynı zamanda da önceden belirlenmiş fiyattan kişi veya kuruluşlara geri satılmaktadır (TCMB Bülten, Haziran 2012; Coşkun: 2012: 62).

1.2.2.1.1.3.Doğrudan (Kesin) Alım İşlemleri

Merkez bankaları, piyasadan ihtiyaç duyduğu likiditeleri kalıcı olarakelde etmek için aracı kurumlardan ve bankalardan menkul kıymet almakta ve buna karşılık olarakkişi veya kuruluşlara likidite sağlamaktadır. Merkez bankaları, doğrudan alım işlemleri kapsamında ikincil piyasa üzerinden aracı kurumlardan veya bankalardan menkul kıymet satın alabilmesine rağmen bağımsız olmaları sebebi ile birincil piyasadan alım yapmamaktadırlar(TCMB Bülten, Haziran 2012).

1.2.2.1.1.4.Repo (Geri Satım Vaadiyle Alım) İşlemleri

Belli bir vade ve işlem şartlarına dayalı olarak nakit veya kıymetin takas edildiği ve bu işlem sonucunda taraflara maddi yönetim fırsatı veren Repo, anlaşma yaparak işlem tarihinde belirlenmiş fiyattan gelecekteki tarihte geri satmayı garanti edip kıymet satın alan bir açık piyasa işlem türü olmaktadır. Alış işleminin valör

tarihinde geri satım fiyatı belirlenmiş olmaktadır. Bu işlemde satım ile birlikte geri alım durumu da söz konusu olup, öncelikle işlemi yapan kişi veya kuruluşa menkul kıymetleri teslim edip akabinde kişi veya kuruluştan nakit almaktadır (TCMB Bülten, Haziran 2012; Coşkun, 2012: 62).

İŞLEM ÇEŞİDİ	HANGİ DURUMDA YAPILIR?	SONUÇTA NE OLUR?
Doğrudan Satım	Piyasada kalıcı likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasadan kalıcı olarak likidite çekilmiş olur.
Ters Repo	Piyasada geçici likidite fazlalığı olması durumunda yapılır.	Piyasadan geçici olarak likidite çekilmiş olur.
Doğrudan Alım	Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanmış olur.
Repo	Piyasada geçici likidite açığı olması durumunda yapılır.	Piyasaya geçici olarak likidite sağlanmış olur.

Tablo 2: APİ'nin Türleri(TCMB Bülten, Haziran 2012)

1.2.2.1.2.Açık Piyasa İşlemlerinde Uygulanan Yöntemler

1.2.2.1.2.1.Kotasyon Yöntemi

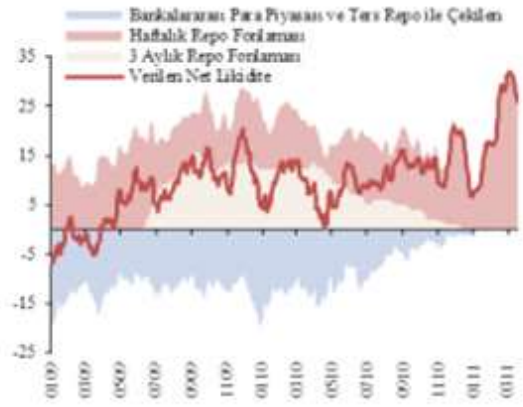
Merkez Bankası, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde alımı ve satımı yapılacak olan DİBS'nin tanımları ve fiyatları, repo ve ters repo işlemlerinde ise vade ve faiz oranlarını belirlemekte ve miktar piyasada oluşmaktadır(Uzunoğlu, a.g.e.: 138).

1.2.2.1.2.2.İhale Yöntemi İle Alım Satım

Bankalar ve aracı kurumlar, repo ve ters repo işlemlerinde faiz oranlarını, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde ise alım ve satım fiyatlarınıbelirlemektedir. Merkez Bankası, repo ve ters repo işlemlerinde işlem vadesini, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde ise kıymet tanımı belirlemektedir.

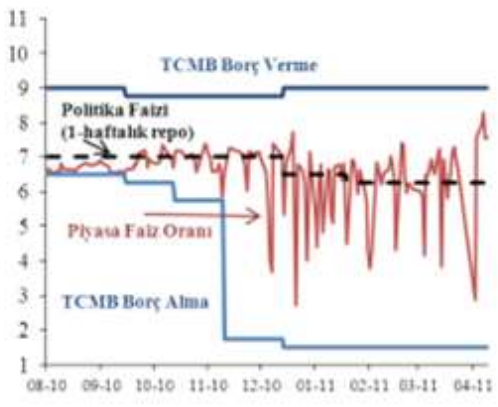
Açık piyasa işlemleri(APİ), özetle piyasada likidite sıkışıklığı veya fazlası olduğu durumlarda Merkez bankalarının likidite sağlayarak ya da var olan likiditenin fazlasını çekerek piyasaya müdahale etmesine yardımcı olan bir politika aracı olmaktadır. Aşağıdaki şekillerde de(Şekil 5 ve Şekil 6) görüldüğü üzere TCMB'nin uygulamış olduğu politika yer almaktadır. TCMB'nin piyasaya sağladığı likiditede artış olmaktadır. TCMB, kısa vadeli likidite fonlarının artmasıyla faiz riski ve likidite kanalı üzerinden bankaların piyasaya kredi sağlamasındaki etkisini artırmak için, kısa vadeli faizler üzerinde esneklik olmasına izin vermektedir. 2010 yılı Kasım ayında TCMB borç verme faizinin keskin bir şekilde düşürülerek faiz koridorunun belirlenmesinin ardından gecelik faizde oynaklık olduğu görülmektedir.

Şekil 5 : Piyasadaki Likidite Gelişmeleri
(milyar TL)



Kaynak: İMKB, TCMB.

Şekil 6 : Gecelik Faiz Oranları
(yüzde)



Kaynak: İMKB, TCMB.

1.2.2.2.Reeskont Politikası

Para-menkul kıymet piyasalarının gelişmediği 1980'ler öncesinde Merkez Bankalarının en önemli dolaylı politika araçlarından biri olarak kullanılan reeskont işlemleri uygulaması, finansal sistem için son ödünç verme kaynağı fonksiyonunu yerine getirmektedir. Bu uygulama kapsamında bankalar; ihtiyaçları olan likiditeyi, Merkez Bankaları tarafından belirlenen genelde kısa vadeli senetleri yine Merkez Bankası tarafından belirlenen bir faiz oranından iskonto ettirerek elde etmektedirler. Bankalar; ellerindeki ticari senetleri, rezerv ihtiyaçlarını karşılayabilmek için vadeleri dolmadan Merkez Bankalarına kırdırarak likidite sağlayabilmektedirler. Merkez Bankaları, reeskont politikası uygulaması ile bankalar aracılığıyla reel sektör firmalarına da kredi kullandırması mümkün olmaktadır. Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır(Alexander vd.,1995:15).

1. Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek,

2. Para ve kredi koşullarını kontrol etmek,

3. Selektif kredi politikalarını etkilemek.

MB, reeskont politikası ile finansal açıdan zor durumda olan bankalara yardım etmektedirler. Bu yardım ucuz ve limitsiz ise, finansal kuruluşlar bu yardımı piyasa fonlarına tercih edebilmektedirler. Bu durumda parasal bir genişleme söz konusu olmakta ve tasarrufların etkin olmayan bir şekilde dağılmasına neden olmaktadır. Ancak MB'nın bu yardımı pahalı ve sınırlı ise, ekonomik dengenin ve finansal istikrarın korunması güç durumda olabilmektedir.Aynı zamanda Merkez bankaları reeskont oranlarını değiştirerek piyasadaki para arzını azaltabilmekte ya da artırabilmektedirler. Bankaların bu kaynaktan ödünç alma isteklerini teşvik etmek veya caydırmak reeskont oranlarına bağlı olmaktadır. Merkez bankaları, bu yöntem ile ticari bankalara verilecek kredileri tahsis edebilmektedirler. Böylece direkt olarak kontrol edilebilen reeskont hacmi ile para ve kredi hacmi üzerinden Merkez Bankalarının sıkı bir kontrol imkanı bulunmaktadır(Önder, 2005:81).

Mevcut kredinin bankalar arasında tahsis edilebilmesi için Merkez bankalarının bu krediyi selektif biçimde verebiliyor olması gerekmektedir. Selektif kredi politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için kredi miktarının önceden belirlenmiş olması gerekmektedir. Eğer kredi miktarı önceden tam olarak belirlenmez ise bu durum parasal kontrolün zorlaşmasına neden olabilmektedir.

Reeskont kredileri, bankaların likidite açığı verdiği durumlarda Merkez bankalarından bu açığı kapatmak için belli bir iskonto karşılığında kredi temin edebildiği bir para politikası aracıdır. Merkez bankalarının uygulamış olduğu iki tür reeskont politikası olabilmektedir(Önder, a.g.m. :82);

- Merkez bankaları, reeskont politikası uygulamasında bankaların en son likidite kaynağı olabilmektedir. Reeskont oranları, piyasadaki faiz oranlarından daha yüksek olduğu durumlarda bankalar son çare olarak bu politika üzerinden likidite sağlamayı tercih etmektedirler. Böylelikle yasal sistem tarafından bankaların kredi faizleri belirlenmekte ve mevduat faizleri tarafından da kredi faizleri belirlenmektedir.

- Reeskont oranı, piyasadaki kredi faiz oranının altında ise Merkez bankaları, ticari bankaların ilk likidite temin etmek istediği kaynak durumunda olmaktadır. Bu durumda bankalar ellerinde bulundurdukları borç senetlerini ya da bonoları Merkez bankalarına kırdırtarak nakde çevirebilmektedirler. Ancak Merkez bankası borçlanmanın maliyetini artırmak için reeskont oranında bir artış yapabilmektedir. Böylece bankalar bu artan maliyeti, kredi verdiği müşterilerine de kredi faiz oranında bir artış sağlayarak yansıtabilmektedir. Yani Merkez bankaları reeskont oranında uygulayacağı bir artış ya da azalış ile para talebini kontrol edebilmektedirler.

1.2.2.3.Zorunlu Karşılıklar(ZKO)

Merkez bankalarının, dolaşımdaki parayı kontrol etmek için kullandıkları diğer politika araçlarından biri zorunlu karşılık oranlarıdır.Bankalar ve diğer malî kurumların zorunlu karşılık uygulaması ile kredi olarak kullandırabilecekleri parasal genişlemeyi ortaya çıkaran sorumluluklarının(sadece mevduat veya mevduat yanında

ihraç edilen menkul kıymetler, yurt dışı borçlanma vb diğer kaynaklar) belli bir oranında ve genellikle merkez bankası bünyesindeki hesaplarda nakit ve faizsiz değerlere sahip olunmasını göz önünde bulundurmaktadır (Yavuzarslan, 2011: 61).

Zorunlu karşılık oranları, bankaların mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belli bir oranı kadar tutarı veya finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belli bir oranı merkez bankası nezdinde bloke olarak tutması zorunluluğu olarak uygulanmaktadır(Önder, a.g.m.: 86). Merkez bankaları tarafından yaygın kullanılan zorunlu karşılık oranları değiştirilerek bankaların ödünç verebileceği fon veya kredi miktarlarını doğrudan etkileyen bir para politikası aracı olmaktadır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarında bir artış veya azalış yaptırımı uyguladığında, bankaların piyasaya kredi ve fon verme imkanları daraltmakta veya artırmaktadır. Bu durumda merkez bankaları zorunlu karşılık oranları ile piyasadaki likiditeyi kontrol altında tutmaktadırlar.

Merkez bankasının zorunlu karşılık oranını sistemde vadeli ya da vadesiz olarak bir farklılaştırılma yapılmadan %10 olarak belirlemiş olduğunu varsayar isek, A bankası 10 TL'yi merkez bankasına yatırmak zorunda kalmaktadır. Bankalar, mevduat hesabında kalan 90 TL ilekredi verebilecekler ve yeni bir vadesiz mevduat yaratabileceklerdir.

$$ZKO = \frac{\text{Zorunlu Karşılıklar (R)}}{\text{Mevduat (D)}}$$

Aşağıdaki tabloda(Tablo 3) yukarıda anlatılmış olan işleyişin özet bilançosu bulunmaktadır:

Varlıklar		Yükümlülükler	
Zorunlu Karşılıklar	10TL	Mevduat	100TL
Krediler	90TL		
Toplam	100TL	Toplam	100TL

Tablo 3 : A bankasının özet bilançosu

A bankası 90 TL'yi nakit ihtiyacı olan kişilere verdiğinde 90 TL'lik bir vadesiz mevduat yaratmış olmaktadır. Bu kişiler, 90 TL tutarında mal ve hizmet satın aldıklarında bu miktar el değiştirmiş olmaktadır. 90 TL'yi ellerine geçiren mal ve hizmet satıcılarının da başka bir banka olan B bankasına bu parayı yatırdığını varsayar isek B bankasının mevduat hesaplarında 90 TL'lik bir artış meydana gelmektedir. Merkez bankası tarafından belirlenen zorunlu karşılık oranını(%10), merkez bankası hesaplarında tutmak zorunda olan B bankası 90 TL'nin yüzde 10'unu düşülerek tekrardan mevduat yaratabilmektedir. Bu durumda B bankası elindeki 90 TL'lik mevduatın yüzde 10'nu yani 9 TL'yi merkez bankası nezdinde karşılık olarak tutarak geri kalan 81 TL ile kredi kullandırabilecektir.Bu durumun sonsuza kadar sürdüğü varsayıldığında ise, başlangıçta sisteme giren tutarın 1/ZKO katı kadar para yaratılmış olmakta ve söz konusu oran ise "mevduat çarpanı" olarak isimlendirilmektedir(Yavuzarslan, a.g.m. : 63).

$$\text{Sistemde Yaratılan Para Miktarı} = D \times \frac{1}{ZKO}$$

$$\text{Sistemde Yaratılan Para Miktarı} = 100TL \times \frac{1}{0,1} = 1000TL$$

Bu durumda başlangıçta 100 TL ile açılan mevduat hesabının, merkez bankasının yüzde 10 zorunlu karşılık uygulaması ile bankaların 1000 TL kredi kullandırabilmesi mümkün olmaktadır. Merkez bankaları bu sistem ile zorunlu karşılık oranlarını uygulayarak kredi verilebilir fon miktarını kontrol edebilmektedir. Yani makro açıdan düşünür isek para arzını kontrol edebilmektedirler. Örneğin, Merkez bankası çeşitli değerlendirmeler sonucu piyasadaki kalıcı likidite fazlalığı durumunu saptamışsa ve bu kalıcı likiditeyi çekmek istiyorsa, zorunlu karşılık oranını artırarak piyasaya müdahale edebilmektedir. Yukarıdaki örnekte ZKO'nun yüzde 10'dan yüzde 20'ye artırılması sonucunda bankaların kredi verilebilir fonları 1000 TL'den 500 TL'ye düşmektedir. Bankanın kredi hacmi azalarak bu durumun kredi faiz oranlarına yansıması ile kredi talebi de etkilenmiş olmaktadır. Bu durumun tam tersi bir durum gerçekleştiğinde yani piyasada eksik likidite durumu saptandığında merkez bankası ZKO'yu düşürerek bankaların kredi verilebilir fonlarını artırmaktadır. Böylelikle, sistemde aşırı kredi genişlemesi veya daralması durumu söz konusu olduğunda zorunlu karşılık oranı kullanılarak hem fiyat hem de finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir katkıda bulunmaktadır.

1.2.2.4. Döviz Müdahaleleri – Alım ve Satımları

Esnek kur sistemi politikasının uygulanmadığı ülkelerde Merkez bankaları, kur politikalarını döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirmektedirler. Merkez bankalarının döviz alış ve satışları ile kur üzerindeki etkilerinin yanı sıra piyasadaki likiditeyi de kontrol edebilmektedirler. Piyasada likidite fazlası olduğu durumlarda Merkez Bankaları döviz ve efektif sattığında karşılığında piyasadan yerli parayı çekeceği için likiditeyi azaltmış olmaktadır. Likidite eksikliği durumunda da piyasadan döviz ve efektif satın alacağı için piyasaya yerli para sürebilmektedir. Bu şekilde merkez bankaları piyasadaki likidite durumuna müdahale edebilmektedirler. Ancak merkez bankaları, döviz ile efektif alım ve satımlarını, piyasadaki likiditeyi kontrol etmek amaçlı kullanmamaktadırlar. Bu sebeple, likidite üzerindeki etkilerine rağmen çoğu zaman döviz ile efektif alım ve satımları, standart para politikası araçları içerisinde sayılmamaktadır(Önder, a.g.m.: 80).

Döviz müdahalelerinin kur rejimi uygulamasında, özellikle esnek kur rejiminde merkez bankalarının döviz kontrolü için bu uygulamayı bir politika aracı olarak kullanmasının gerekliliği tartışma konusu olmaktadır. Sabit kur rejiminde, döviz müdahalelerinin zorunlu bir politika aracı olmasına ancak esnek kur rejiminde ise, merkez bankalarının döviz miktarının seviyesini korumak için döviz alım-satımı yapmak zorunda kalmamasına rağmen neden dövize müdahale ettiklerinin sorgulanması gerektiği düşünülmektedir(Gersl, 2004: 99).

Merkez bankaları için döviz müdahaleleri tartışmalı bir politika seçeneği olmaktadır. Bazı görüşler, döviz müdahalelerinin kuru etkilemede başarısız olmasının yanında aynı zamanda döviz kuru oynaklığını da artırdığı yönünde olmaktadır. Diğer görüşler ise,döviz müdahalelerin kur seviyesini etkilemesinin yanı sıra döviz kuru oynaklığını azaltarak piyasayı düzenlediği yönünde olmaktadır(Dominguez, 1998: 162).

Merkez bankası, sterilizasyon politikasında, sermaye girişlerinin neden olduğu parasal genişlemeyi yeniden absorbe etmek için yurt içinde halka açık tahvil satışı yapmaktadır. Sermaye girişi ile birlikte sterilizasyon,merkez bankasını varlık olarak daha fazla uluslararası rezerv ve yerel devlet tahvilleriyle borçlu olarak göstermektedir. Bu durumda merkez bankası,uluslararası rezervler için tahvil satışı yapmaktadır(Caballero ve Krishnamurthy, 2000:17).

Sterilize edilemeyen durumlarda parasal taban farklılaşarak sırayla genişletilmiş para arzını ve faiz oranlarını etkilemekte olup değiştirmektedir. Sermaye giriş çıkışlarını ve döviz kurlarını bu gibi değişimler büyük ölçekte etkilemektedir (Balaylar, 2011 :24).

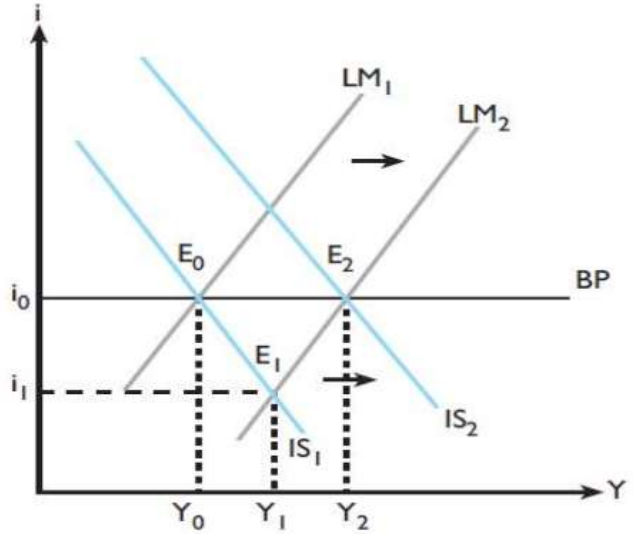
. 1.2.2.5. Geleneksel Olmayan Politika Araçları

2008 Küresel Finansal kriz sonrasında Merkez Bankaları, temel amacı olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da gözetilmesi gerektiği anlayışına sahip olmuşlardır. Bu durum yapılan akademik çalışmalarda da desteklenmektedir. Smaghi (2009) çalışmasında, normal olmayan dönemlerde geleneksel para politikalarının yeterli olmadığını belirtmiştir. Yaşanan koşullarda geleneksel politikalarla faiz oranlarını daha fazla düşürmek mümkün olmamakla birlikte farklı araçlara gereksinimi artırmıştır (Vural, 2013: 21). Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte, merkez bankaları politika faizlerinde sıfır alt bandıyla karşılaşmış (Tunalı, Yalçınkaya, 2016: 61) ve miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık oranı uygulaması, faiz koridoru politikası gibi geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmuşlardır. Gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin neden olduğu istikrarsızlığı gidermek için faiz koridoru, zorunlu karşılıklar gibi araçlarla faiz oranlarını düşürmeye çalışmaktadırlar. Gelişmiş ülkeler ise daha çok deflasyonla mücadele için miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü gibi araçlara başvurmuşlar.

1.2.3.Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Para Politikası

Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin sınırsız yani tam olduğu noktada iç faiz oranında ufak çaplı bir değişimin sermaye hareketlerini büyük oranda etkilediği esnek kur sisteminde, sermayenin faiz karşısında duyarlılığı oldukça fazla olmaktadır. Para arzındaki bir genişleme sonucunda ülkeden büyük sermaye çıkışları olmakta ve ulusal para değer kaybetmektedir. Ulusal paranın değer kaybına uğraması ile birlikte ülkenin net ihracatında bir artış meydana gelmekte ve böylelikle ulusal gelirde artış olmaktadır. Esnek kur sisteminde, merkez bankasının döviz piyasalarına müdahalede bulunmaması sebebiyle dış dengesizlik ve ulusal para arzında bir ilişki bulunamamaktadır. Ancak para arzı merkez bankası tarafından uygulanan politika araçları ile birlikte bağımsız olarak belirlenebilmektedir(Seyidoğlu, a.g.e.:828,834).

Aşağıdaki Şekil 7'de tam sermaye hareketlerinde esnek döviz kuru sistemininpiyasa işleyişi gösterilmiştir:



Şekil 7: Esnek Döviz Kuru ve Tam Sermaye

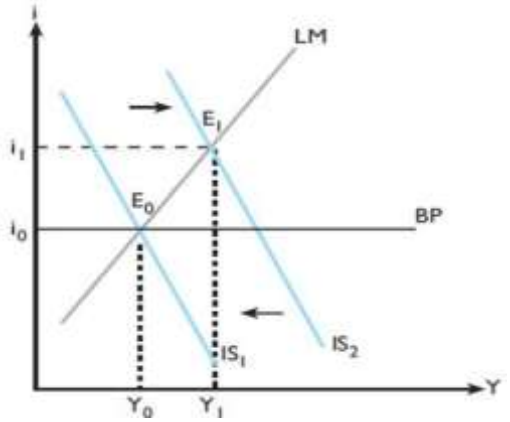
Hareketliliği Altında Para Politikası

Dışa açık bir ekonomide başlangıçta iç ve dış dengenin E_0 noktasında sağlanmış olduğu ve merkez bankasının genişletici bir para politikası uyguladığı varsayılmaktadır.Genişletici para politikasının etkisi ile LM eğrisi sağa kaymakta ve bu durum ekonomideki para arzının arttığını göstermektedir. Para arzındaki genişleme, yurtiçi faiz oranlarını düşürerek ülkeye giren yabancı sermayelerin azalmasına ve çıkışına neden olmaktadır. Bu durum karşısında ulusal paranın değerinin azalmasıyla ülkedeki mal ve hizmetlerin piyasa değeri diğer ülkelere cazip gelmekte ve talebi arttırmaktadır(Oktar ve Dalyancı, 2011:4). Böylelikle ülkedeki ihracat oranında artış ithalat oranında ise azalış meydana gelmektedir. Net ihracatın artması ile milli gelir seviyesinde de bir artış olmaktadır ve bu durumda cari denge fazla vermektedir.Ülkedeki mal ve hizmetlere olan talebin artması ile Şekil 7'de IS eğrisi sağa kaymakta ve yeni denge E_2 noktasında meydana gelmektedir. Bu noktada mal ve para piyasası(IS-LM) ile dış dengenin eş anlı olarak sağlandığı görülmektedir. Yani para politikası, tam sermaye hareketlerinde ve esnek kur sisteminde etkin bir rol oynamaktadır.

Esnek döviz kuru sisteminde merkez bankası, özerk alımları ve döviz satışlarını engellemek zorunda olmasa da, belirli bir döviz kurunu düzeltmek için müdahale etmemektedir.Açık piyasa alımının yurt içi menkul kıymet alımlarının etkisini esnek bir döviz kuru sistemi altında düşündüğümüzde bu durum, banka rezervlerinde bir artışa, çoklu para ve kredi genişlemesine ve faiz oranında düşüşe neden olmaktadır. Ancak faiz oranının sermaye çıkışından düşmesi engellenmekte, bu da ödemeler dengesinde açığa ve döviz kurunun değer kaybetmesine neden olmaktadır. Buna karşılık, döviz kurundaki değer düşüklüğü (normal olarak) ticaret dengesini iyileştirmekte ve çarpan süreci ile gelir ve istihdamı teşvik etmektedir. Piyasa toplumu, bankacılık sisteminin yarattığı artan para stokunu elinde bulundurdukça milli geliryükselmekte ve yeni bir denge oluşmaktadır.Yeni dengede, özel tasarruf ve vergiler, gelirdeki artışın bir sonucu olarak artmış olmakta ve bu, hem net özel borç verme hem de devlet borcunun geri ödenmesi anlamına gelmektedir. Ardından, sermaye piyasasında denge, net özel borç vermenin toplamı ile borçların geri ödenmesi arasındaki eşitlik ve ödemeler hesabı dengesinin gerekliliği ile birlikte, ticaret fazlası dengesi anlamına gelen sermaye ihracatının oranı arasında bir eşitlik gerektirmektedir. Dolayısıyla para politikası, faiz oranını değiştirdiği için değil, sermaye çıkışı sağladığı, döviz kurunu düşürdüğü ve ihracat fazlası verdiği için gelir ve istihdam düzeyi üzerinde güçlü bir etkiye sahip olmaktadır(Mundell, 1963:478).

1.2.4.Esnek Kur ve Tam Sermaye Hareketliliği Altında Maliye Politikası

Ekonominin, tam sermaye hareketliliği altında iken esnek döviz kuru sisteminde para politikalarının uygulanması sonucunda olumlu yönde etkilendiği gözlemlenmiştir. Ancak piyasa serbest bir durumda iken, yaşanan ekonomik dalgalanmalar ve krizler sonucunda devletin, ekonomiye müdahalesinin gerekliliği ile bazı maliye politikaları uygulanmaktadır. Kamu harcamalarının arttırılması veya azaltılması ya da vergi oranlarının yükseltilmesi veya düşürülmesi gibi uygulanan maliye politikaların sonucunda piyasaya ne gibi etkileri olduğu Şekil 8'de gözlemlenilmektedir.



Şekil 8: Esnek Döviz Kuru ve Tam Sermaye

Hareketliliği Altında Maliye Politikası

Ekonomide iç ve dış dengenin E_0 noktasında denk olduğu kabul edilmektedir. Devlet borçlanması ile finanse edilen kamu harcamalarında bir artış olduğu varsayıldığında artan kamu harcamaları ile milli gelir düzeyinde bir artış meydana gelmekte aynı zamanda da mal ve hizmet alımında aşırı bir talep yaratmaktadır. Devletin genişletici maliye politikası uygulamasıyla Şekil 8'de IS eğrisi sağa doğru bir yönelim göstermektedir. Ancak E_1 noktası sadece iç dengenin sağlandığı, dış dengenin ise bozulduğu durumunu göstermektedir. E_1 noktasında faiz oranı i_0'dan i_1'e yükselmektedir. Faiz oranının artması ile ülkeye sermaye girişi artmakta ve dış fazla oluşmaktadır. Artan sermaye ile birlikte esnek döviz kuru sisteminde döviz girişinin artmasıyla kur değerlenerek ulusal para değer kazanmaktadır. Ulusal paranın değerlenmesi sonucu diğer ülkelere ihracat döviz cinsinden pahalı geldiğinden ülkedeki ihracat oranı azalmaktadır. Artan milli gelir ile ithalata eğilim artmakta ve ithalat oranında bir artış meydana gelmektedir. Bu durum cari dengede açık olmasına neden olmaktadır.

Döviz kurunun değer kazanması üzerindeki olumsuz etki, kamu harcamalarındaki artışın gelir üzerindeki olumlu çarpan etkisini tam olarak telafi etmek zorundakalmaktadır. Para arzı veya faiz oranları değişmediği sürece gelir değişememektedir.Merkez Bankası eyleminin yokluğunda para arzı sabit olduğundan vegelir,dünyadaki faiz oranları seviyesine sabitlendiğinden gelir sabit kalmaktadır.Gelir sabit olduğu için tasarruf ve vergiler değişmemekte yani mal piyasasının dengede olması şartı nedeniyle devlet harcamalarındaki değişimin ithalat fazlası ile aynı olduğu anlamına gelmektedir. Buna karşılık, esnek döviz kurunda ödemeler hesabı dengesi, ithalat fazlası ile eşit sermaye girişi anlamına gelmektedir.

Dolayısıyla, hem sermaye hem de mal piyasası dengeleri, kamu borcundaki artış oranı ile sermaye ithalatı arasındaki ve bütçe açığı ile ithalat fazlası arasındaki eşitlikle sağlanmaktadır. Maliye politikası, böylece tamamen döviz kurunun dalgalanmasına izin vermekte ve para arzı sabit tutulduğunda yurt içi dengeleyici olarak etki etmektedir. Para politikasının yerli dengeleyici olarak önemini sermaye akımları ve döviz kuru üzerindeki etkisinden aldığı gibi, maliye politikası da bu aynı düşüncelerden etkilenmesinde hüsrana uğramaktadır(Mundell, a.g.m.:478).

Maliye politikaları, mali durumun uzun vadede mali sürdürülebilirliğin olamayacağıkabul edilerek, piyasanın durgunluğu sırasında mali rahatlama için normal zamanlarda politikaların yeterince güçlü olması koşuluyla konjonktürel bir rol oynayabilmektedir(Fischer,2001:15).

1.3. TCMB Ödemeler Dengesinde Sermaye Hesabının Serbestleştirilmesine Yönelik Uygulamalar

1980'li yıllardan itibaren dünyada ve Türkiye'de, IMF'nin de sermaye piyasalarının serbestleşmesini desteklemesi ile birlikte finansal liberalizasyona yönelik politikalar uygulanmaya başlanmıştır(Rodrik, 2011:80). Finansal liberalizasyon, hükümetlerin gelişmiş ülkelerdeki sermayeyi kendi ülkelerine çekmek için, yine kendi ülkesinde uygulamış olduğu finansal kısıtlamaları ve engellemeleri kaldırarak ya da önemli bir ölçüde azaltarak, ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılmasını ifade etmektedir(Duman, 2004:41). Finansal serbestleşme ile birlikte finans piyasalarını ayıran sınırlar ortadan kalkmakta ve bu sayede tasarruflar, verimliliğin düşük olduğu yerden, yüksek olduğu yere yönelerek temelde ekonomik büyümeyi destekleyebilmektedir(Savrul vd., 2013:227).

Milletlerin Zenginliği kitabında yer aldığı üzere piyasanın doğal özgürlük ilkesi ile serbest olarak bırakılması ulusal zenginliği arttırmaktaydı. İş bölümü, paranın gelişimi, tasarruf ve sermaye birikimi, dış ticaret gibi olgular bireysel dürtüler ve verimlilik artışı ile desteklenerek doğa yasasına göre işleyen "görünmez el" sayesinde toplumsal yapıda düzen ve zenginleşme sağlamaktadır(Smith, 2009:xiv). Liberalizmin en önemli savunucularından biri olan Smith, görünmez el prensibi ile piyasaların dışarıdan herhangi bir müdahale edilmeden serbest bırakılarak, piyasaların toplum ve ülke açısından olumlu sonuçlar doğuracağına inanmaktaydı.

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile finansal piyasalardaki gelişmeler açısından bir dönüm noktası yaşamıştır. 24 Ocak 1980'de kabul edilen istikrar programı ile birlikte Türkiye, ilk defa finansal liberalizasyon sürecine katılmıştır.1980 yılına kadar Türkiye'de ithal ikame modeli uygulanırken, bu karar ile birlikte ihracata yönelik sanayileşme modeli uygulamaya konulmuştur(Umut, 2016:164).

Her ne kadar finansal serbestleşmenin temelleri 24 Ocak 1980 kararları ile atılmış olsa da asıl liberalizasyon uygulamaları, 11 Ağustos 1989 yılından itibaren döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile başlamıştır.32 sayılı karar ile Türkiye'deki yerleşikler, 3 bin USD veya eşiti kadar bir miktarı bankalar ve finans kuruluşlarından satın alabilmekte ve bu dövizi banka hesaplarında tasarruf edebilmekte veya efektif olarak kullanabilmekteydiler. Aynı zamanda yurtdışındaki yerleşikler Borsa'da kote edilmiş Türk menkul kıymetlerini bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile satın alabilmekteydiler(Uzunoğlu, 2016:32).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para olarak bilinen sermaye akımlarının giriş çıkışları serbest bırakılarak, TCMB ödemeler dengesi hesabında tam serbestlik kazanmıştır. Sıcak para, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere ani tepkiler verebilen sermaye akımları olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle sıcak paranın miktarından ziyade, ani hareketi önem arz etmektedir. Türkiye için sıcak para akımları; TCMB'den alınan portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ile net hata ve noksan kalemleri olarak ifade edilmektedir(Erden ve Çağatay, 2011:56).

Sermaye hesabının serbestleşmesi ile birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler ekonomik anlamda birçok risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bu riskleri ortadan kaldırmak veya azaltmak adına hükümetler ve merkez bankaları bir dizi uygulamalarla gerekli önlemleri almaya çalışmaktadırlar. TCMB'nin asıl amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulamaların, makroekonomik istikrarın sağlanmasındaki uygulamaların ve özellikle 2008 krizinden sonra dünyaca anlaşılmış olan finansal istikrarın da sağlanmasına yönelik uygulamaların gerekliliği üzerine birtakım çalışmalar yapılmıştır. Bu uygulamalar ile birlikte mümkün olduğu kadar ekonomik krizlerden korunmaya ve ülkede ulusal ve uluslararası olarak genel bir istikrar sağlanmaya çalışılmaktadır.

1.3.1.Makroekonomik İstikrarı Sağlamaya Yönelik Önlemler

Finansal liberalizasyonun, piyasa yapıcı ve ekonomistler tarafından ekonomiye olumlu veya olumsuz etkileri olduğuna yönelik tartışmalar, günümüzde hala devam etmektedir. Sermaye akımlarının serbestleşmesi ile ülke ekonomisinin büyümesine olumlu katkıların sağlanacağı düşüncesi, bazı koşulların sağlanamamasından dolayı özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler sonucunda, olumsuz etkilerinin de olduğu anlaşılmıştır.

Neoklasik yaklaşımını benimseyenler, finansal serbestleşmenin ekonomiye olumlu katkıları olduğunu savunmaktadırlar.Finansal liberalizasyon ile faiz oranları yukarı doğru hareket edeceğinden bireyler tasarruf yapma eğiliminde bulunmakta ve bu tasarruflarla daha kolay yatırımlar yapabilmektedirler. Ayriyeten artan faiz oranları sebebi ile yabancı yatırımlar ülkeye giriş yaparak ödemeler dengesinin sermaye hesabında açıklık durumu söz konusu ise bu açık kapanabilmektedir(Şimşek, 2007:16).

Neoklasik teori bakımından sermaye hareketleri, finansal liberalizasyonun olduğu bir ekonomide kaynak kullanımını genişleterek, tasarrufları ve üretime odaklı yatırımları arttırıp, uzun dönemde yatırımların ve ekonomik büyümenin yükseldiği durumunu ileri sürmektedir. Bu çerçevede faiz oranları ülkeler açısından eşitlenmekte ve rekabetin artması ile finansal piyasalarda verimlilik artmaktadır. Böylelikle yatırımcılar ve tasarruf sahipleri için daha iyi olanaklar sağlanılmış olmakta ve hükümetlerin piyasalara uyguladıkları doğru politikalar ile ekonomilerini daha istikrarlı ve disiplinli bir hale getirebilecekleri görüşünü benimsenmekteydi (İnsel ve Sungur, 2003:4).

Akyüz ve Cornford(1999), finansal piyasaların serbest olması ile ilgili çalışmalarında büyük çaplı sermaye akımlarının toplam talepte aşırı büyüme, reel döviz kurunda değerlenme, hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskılar ve artan cari işlemler açığının makroekonomik istikrara bir katkıda bulunmadığını, aksine istikrarsızlığa neden olarak finansal krizlere yol açtığını ifade etmiştirler.

Döviz kuru rejimleri ile sermaye girişleri arasında bir etkileşim olduğu görüşünde olan ekonomistler, uygulanan döviz kuru rejimine bağlı olarak sermaye girişlerinin olumlu veya olumsuz yönde etkileri olduğunu ifade etmektedirler. Sabit döviz kuru rejimi uygulaması ile gelişmekte olan ülkelerin rekabet gücünü kaybetmesi, reel döviz kuru değerlenmesi, likidite artışı ve dış açık gibi sorunlarla karşı karşıya olduğu yaşanan ekonomik sorunlar ile ortaya çıkmıştır. Sabit döviz kuru rejiminde, merkez bankasında uluslararası rezerv birikimi ve para arzındaki artışla para piyasası dengesi sağlanmaktadır ancak sermaye girişlerindeki artışın ardından parasal genişlemenin derecesi, girişlerin sterilize edildiği veya nominal döviz kurunun değer kazanmasına izin verildiği ölçüde daha küçük olmaktadır. (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1996:132). Ancakbir ülke ekonomisi finansal serbestleşme ile birlikte bağımsız para politikası uygulamaktaysa "imkansız üçlü" hipotezine göre, bu ülkede sabit döviz kuru uygulaması, opsiyonlarının birbirleriyle çatışmasından dolayı mümkün olmamaktadır.

Finansal liberalizasyon ile birlikte makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi için kamu açıklarının makul bir düzeyde olması gerekmekte ve bu açıkların enflasyonist olmaması gerekmektedir. Etkin bir para politikası uygulaması için, merkez bankalarının bağımsız olmaları ve döviz kurlarına müdahale olmaması gerekmektedir. Yani esnek döviz kuru rejimi uygulanarak kurların piyasa koşullarında belirlenmesi sağlanmalıdır(Keskin, 2008: 61).

Gelişmekte olan ülkelere 1990 yılından sonra sermaye akımlarının hızlanması sonucunda, makroekonomik istikrarın etkilenmesinin sebepleri iki farklı görüş açısından değerlendirilmiştir. Ekonomistler ve politika yapıcılar ilk görüş için, sermaye akımlarının genellikle yurtiçindeki değişkenlerin farklılaşması sonucunda değişmesi ve bu sebeple yurtiçinde uygulanan politikaların iyileştirilmesi gerektiğini(Wall Street Görüşü) ifade etmektedirler. İkinci görüş için ise, sermaye akımlarının yurtiçindeki etkenlerle birlikte yurtdışında gerçekleşen etkenler sonucunda büyük ölçüde etkilendiği ve akımların yurtiçi makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkileyebileceğini ve bu sebeple otoritelerin, sermaye hareketlerinin yurtiçi makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin azaltılacağı şekilde politikalar uygulaması gerektiğini(Neoyapısal Görüş) ifade etmektedir(Babaoğlu, 2005:1).

1.3.1.1. Wall Street Görüşü

Wall Street paradigması, sermaye akımlarının büyük ölçüde iyi huylu olduğu ve gözlemlenebilecek herhangi bir durumun yalnızca ithalatçı ülkelerdeki zayıf iç politikalara bağlı olduğu sonucuna varmaktadır. Sermaye akımları, bir değişikliğin geçiş belirtileri olabilmektedir. Büyük sermayeakımları, hem ulusal hem de yabancı varlık sahipleri tarafından tutulan ulusal varlık stoklarındaki bir değişimin geçici olarak ortaya çıkması olabilmektedir. Büyük sermaye akımları için tamamlayıcı bir açıklama, iç faiz oranlarının riske uyarlanmış uluslararası oranların üzerinde olması nedeniyle devam etmeleridir. Bu, para politikasının çok sıkı olduğu veya mali durgunluğun çok gevşek olduğu durumlarda gerçekleşebilmektedir(Agosin, 2006:7).

Minsky (1977), finansal kurumları ve finansal firmaları, Wall Street paradigması bağlamında, sermaye varlıkları ve yatırımlar için diğer kaynakları sağladıkları birimler olarak tanımlamaktadır. Ekonomide "Wall Street" davranışı yatırımın hızı ve yönünün belirleyicisi olmaktadır.Minsky, "Wall Street" paradigmasının, ekonomiyle ilgili teoriler için, konvansiyonel teorinin takas paradigmasından daha iyi bir başlangıç noktası olduğunu belirtmektedir(Özdemir, 2017:137).

Minsky, Keynes'in "Genel Teori" adlı eserinde, Wall Street paradigmasını benimsediğini belirtmiştir. Ekonomi, bir Wall Street yatırım bankasının yönetim kurulu ofisinden görülmekte ve karmaşık finansal kurumlarla parasal bir ekonomi içerisinde olduğu varsayılmaktadır. Böyle bir ekonomide para, alım satımın gerçekleşmesi için gereksiz isteklerin çifte çakışmalarını sağlayan genelleştirilmiş bir araç değil, kişi sınıflarındaki pozisyonların finanse edilmesiyle ortaya çıkan özel bir tahvil türü olarak düşünülmektedir(Minsky, 1977:21).

Wall Street görüşüne sahip GOÜ, sermaye akımlarının yurtiçindeki değişkenlerin farklılaşması ile değişmesi sonucunda yurtiçinde uygulanan politikalarıgeliştirmek veya iyileştirmek ile yükümlü olmaktadırlar. Bu durumda sermaye akımlarında herhangi bir değişiklik olduğu durumlarda gelişmekte olan ülke otoriteleri ulusal anlamda uyguladıkları politikaları incelemekte ve bu politikaların değişmesi ya da iyileştirilmesi için gereken yaptırımları uygulamaktadırlar.

1.3.1.2. Neoyapısal Görüş

Neoyapısal paradigması, gelişmekte olan ülkelerde (özellikle finansal sektörde) tamamlanmamış piyasaların varlığını, dengeye doğru yavaş ve tamamlanmamış bir düzenlemeyi ve parasal değişkenlerdeki (özellikle nominal döviz kuru) değişimler için uzun süren gerçek etkileri vurgulamaktadır.Neoyapısal paradigması, sermaye akışının istikrarsızlaştırıcı olabileceğini ve bu nedenle finansal sektörlerini uluslararası sermaye piyasalarına entegre etmeye başlayan gelişmekte olan ülkelerin bunu dikkatle yapması gerektiğini vurgulamaktadır(Agosin, a.g.m.:7).

Neoyapısal görüşe göre sermaye hareketlerinin, makroekonomik istikrarı bozacak etkilerden kaçınmak için düzenlenmesi gerekmektedir. Sermaye akımlarının kullanımları, ticari açıdan dalgalanmaları telafi etmeye ve iç tasarrufları tamamlamaya yönelik olmaktadır. Teknolojik girdileri ve dış pazarlara erişimi teşvik etmek amacıyla yabancı yatırımlar seçici olarak kabul edilmektedir(Ffrench-Davis, 1988:42).

Neoyapısal paradigmayı savunanlar ise, bir ekonominin işleyiş mekanizmasını; eksikpiyasalar (özellikle finans sektöründe), yavaş ve eksik dengeye ulaşımmekanizması ve parasal değişkenlerin geciktirilmiş reel etkilerine (özelliklenominal döviz kuru) göreifade etmektedirler(Babaoğlu, a.g.e.:33).

1.3.2. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Önlemler

Bir ekonomide para otoritesi olarak görev yapan merkez bankası, temel amacı doğrultusunda fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadır. Merkez bankası, politika araçları ile birlikte fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulamalarda bulunmaktadır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi temel politikaları oluşturmaktadır.

1.3.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi uygulama tarihi bakımından geçmiş yıllara dayanan bir para politikası olmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi, sabit döviz kuru uygulaması ile aynı politika kapsamı içerisinde olmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ile ulusal paranın değeri, enflasyon oranı düşük olan bir ülkenin parasına sabitlenerek enflasyonu düşürmeyi amaçlamaktadır. Ancak döviz kuruna olan taahhüt ne kadar güçlü ise sistem o kadar iyi işleyebilmekte ve enflasyon oranını düşürmede başarılı olabilmektedir. Bunun için de para kurulunun, belli bir yabancı para için sabit bir döviz kuru ilan ederek, talep edildiğinde ulusal parayı söz konusu yabancı para ile ilan edilen orandan değiştirmeye hazır olması gerekmektedir(Güney, 2006:30).

Dışa açık ekonomilerde döviz kuru, enflasyon üzerinde önemli bir belirleyici rolü oynamaktadır. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde halk, enflasyondan korunmak için ürün ve hizmet fiyatlamalarında kurlardaki değişimleri dikkate almaktadır. Enflasyon oranının yükseldiği dönemlerde dolarizasyon durumunun meydana gelmesiyle ortaya çıkan para ikamesi sonucunda döviz kurlarındaki hareketlilik artış göstermektedir. Devalüasyon sonucunda yabancı para varlıklarının değeri yerli para ile birlikte artarak para arzını attırıcı bir etki yaratmaktadır. Bu durumda döviz kuru ile enflasyon arasında önemli bir etkileşim söz konusu olmaktadır. Enflasyonun fazla ekonomik daralma olmadan daha az maliyetle düşürülmesi için döviz kuru ara hedef olarak uygulanabilmektedir. Bu politika doğrultusunda kurlar önceden ilan edilen düzeyde tutularak ücret ve fiyatların ilan edilen kurla uyumlu şekilde belirlenmeleri gerekmektedir. Kurların ilanı şeffaf ve herkes tarafından kolaylıkla izlenilebilir olmaktadır. Bu sebeple gelecek dönem enflasyon beklentilerine etki ederek daha az üretim kaybıyla enflasyon kontrol altına alınabilmekte ve enflasyonu düşürebilmektedir(Önder, a.g.m.:40).

Döviz kurunun kontrol altında tutulması ile dış ticarete konu olan mal fiyatlarının kontrol altında tutulabilmesi sağlanarak enflasyonist baskılardan korunmaya yardımcı olunmaktadır. Aynı zamanda döviz kuru çapası uygulaması ile zaman uyumsuzluğu problemi ortadan kalkmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi, yerel paranın değer kaybedeceği dönemde para politikasının sıkılaşmasını ve değer kazanacağı dönemde gevşemesini sağlamaktadır(Engin, 2011:47).

Döviz kuru hedeflemesinin enflasyonu düşürücü etkisi olarak sağladığı avantajlarının yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar çoğunlukla gelişmekte olan ülkelerde görülebilmektedir. Merkez bankası, kur çapası uygulamasında bağımsız para politikası uygulayabilme özelliğini kaybetmektedir.

Bir ülke, açık sermaye piyasalarına sahip olduğu sürece, döviz kurunu sabitleyen bir ülkedeki faiz oranları bağlı oldukları çapa ülkesiyle yakından ilişkili olmakta ve para yaratma, ülkedeki para büyümesiyle sınırlanmaktadır. Para birimini çapa ülkesine sabitleyen bir ülke, bu nedenle para politikasını, çapa ülkesine isabet edenlerden bağımsız olan iç şoklara cevap vermek için kullanma yeteneğini kaybetmektedir. Örneğin, söz konusu ülkeye özgü iç talepte bir düşüş varsa, yerel yönetimin harcamalarındaki bir düşüş ya da o ülkeye özgü ihracat talebindeki bir düşüş nedeniyle, para politikası faiz oranlarını düşürememektedir. Sonuç olarak, hem çıktı hem de enflasyonun istenen seviyelerin altına düşebileceği ve para otoritelerinin bu hareketleri durduracak güçte olmadığı sonucuna varılmıştır(Mishkin, 1997:13).

"*Döviz kuru hedeflemesi uygulayarak istikrar sağlamaya çalışan ülkelerden bazıları; Şili (1975, **1978**), İsrail (1985), Arjantin (**1978**, **1985**, 1991), Brezilya (**1986**, 1990, **1994**), Polonya (1990), Peru (1990), Rusya (1995), Meksika (**1987**, 1995), Bulgaristan (1997) ve Türkiye (**2000**)'dir. Bu programlardan koyu renkli gösterilenler krizle sona ermiştir"* (Güney, a.g.m.:31).1990'lı yılların ikinci yarısından sonra, döviz kuru hedeflemesi uygulayan birçok ülke, spekülatif ataklara maruz kalmış ve istikrar programları başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu sebeple, döviz kuru hedeflemesi, günümüzde popülerliğini yitirmiştir.

Türkiye'de 1999 yılının sonlarında sıkı maliye politikaları, iddialı özelleştirme hedefleri ve güçlü bir yapısal reform sürecini öngören istikrar programının uygulanması kur çapası ile sağlanılmıştır. Gelecek 1 yıllık süreçteki 1 ABD doları ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepeti değerleri önceden ilan edilmiştir. Bu durumda sepet artışı; 2000 yılında %20, 2001 Haziran sonuna kadar %7,5 ve 2001 Haziran sonrası ise açılan bant olarak belirlenmiştir(Önder, a.g.m.:223). Ancak, Arjantin krizi ile birlikte Türk bankacılık sisteminin zayıf olmasından kaynaklı, bankaların artan döviz talebini karşılayamamaları ile bu istikrar programı kriz ile sonuçlanmıştır.

1.3.2.2. Parasal Hedefleme

İstikrar programı doğrultusunda merkez bankalarının uygulamış olduğu politikalardan biri de parasal hedefleme olmaktadır. Parasal hedefleme, uzun dönemde fiyat artışının para arzının artışından etkilenmesi sonucu uygulanan bir politika olduğu teorisine dayanmaktadır(Ceylan, 2013:7). Merkez Bankası, parasal hedefleme stratejisi doğrultusundaparasal taban, geniş para veya kredi toplamlarınınbüyüme oranlarını hedeflemektedir(Cukierman, 1996:5). Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesinin nedeni olarak, para arzı değişkeninin merkez bankaları tarafından kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği ve kontrolünün sağlanabileceği düşünülmektedir. Ancak para arzının kontrolüne dayanan bu istikrar programının, kronik enflasyona sahip olan ülkeler tarafından uygulanması pek mümkün olmamaktadır(Deniz, 2007:14).

Parasal hedefleme stratejisinin, belirlenen hedeflere ulaşmasında başarılı olabilmesi için iki önemli kriter bulunmaktadır(Yiğitbaş, 2009:211):

- Söz konusu hedeflenen büyüklüğün, ekonomik faaliyet üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişki içerisinde olması gerekmektedir.
- Hedeflenen büyüklüğün merkez bankalarınca kontrol edilebilmesinin mümkün olması gerekmektedir.

Parasal hedefleme uygulaması ile merkez bankasının enflasyonu düşürme hedefleri ile ilgili piyasaya anlık bilgi verilebilmektedir. Bu bilgilendirmeler neticesinde enflasyon beklentileri belirlenecek ve enflasyonu düşürmeye yardımcı olabilecektir.Örneğin, Türkiye'de 2001-2004 yılları arasında para tabanı hedefleri, miktar teorisine göre belirlenmiştir.İstikrar programı doğrultusunda paranın dolaşım hızının istikrarlı olacağı varsayılarak paranın dolaşım hızındaki değişim yaklaşık sıfır olarak kabul edilmiştir(Önder, a.g.m.:38).

Parasal hedefleme, özellikle yurtiçinde ortaya çıkan belirli problemlere tepki verebilmekte ve bağımsız bir para politikası izleme olanağı sağlayabilmekte avantajlı olmaktadır. Bu strateji, merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefleri seçme olanağı tanımakta ve üretimdeki dalgalanmalara karşı tepki vermesineimkan tanımaktadır. Sabit döviz kuru uygulamasındaki gibi, merkez bankasının amacına ulaşıp ulaşmadığı, periyodik olarak yayınlanan raporlarla anında

bilinmektedir(Ceylan, 2013:8).Döviz kuru hedeflemesine göre parasal hedeflemenin en büyük avantaj sağladığı nokta, içsel ekonomik dinamiklere göre para politikası belirleyebilme esnekliği sağlayabilmektedir. Bu esneklik, enflasyonun yanında büyüme hedefiyle uyumlu para politikası uygulayabilme esnekliğini de beraberinde getirebilmektedir(Engin, a.g.m.:48).

Ancak özellikle 1980 yılından sonra mevduata alternatif repo, yatırım fonu gibi yeni finansal araçların eklenmesi, kredi kartı, ATM gibi yeni ödeme araçlarının ve teknolojilerin ortaya çıkması, finansal liberalleşme gibi birçok faktör, para talebi tahminini zorlaştırmaktadır. Bu sebeple, para arzının tanımlanmasında da zorlanılmakta ve para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin şiddeti ve istikrarı azalmaktadır. Sonuç olarak para hedeflemesi stratejisinin bu gelişmeler karşısında etkisi azalmış ve gün geçtikçe uygulama alanı daralmıştır(Önder, a.g.m.:39).

Türkiye'de, döviz kurunun çapa olarak kullanılmasına dayalı istikrar programının(2000) çökmesi ile yeni bir istikrar programı arayışı olmuştur. 2001 krizi sonrasında Türkiye, tekrardan dalgalı kur sistemine geçmiştir. "Güçlü Ekonomiye Geçiş" olarak adlandırılan yeni istikrar programı, parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesini içermektedir. 2002 yılında bu istikrar programında parasal hedefleme uygulamasına geçilmiş ve gelecek dönem enflasyonuna yönelik bir para politikası uygulaması yapılmıştır. Bu programda hedeflenen temel parasal büyüklük "parasal taban" olmuştur(Güney, a.g.m.:39).

1.3.2.3. Enflasyon Hedeflemesi

1980'li yıllardan itibaren dünya piyasalarında finansal liberalizasyonun yaşanması ile ülkeler birçok ekonomik uygulamalarda bulunmuştur. Finansal piyasaların yarattığı kırılganlıkları önlemek veya azaltmak için uygulanan bu politikalarla birlikte para otoriteleri aynı zamanda ülke içindeki değişkenleri ve enflasyonu da kontrol altında tutmak istemişlerdir.

Basit anlamıyla fiyatlar genel düzeyinin sürekli olarak yükselmesi olarak tanımlanan enflasyonun, yaşanan yapısal değişimler ve finansal liberalizasyon uygulamaları sonucunda paranın dolanım hızındaki istikrarın kaybolması ve finans

sektörünün hızlı bir şekilde büyümesinden dolayı parasal büyüklüklerin ara hedef olarak uygulanması güçleşmiş ve kontrolü zorlaşmıştır. Bu sebeple enflasyonu kontrol edebilmek üzere para otoriteleri tarafından yeni uygulamalar geliştirilmiştir(Karasoy vd.,1998:4).

Enflasyon hedeflemesi politikasının uygulama kapsamı beş önemli kriterle açıklanmaktadır(Mishkin, 2014:288):

i. Enflasyonla ilgili orta dönemli sayısal hedeflerin kamuya bildirilmesi,
ii. Fiyat istikrarı dışındaki hedeflerin, fiyat istikrarına bağlı olduğu bir mutabakat,
iii. Sadece parasal toplamlar veya döviz kurlarının değil, politika araçlarının ayarlanmasında karar alma aşamasında birçok değişkenin kullanıldığı bir strateji,
iv. Merkez bankalarının amaç ve uygulamalarının iletişim kanalları aracılığıyla kamuya duyurularak para politikalarındaki şeffaflığının artırılması,
v. Kendi enflasyon hedeflerine ulaşması bakımından merkez bankalarının hesap verebilirliğinin artırılması gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasının diğer para politikası stratejilerinden farkı, geçmişi veya şuanı değerlendirmek yerine geleceğe dair enflasyon hakkında önemli ölçüde bir fikir verebilmesi olmaktadır. Enflasyonun, gelecekte gerçeğe en yakın tahminin yapılabilmesi önem arz etmekte olup enflasyon hedeflemesi stratejisi ile strateji ile bu öngörü sağlanabilmektedir (Uğurlu ve Saraçoğlu, 2010: 60).

Enflasyon hedeflemesi uygulamasını diğer politika uygulamalarından ayıran özelliklerden biri de "açık bir taahhüde dayalı" olması durumundan kaynaklanmaktadır. Merkez bankası enflasyon hedeflemesi uygulamasında diğer uygulamalara göre para politikası araçlarını kullanmakta daha bağımsız olmaktadır. Öte yandan, hedefi kimin ilan edeceği de merkez bankasının bağımsızlığı ile ilişkilendirilmektedir. Enflasyon hedefini, merkez bankası ilan edebilmekte, hükümet ilan edebilmekte veya her ikisi birlikte de ilan edebilmektedir(Gündoğdu, 2015:209).

Enflasyon hedeflemesi uygulamasının, enflasyonu kontrol etmede sağladığı avantajları yanında dezavantajları da bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin çok katı olması, takdir yetkisine çok fazla müsaade etmesi, çıktı istikrarsızlığını artırma potansiyeli olması ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilme durumu olması dezavantajlar olarak nitelendirilebilmektedir. Bunun yanı sıra özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından, enflasyonun kontrol altına alınması zorlaşmakta ve para politikası araçlarından enflasyon sonuçlarına uzun gecikmeler olması sebebiyle enflasyon hedeflemesinin merkez bankalarının hesap verilebilirliğini zayıflatabilmektedir. Aynı zamanda yükselen ekonomilerde, enflasyon hedeflemesi mali hakimiyeti önleyememekte ve enflasyon hedeflemesi açısından gerekli olan döviz kuru esnekliğinin finansal istikrarsızlığa yol açabileceği düşünülmektedir(Mishkin, 2014:290-291).

Tablo 4: GOÜ'de Enflasyon Oranı Gelişmeleri(%)

	Ülkeler	Enf. Hed. Uyg. Tarihi	Enf. Hed. Başlanan Yılın Enf. Oranı	2015 Yılı Enf. Oranı	Enf. Oranında Düşüş
Gelişmekte Olan Ülkeler	Brezilya	1999	4,9	9	-83,7
	Şili	1991	25	4,3	82,8
	İsrail	1992	19,0	-0,6	105,0
	Türkiye	2002	45,0	7,7	82,9
	Çek Cumhr.	1998	10,6	0,3	97,2
	Güney Afrika	2000	5,3	4,5	15,1
	Peru	1994	23,7	3,2	86,5
	Polonya	1998	11,7	-0,9	107,7
	Romanya	2005	9,0	1,1	87,8
	Kolombiya	1999	10,9	2,9	73,4
	Endonezya	2005	10,5	6,4	39,0
	Slovakya	2005	2,7	-0,3	111,1
	Gana	2007	10,7	15,5	6,1
	Tayland	2000	1,6	1,9	-18,8
	Filipinler	2002	2,7	4,1	22,6
	Macaristan	2001	9,2	-0,1	101,1
	Meksika	1999	16,6	2,7	83,7

Kaynak: Dünya Bankası ve OECD verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler yukarıdaki tabloda(Tablo 4) gösterilmektedir. Bu politika doğrultusunda GOÜ,enflasyon oranlarını yaklaşık %60 oranında düşürmüştür. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan GOÜ, gelişmiş ülkeler kadar olmasa da enflasyon oranlarını düşürmeyi başarmış ancak bu oranları muhafaza etme konusunda pek başarılı olamamışlardır. Bazı görüşler, enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelişmiş ülkelerde olduğu kadar GOÜ'de etkili olamayacağı yönünde olmaktadır. Bu doğrultuda yapılan bazı çalışmalar da bunu destekler nitelikte olmaktadır. Bunun nedeni ise, GOÜ'nün gelişmiş ülkeler kadar finansal alt yapıya sahip olmamaları, dış şoklara karşı daha açık olmaları ve enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamak için gereken ön koşulların yetersiz olmasından kaynaklanmaktadır(Sever ve İğdeli, 2016:131-132).

2001 yılı itibariyle Türkiye'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı ile sağlanan fiyat istikrarının sonucunda 2005 yılında örtük enflasyon hedeflemesinden açık enflasyon hedeflemesine geçilmesine karar verilmiştir. Bunun sebebi ise, para politikası uygulamalarının daha şeffaf hale getirilmesi amaçlanmıştır. 2006 yılı itibariyle TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik enflasyon hedeflemesi uygulaması günümüzde de uygulanmaya devam etmektedir.TCMB, enflasyonu kontrol etmek için temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmıştır. Enflasyon oranının belirlenen hedefi aşması halinde, TCMB kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmekte, ekonomideki enflasyonist baskılar azaldığında ise bu faiz oranını düşürmektedir. Örneğin bu dönemde TCMB, hedeflenen enflasyon değerine ulaşmak için yüksek faiz düşük kur politikası uygulamıştır. Artan faiz oranları ile sermaye girişlerinin artması sonucunda TL'nin değer kazanması enflasyonu düşürme amacına yönelik uygun bir politika olmuştur. Ancak bu uygulama, kısa vadede enflasyonu düşürücü bir etki yaratsa da, uzun vadede cari açığın giderek büyümesine ve dış şoklara karşı duyarlı bir ekonomik yapının meydana gelmesine sebep olmaktadır(Keskin, a.g.e.:171).

1.3.3. Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Önlemler

Geçmişten günümüze kadar yaşanan ekonomik olaylar, finansal istikrarın önemini anlamamızda etkili olmuştur. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel kriz sonrası tüm dünyada, finansal istikrarı sağlamanın gerekliliği önemli bir konu haline gelmiştir. Merkez bankaları, ana hedef olarak belirlediği fiyat istikrarını sağlamanın yanında finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar da geliştirmişlerdir. Finansal

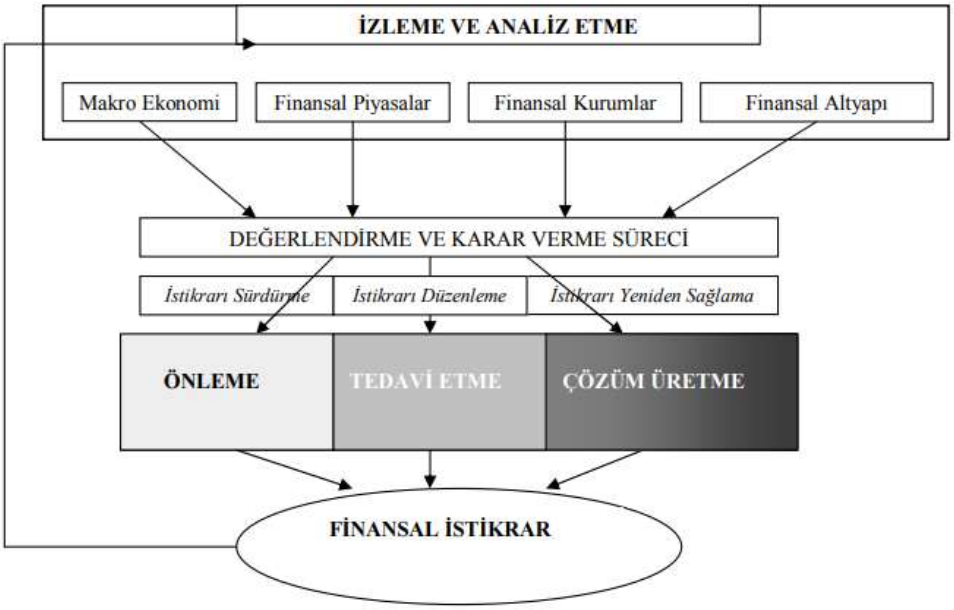
istikrarın önemli bir konu haline gelmesinde; finansal işlemlerin hacmindeki hızlı artış, finansal araçların çeşitliliği ve yapısındaki değişimler, finansal sistemden kaynaklanan yüksek maliyetli krizler etkili olmuştur.

Finansal sistem; finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar, para ve merkez bankası gibi beş unsurdan oluşmaktadır. Bu unsurlardan birinin işlevini yerine getirememesi, tüm sistemin bir bütün olarak riske girmesine neden olmaktadır. Finansal sistemin bu beş unsuru, zamanla farklılaşarak değişmiş veya gelişmiştir. Bu farklılaşma sonucunda ortaya çıkan karmaşık yapıyı, piyasa yapıcıları ve oyuncuları tam anlamıyla çözümleyemeden faaliyetlerine devam etmeleri finansal kırılganlık riskini de arttırmaktadır(Sezgin ve Darıcı, 2009:17).

1990'lı yıllardan itibaren yaşanan finansal krizlerin, GOÜ açısından özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklı olduğu bilinmektedir. Sermaye hareketlerinin ve sıcak paranın yaratmış olduğu finansal kırılganlıkları önlemeye yönelik, doğrudan ve dolaylı kontrollerle finansal istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Açık yasaklamalar, miktar kısıtlamaları veya onay süreci ile sermaye işlemlerinin kısıtlanması için doğrudan kontrol politikaları uygulanabilmektedir. Bu kontrollerle bankacılık sistemindeki yükümlülükler kısıtlanarak sınır ötesi finansal işlem hacmi etkilenmeye çalışılmaktadır. Diğer kontrol yöntemi olan dolaylı kontroller ile de; çift ya da çoklu döviz kuru sistemleri, sınır ötesi finansal akımların açık veya gizli vergilenmesi(Tobin vergisi) gibi piyasa temelli önlemlerle sermaye hareketlerinin maliyeti artırılarak kısıtlanmaya çalışılmaktadır(Duman, a.g.m.:47).

Tobin vergisi, döviz kuru farklılıklarından oluşan finansal risklerden korunmak için spekülatörlere caydırıcı bir politika yaratmaktadır. Bu verginin amacı, döviz işlemleri üzerinden % 0,1 ile % 0,25 arasında bir vergi uygulayarak spekülatörlere kısa vadede maliyeti artırarak spekülatif işlemleri azaltmaktır. Bunun sebebi ise sermayenin dolaşım hızına karşılık emek gücünün ve mal dolaşımının yetersiz kalmasıdır (Ay ve Mangır,2007:131). Tobin'e göre(1978); ülkelerin, spekülatif amaçlı işlemlerden korunması için parasal işlemlerden bir miktar vergi alınmalı ve böylece maliyet artırılarak ülkeleri finansal risklerden ve krizlerden korumak aynı zamanda da bu vergiden bir kazanç sağlamak amaçlanmaktadır. Ancak yapılan çalışmalar neticesinde, uygulamada Tobin vergisinin, tek başına finansal istikrar üzerinde etkili bir politika aracı olamayacağı, ülkelerin yeterli altyapı çalışmalarına sahip olduklarında ve diğer ülkelerle birlikte eş zamanlı olarak uygulamaya konulduğunda etkili olabileceği yönünde olmaktadır.

Tablo 5: Finansal İstikrarın Sağlanması ve Sürdürülmesi Açısından İzlenen Süreç



***"Kaynak:** Houben, Aerdt, Jan Kakes ve Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability", IMF Working Paper, 04/101, 2004. s.17."*

Finansal istikrar, kamusal bir mal olarak düşünüldüğünde kamusal alan bu kamu malını yeterli miktarda tüketicilere sunmak zorunda kalmaktadır. Finansal sistem veya piyasalara ilgili kurumlar, istikrarı sağlayabilmek için gerekli politikaları geliştirmektedirler. Tablo 5'de finansal istikrarın sağlanılması için kamusal alanda faaliyet gösteren kurumların politika işleyiş süreci gösterilmektedir. Sürece göre; finansal durumun ve makro ekonomik göstergelerin izlenmesi, meydana gelen oynaklıkların ve risklerin iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Finansal istikrar durumunun değerlendirilmesi ve eylem olarak nasıl bir yol izleneceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu işlemlerden sonra yapılan analiz doğrultusunda meydana gelen riskleri önlemeye yönelik politikaların kullanılması, süreç eğer istikrarsızlık durumunu gösteriyor ise durumu tedavi etmeye yönelik politikaların kullanılması gerekmektedir. Riskler, bir kriz olarak ortaya çıktığında ise finansal istikrarın tekrardan dengeye gelmesine yönelik politikaların uygulanması gerekmektedir. Tabloda politikaların gittikçe daha koyu renk ile gösterilmesinin sebebi ise; finansal istikrarsızlığın meydana gelme ihtimali olması ile uygulanacak politikaların ne olacağı belli olmadığından artan belirsizlik ile birlikte bu sürecin gittikçe daha zor bir hale gelmesini göstermektedir (Sezgin ve Darıcı, a.g.m.:18-19).

Finansal liberalizasyon ile birlikte artan kısa vadeli sermaye hareketlerinin finansal istikrar üzerinde özellikle uzun vadede olumsuz sonuçlar doğurduğu yapılan çalışmalar ve günümüze kadar yaşanan krizler sonucunda anlaşılmaktadır. Bu gibi riskleri ortadan kaldırmak veya azaltmak için politika yapıcıları, sermaye hareketleri üzerinde kontrol sağlamayı ve bazı amaçlara ulaşmayı hedeflemektedir. Sermaye hareketlerini vergilendirmek, ekonomik reformu bozucu sprekülatif sermaye hareketlerini sınırlandırarak reform sürecinin aksamamasını sağlamak, yurtiçi tasarrufların yurtdışına yönelmesini engelleyerek yurtiçi yatırımların finansmanında kullanmak, yurtiçindeki yatırımların büyük ölçekli yabancı firmalara gitmesini engellemek, kısa vadeli sermaye hareketlerindenkaynaklanan dövizkurundaki istikrarsızlığı önleyerek ödemeler dengesinin açık vermesiniengellemek gibi geleneksel para politikası uygulamaları söz konusu olmaktadır(Şimşek,a.g.e.:28).

2008 küresel krizinden sonra merkez bankaları, finansal istikrarın önemini anlamış ve bu doğrultuda yeni para politikası arayışları gerçekleştirmişlerdir. Merkez bankaları genişletici para arzı uygulamaları ile negatif faiz uygulamalarının yanında, faiz koridoru, zorunlu karşılık oranı gibi spesifik para politikalarını da uygulamaya geçirmişlerdir(Şentürk vd., 2016:158).

Türkiye'de de 2008 krizinden sonra TCMB, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar geliştirmiş ve kullanmaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesinin finansal istikrarı sağlama konusunda başarılı olmadığı anlaşıldığında TCMB, faiz oranlarının yanı sıra zorunlu karşılık oranlarını da kullanmış ve ZKO'nun değerini artırmıştır. TCMB, döviz ve TL'ye yönelik tedbirler de almıştır. TCMB'nin daha önceki yıllarda yaşamış olduğu bankacılık krizlerinden çıkardığı dersler, daha etkin ve esnek bir para politikası uygulanmasına teşvik etmiştir. 2008 krizi sırasında TCMB'nin aldığı en önemli tedbirlerden biri, döviz piyasalarına ve finans sistemi döviz likiditesine yönelik uygulamış olduğu politikalar olmaktadır(Kutlar ve Gündoğan, 2013:275).

1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Kontrollerini Belirleyen Faktörler

Sermaye akımlarının gelecekteki hareketlerinin doğru öngörülmesi ile birlikte sermaye akımlarının karşısında uygulanacak stratejilerin belirlenmesi bir ülkenin gelecekteki ekonomik konumu açısından önem taşımaktadır. Uluslararası yatırımcıların GOÜ'e yönelmelerinde, daha yüksek getiri arayışları ve farklı enstrümanlara yatırım yaparak riskin dağıtılması amaçlanmaktadır(Babaoğlu, a.g.e.:27).

Calvo v.d.'nin(1996) yaptığı araştırmalar neticesinde, çekme ve itme faktörleri sermaye akımlarının belirlenmesinde rol oynamakta ve bu etkiler ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Aynı zamanda finansal piyasalardaki derinleşme ve teknolojik gelişme de, sermayenin uluslararası dolanım hızının artmasına neden olmaktadır.

1.4.1. Çekme Faktörleri

Bir ülkedeki reel faiz ve yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj, kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy akımlarının GOÜ'e yönelmesi bakımından çekici faktörlerin başında gelmektedir. Sermaye faktörlerini çeken etkenler genel olarak yurtiçi fırsatlar ve riskler olmaktadır. Yüksek faiz oranları, özellikle kısa vadeli sermaye akımları için önemli çekim gücü olmaktadır. "*Bu bakımdan yurtiçi faiz oranları, döviz kuru rejimleri kredi değerliliği, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç miktarı, sermaye piyasalarının liberalizasyonu, enflasyon oranı ve makroekonomik istikrar sermaye hareketlerini çeken faktörler temelinde sermaye hareketlerinin belirleyicileri olmaktadırlar"*(Karacan, 2010:43).

Türkiye gibi cari açık veren ülkeler, ihracatın ithalatı karşılayamadığı dönemlerde bu açığı sermaye akımlarıyla çözerek ödemeler hesabında bir denge sağlayabilmektedirler. Esnek kur rejimi altında, cari açık veren bir ülkeye sermaye akımlarını çekmek için, faiz oranları artırılabilmektedir. Yurtiçi faiz oranının diğer ülkelere göre daha yüksek olması durumunda, yurtiçine sermaye girişi artırmaktadır.

Bu durumda cari açığı kapatmak için sermaye akımlarına başvurulabilmektedir(Bakan ve Şentürk, 2012: 56).

1.4.2. İtme Faktörleri

GOÜ, sanayileşmiş ülkelerdeki gelişmelerden veya yatırımcıların bölgesel risk algılamalarındaki değişikliklerden, yurtiçindeki ekonomik gelişmelerden bağımsız olarak etkilenmektedirler. Bu durum, sermaye akımlarında yaşanan tersine dönüşlerin tahmin edilmesini daha da zorlaştırmaktadır. Yurtdışı faiz oranları ve iş çevirimi koşulları, borç veren ülkelerde sermaye piyasalarına ulaşım maliyetini azaltan gelişmeler, uluslararası sermaye piyasalarındaki bulaşıcılık etkisi, yüksek enflasyon, makroekonomik riskler, ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları gibi etkenler itici faktörler olarak sayılabilmektedir(Babaoğlu, a.g.e.:30, Karacan, a.g.e.:43).

1990'lı yılların başında özellikle ABD, Japonya ve birçok Avrupa ülkesindeki durgunluklarla birlikte dünya faiz oranlarındaki düşüş, gelişmekte olan ekonomilerdeki kar fırsatlarını nispeten daha cazip hale getirmiştir. Örneğin, ABD kısa vadeli faiz oranlarında 1960'lı yıllardan beri en düşük seviyeler gözlemlenmiştir. ABD'deki faiz oranlarındaki bu düşüş Latin Amerika borçlularının borç ödeme gücünü artırmıştır. Bu gelişmeler dolayısıyla, Latin Amerika'daki belli bir faiz oranı seviyesi için ABD'de tutulan sermayenin Latin Amerika'ya geri gönderilmesini teşvik etmiştir. Latin Amerika bu sayede, cari işlemler açığını, artan sermaye akımları sayesinde finanse edebilmiştir(Lopez-Mejia, 1999:17; Calvo vd., 1993:125-126).

II. BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YAŞANAN EKONOMİK KRİZLERDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ROLÜ

2.1.Dünyada Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri

Ülkelerin kendi çıkarları için bulunduğu ekonomik ve politik reformların sonucunda olumsuz olarak değerlendirilebilecek durgunluk dönemlerinin, finansal liberalizasyon ile birlikte özellikle GOÜ açısından kırılganlığın artmasıyla dünyada birçok önemli ekonomik kriz süreçleri yaşanmıştır. Bu krizlere neden olan etkenler ve sonuçları değerlendirilerek finansal sürecin ekonomiye etkileri anlaşılmaya çalışılmıştır.

2.1.1. 1878 Ekonomik Krizi

Amerika ve Avrupa'da yaşananhızlı ekonomik büyümenin sonucunda ülkeye giren sermayenin aşırı artması ve artan sermaye ile birlikte spekülatif yatırımlara yönelinmesi varlık değerlerini şişirmişti. Avrupa ekonomisi 1848-73 yılları arasında eşi görülmemiş bir büyüme yaşamıştı. Pamuk ticaretinden demiryolu ticaretine birçok üründe üretim kapasitesi ciddi bir artıştaydı. Ancak 1873 yılında Viyana Borsası'nın çöküşüyle beraber kapitalizmin üç büyük krizinden ilki "Uzun Bunalım" adıylada bilinen ve 1896 yılına kadar süren önemli bir kriz yaşanmıştır. Bu çöküşle birlikte başlayan panik, kısa süre içerisinde bir sistem krizine dönüşmüştür. Para arzının daralmasıyla birlikte bir dizi banka iflası yaşanmıştır. "*Almanya'da spekülatif balonu patlatan Bethel Henry Strousberg'in demiryolu imparatorluğunun*

çökmesiydi. Daha sonraki 4 yılda Alman şirketlerinin hisse senetleri %60 değer kaybetmiştir"(Faulkner, 2014:361; Eğilmez, 2012).

Avrupa'da başlayan bu krizin Amerika'yı etkilemesi ise ABD'deki Jay Cooke & Company bankasının demiryollarında önemli yatırımlarının olmasıydı. Jay Cooke & Company bankasının iflası ile birlikte ABD'de panik tetiklenerek birçok banka ve işletmenin iflasına yol açmıştır. New York Menkul Kıymetler Borsası'nın faaliyetleri on gün süre ile kapatılmıştır. 1878 Krizi, genel itibariyle piyasadaki üreticilerin talebin zıttı bir şekilde üretimi artırması ve ardından piyasadaki nakit sıkıntısının borsaya vurması şeklinde ortaya çıkmıştır.Aynı zamanda kapitalistler, ücretleri en aza indirip karları olabildiğince artırmayı amaçladıklarından işçiler, ürettikleri mal ve hizmetlerden yararlanmakta yoksun kalmıştır. Bu dönemde, işçi sınıfının sınırlı alım gücüne sahip olması ile arz fazlasının istikrarsızlığı iyice şiddetlenmiştir. 1873-96 Uzun Bunalım'ının ayırt edici özelliği enflasyon kaynaklı değil deflasyon kaynaklı olmasıydı. Askeri harcamalar neticesinde, yaşanan bu Uzun Bunalım sona ermiştir. Devletin silah ihaleleri ile birlikte işletmelerin ölçekleri büyümüştür. Büyüyen binlerce firma, gerekli mal ve hizmetleri karşılayabilecek duruma gelmiştir (Faulkner, a.g.e.:363).

2.1.2. 1929 Büyük Buhranı

Büyük Buhran, 1929 yılının sonlarına doğru başlayıp 1930'lu yıllarda da etkilerinin görüldüğü, genel olarak Kuzey Amerika ve Avrupa'da olumsuz yönde etkilerinin hissedilmesine rağmen hemen hemen dünyanın geri kalan birçok ülkesinde de yıkıcı etkileri görülen ekonomik krizlerden biri olmuştur.

I. Dünya Savaşı sonrasında altın rezervinin yetersiz olması sebebiyle Avrupa ülkeleri kağıt parayı, Altın Standardı uygulamasını bırakarak karşılıksız basmaya başlamışlardır. Ancak karşılıksız para basımı, enflasyonun artmasına sebep olmuş ve yatırımcıların parasını hala altın karşılığında basan ABD'ye yönlendirilmesine neden olmuştur. Bu gelişim ile New York, dünya finans merkezi unvanını Londra'nın elinden almıştır. Bu dönemde dünyadaki altın rezervinin ortalama %40'ı ABD'de toplanmıştır. ABD'deki bu servet artışı büyük ekonomik sıçramalara neden olmuş ve balonları oluşturmaya başlamıştır. Hükümet, altın girişini özendirmek için altın standardı politikasını izlemeye devam etmiş ve deflasyonist politikalar uygulamıştır. Ancak fiyatların düşüşü ile birlikte ekonomik faaliyetler gerilemeye başlamış ve

ABD borsasında aşağı yönlü bir hareket başlamıştır. Ekonomi tarihine Kara Perşembe olarak geçen seanslarda borsa tam anlamıyla çökerek birçok banka iflas etmiştir ve bu kriz kısa sürede tüm dünyaya yayılmıştır(Eğilmez, 2012).

Bu krizin sebepleri olarak yapılan birçok araştırma neticesinde ortak dört farklı sonuca varılmıştır. Bunlardan ilki; ABD'deki şirketlerin mali güçleri olarak bilinmektedir. I. Dünya Savaşı'nı ardından ABD'de birçok firma birleşerek tekel bir güç oluşturmuştur. Öyle ki ABD ekonomisinin neredeyse %50'si üzerinde söz sahibi olan holding sayısı 200 kadar olmuştur. Tek bir holdingin iflas etmesi bile ekonomiyi sarsabilecek duruma gelmiştir. İkinci olarak; bankaların sermaye esaslarını, kredi ve rezerv oranlarını belirleyen yasalar yaratılmamıştır. İşletmeler, yatırımcılar açısından şeffaf olamamıştır. Üçüncü bir sebep; dönemin başkanı Hoover yönetiminde liberal ekonomi anlayışı ile sürdürülen politikalara devlet müdahalesinin olmamasından kaynaklanmıştır. Ancak bu anlayışın toplumsal maliyeti oldukça yüksek olmuştur. Daha sonra Hoover, devlet müdahalesi gerektiren politikaları uygulasa da, ekonomiye bir etkisi olmamış ve kriz önlenememiştir. Dördüncü sebep ise; I. Dünya Savaşı sonrasında ABD, Almanya ve İngiltere'den tazminatlarını altın olarak ödemelerini istemiştir. Ancak dünyadaki altın stokunun yetersizliği ve ABD hariç diğer ülkelerin paralarını karşılıksız olarak basmaları bu tazminatların mal ve hizmet olarak ödenmesini gerektirmiştir. Bunun sonucunda Amerika'nın yerli mal ve hizmet üretimi olumsuz etkilenmiştir. Sonuç olarak ABD hesapsızca vermiş olduğu kredileri geri alamamıştır(Turan, 2011:58,59).

1929 Büyük Buhran'dan çıkışın, genel olarak John Maynard Keynes'in(1936) "Genel Teori" adlı eserinde bildirdiği üzere devlet müdahalesinin gerekliliği ve kamu maliyesi üzerine yapılan çalışmaların neticesinde sağlanılmıştır. Keynes'in formüle ettiği müdahaleci politikalar sayesinde deflasyonist bir süreçten depresyona geçen kapitalist dünya ülkeleri, devlet müdahalesi sonucuekonomilerini canlandırmıştır.

2.1.3.Petrol Krizi

1973 yılında OAPEC ülkelerinin siyasi sebeplerden dolayı ihraç ettikleri petrol, ABD'ye uyguladığı ambargo ve petrol fiyatlarındaki artışın diğer ülkeler üzerinde yarattığı olumsuz etkiler sonucunda dünya çapında yaşanan bir krize neden olmuştur. OPEC ülkeleri, petrolü bir baskı aracı olarak kullanmış ve bunun için de petrol fiyatlarında artış uygulamıştır. Üretimi kısmak yerine petrol fiyatlarının

artırılmasının tercih edilmesinin sebebi olarak üye ülkelerin petrol gelirlerinin düşmemesi amaçlanmıştır(Öztürk ve Saygın, 2017:3).

16 Ekim 1973 tarihinde OPEC ülkeleri petrolün varil fiyatını artıracağı, OAPEC üyesi Arap Devletleri'nin de İsrail'in işgal ettiği topraklardan çekilmesine kadar her ay petrol üretiminin %5 azaltılacağı kararı alınmıştır. Bu sebeple 1974 yılının sonlarına doğru petrolün varil fiyatı 3,09 USD'den 4,75 USD'ye, 1975 yılında ise 12,21 USD'ye yükselmiştir(Yılmaz ve Kalkan, 2017:185). Alınan bu kararlar doğrultusunda özellikle gelişmiş ülkelerde bir şok etkisi yaratılmıştır.

"*Petrol fiyatlarının yükselmesi bir taraftan maliyet artışını gündeme getirirken, diğer taraftan petrol ihracatçısı ülkeleri zenginleştirmiştir. Bundan sonra petrol ihracatçısı ülkelere akan sermaye "petro dolar" olarak adlandırılmıştır"* (Uzunoğlu, 2007:5).Petrol boykotu kapsamında kısa bir süre için petrol ihracatının azaltılması, OPEC üyesi ülkelerinin fiyatları daha çok artırmasına teşvik etmiştir. Sonuç olarak, bu artışın dezavantajı petrol ithal eden ülkelere olurken, petrol ihraç eden ülkeleri zenginleştirmiştir(Öztürk ve Saygın, a.g.m.:3).

Petrol krizi, özellikle sanayisi petrole dayalı ülkelerde üretim sistemlerinin zorlanmasına neden olmuştur. Petrol fiyatındaki artışlar, üretim maliyetine eklenerek kar ve ücretlerin gerçek değerinin altına düşmesi engellenmiştir. Ancak bu da enflasyonun artmasına sebep olmuştur. Petrole yapılan ödemeler ithalatçı ülkelerin satın alma gücünü düşürerek diğer mallara olan talebi önemli ölçüde azaltmıştır(Karaaslan, 1999:52). Bu durum aynı zamanda üretim kapasitelerinin, işsizliğin ve yetersiz bir ekonomik büyüme ile birlikte yüksek enflasyon yaşandığı stagflasyon krizine dönüşmüş, fiyat istikrarı ve istihdam sağlanılamamıştır(Turhan, 1987:433).

Petrol krizi ile birlikte birçok ülkenin ekonomik durumu olumsuz etkilenmiştir. Ancak bu krizle birlikte Avrupa'da, tek pazar fikrinin oluşmasında etkili olduğu düşüncesi savunulmuştur. 1968'den beri Avrupa Ekonomik Topluluğu(AET) üyeleri, dış ticaretteki sınırlandırmaları kaldırarak ithalatı azaltmaya yönelik tarifeler uygulamaya koymuştur. Kıt bir kaynak olan petrolün değerinin artması ve erişiminin zorlaşması, öncelikle sanayi üretiminde bulunan gelişmiş ülkeleri, ardından da bu ülkelere ihracat yapan GOÜ'i olumsuz yönde etkilemiş ve ithalatın azaltılıp ihracatın

artırılmasına yönelik politikaların uygulanmasına neden olmuştur(Atik, 1993:146; Örki, 2019:6).

2.1.4.1987 Wall Street Krizi

19 Ekim 1987 tarihinde ABD piyasalarında hisse senetlerinin ani değersizleşmesi ve Dow Jones Endeksi'nin yaklaşık %23 oranında düşmesi ile borsadaki çöküş, "kara pazartesi" olarak da adlandırılan dünya çapında bir krize sebep olmuştur. ABD piyasalarında yaşanan bu çöküş, dünya genelinde ülkelerin finansal piyasalarını olumsuz bir şekilde etkilemiştir. Wall Street'in düşüş haberi ile birlikte yaşanan panik sonucu Londra, Paris ve Tokyo piyasalarında da düşüş başlamıştır(Akman, 2010:24; Kılıç ve Buğan, 2019:50).

ABD'de ekonomi politikaları sonucunda dış ticaret ve bütçe açığının artması yatırımcılar açısından güven unsurunu sarsmıştır. Uluslararası yatırımcılar, ABD dış ticaret açığının dolar üzerindeki değerinin azalacağını düşünerek para/sermayelerini ABD dışına çekmişlerdir. Böylelikle New York Borsası'ndan başlayarak Merkez ülke borsalarında hisse senetlerinin değeri hızlı bir düşüş yaşamıştır(Şişman, 2005:151).

New York Borsası'nda bir günlük net kayıp yaklaşık 500 milyar dolar olmuştur. İki haftalık kaybın ise 1 trilyon 200 milyar dolar olduğu bilinmekteydi. Bu sonuca göre spekülasyonun, borsa kazançlarına göre çok daha yüksek olduğu düşünülmekteydi. Büyük miktardaki fon fazlaları, stokların dışındaki bonolara kaymıştır. Reel yatırımların süresi gecikmiş ve yeni yatırımlar askıya alınmıştır. Tokyo Borsası başkanı Kashiwagi'ye göre; 1986 yılında ABD finans piyasasında gerçekleşen işlem hacmi 7.1 trilyon dolara, Japonya'da 2.2 trilyon dolara ve İngiltere'de de 1.6 trilyon dolara ulaşmıştır(Allen, 2016:16).

Ekim 1987'deki New York Borsasının çöküşü, çoğu ekonomik yorumcunun olacağını düşündüğü yıkıcı etkilere sahip olmamıştır. 1929'da olduğu gibi, üretimde büyük bir kriz başlatmamıştır. Bunun temel olarak iki nedeni olduğu düşünülmekteydi. İlki; her şeyden önce, borsa endekslerinde nispeten sınırlı bir düşüş olmuştur.İkincisi, birçok yatırımcı para kaybederken, nispeten az sayıda büyük yatırımcı ve kurum zararın büyük kısmını karşılamıştır. Bununla birlikte, bir sonraki

krizin farklı bir sonucu olabileceği düşünülmekteydi ki 2008 Küresel Kriz ile birlikte bu durumun etkileri görülmüştür(Carchedi, 1991:210).

Beş yıllık iyi geçen günlerin sonrasında, ABD'de yaşanılan durgunluk sürecinden dönemin FED başkanı Greenspan'ın her türlü likiditeyi sağlayacağı yönündeki yaptırımları sayesinde Wall Street, bu çöküşten kurtulmuştur. FED, borçlanma maliyetini 2 puan aşağıya çekerek, bankaların zor duruma düştükleri durumda likidite sağlamış ve bu sayede 2000 yılına kadar yükseliş devam etmiştir(Akman, a.g.e.:25).

2.1.5.Meksika Krizi

Sabit döviz kuru rejimi uygulaması altında, 1994 yılında Meksika ekonomisinde uygulanan makroekonomik politikaların değişmeden devam edeceği beklenilmekteydi. Örneğin; enflasyonun tek haneli rakamlarda kalması öngörülmüştür. Bu dönemde, önceden belirlenen kur bandının tavanında, bandın genişliği %14 olarak yıllık %4 oranında bir artışa(devalüasyon) izin verilmişti. Ayrıca 1993 yılında üretimdeki yavaşlama ve yaklaşan seçimler dolayısıyla gevşek maliye politikası uygulanılmıştır. Kasım 1993 itibariyle, Meksika'nın NAFTA'ya katılımının kesinleşmesi ile birlikte yabancı yatırımların miktarı ile ihracat ve üretim kapasitesinde artış olması beklenilmiştir. 1994 yılı başlarında Meksika ekonomisinde; enflasyon oranı düşerek ve reel GSYİH artarak, ekonomik koşulların iyileştiği yönde bir izlenim olmuştur. Aynı zamanda imalat ihracatı da bu dönemde artış göstermiştir(Hacıhasanoğlu, 2005:30).

Meksika; güçlü bir bütçe ile birlikte düşük enflasyon, kuralsız çalışan piyasalar ve serbest ticaret anlayışı ile yılık %4 oranında bir büyüme yaşamıştı. İthalat büyük ölçüde serbestleştirilerek özelleştirmeler devreye sokulmuştu.Bu uygulamalar sonucunda, Meksika ekonomisi istikrarlı bir şekilde büyümüş ve yabancı sermaye girişleri artmıştı(Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:114).

Ancak ithalatın serbestleşmesi ile cari açığın artması ve Meksika'nın borçlarını ödeyemeyeceği kaygısıyla yabancı yatırımcılar hızla yatırımlarını çekmeye başlamışlardı. Dövize endeksli "tesobond" değer kaybetmiş,yüksek bütçe açığı ortaya çıkmış ve faiz oranları %75'e yükselmişti. Ekonomi, durgunluk sürecine

girmiş, sanayi üretimi %15'e gerilemiş, işsizlik artmış ve birçok işletme iflas etmişti. Meksika'da başlayan bu kriz, başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçrayarak "Tekila Krizi" olarak adlandırılmıştır(Uzunoğlu, 2016:43,44).

2.1.6.Asya Mali Krizi

1990'lı yılların ilk yarılarından itibaren Asya ülkelerinde bankacılık denetleme ve düzenleme sistemlerinde iyileşmeler başlamış ancak bu iyileşmeler yeterli olmamıştır. Yetersiz gelişmelerle birlikte büyük sanayi kuruluşlarının özellikle inşaat firmalarının banka ve politika yapıcıları ile arasında sıcak ilişkilerin olmasından kaynaklı özel sektöre verilen kredi imtiyazları mevcut hale gelmiştir. Hükümetin bankalara mali destek vereceğini garanti etmesiyle bankalar, ilişkide oldukları büyük sanayi kuruluşlarına krediler açmışlar ve böylece ekonomide kötü krediler artmaya devam etmiştir(Güloğlu ve Altunoğlu, a.g.m.:116).

1980'li ve 1990'lı yıllarda Tayland ekonomisi yüksek büyüme hızını yakalamış ve sektörlerini uluslararası ticarete açma girişimleri gibi birçok faktör GOP'a sermaye akışını hızlandırmıştı. 1990 yılında GOP'a yıllık 40 milyar USD gibi bir sermaye akarken, 1997 yılında bu rakam altı katına ulaşmıştı. Finans Şirketleri tarafından Tayland'a Yen cinsinden fonlar girmişti. Bu fonlar özellikle gayrimenkul ve inşaat şirketleri tarafından talep edilmekteydi. Ancak bu şirketler, Baht cinsinden krediye ihtiyaç duymaktaydılar ve bu sebeple Finans Şirketleri getirdikleri dövizi Baht'a çevirerek krediyi kullandırtmışlardı. Tayland Merkez Bankası genişleyen kredi hacmini daraltmak için piyasaya tahvil satmıştır ancak bu da faizleri yükseltmekteydi. Yüksek faiz ise, dışarıdan fon talebini artırmış ve kredi büyümesi daha da ivmelenmişti(Uzunoğlu, 2016:48,49).

Asya ülke ekonomileri büyümekteydi ancak krediler, hisse senetleri ve gayrimenkul sektöründe balonlar oluşmuştu. Diğer yandan Tayland Merkez Bankası'nın USD'da istikrar politikası ile Baht değer kazanmakta ve ithalat ciddi oranda artarak dış ticaret açığını da artırmaktaydı(Uzunoğlu, 2016:49). Ancak piyasalar, Asya'daki döviz kurlarının sürdürülebilirliğini sorgulamaya başladıkça spekülatif baskılar artmıştır. Bu durum, önemli kısa vadeli dış borç fonların, emlak fiyatlarının düşmesini, dış rekabetin azalmasını ve cari işlemler açığında büyük farkların oluşmasını meydana getirmiştir. Asya ülkeleri finansal sistemlerinin

zayıflığı nedeniyle para birimlerini savunmakta zorlanmış, spekülasyonlar artmış ve değişim düzenlemelerinin çökmesine yol açmıştır(Martinez, 1998).Oluşan balon ve dış açıklar sermayeyi ürkütmeye başlamış ve ortaya çıkan panik havası nedeniyle ülkeye yeteri kadar sermaye gelmemeye başlamıştır. Ülkenin döviz rezervleri erimeye başlamıştır. Bu sebeple, Tayland Merkez Bankası çok hızlı bir şekilde Baht'ı devalüe etmek zorunda kalmıştır.

1997 yılında Tayland'da başlayan kriz "Asya Kaplanları" olarak da adlandırılan diğer bölge ülkeleri; Endonezya, Filipinler, Malezya ve Güney Kore'yi de etkisi altına alarak borsalardaki hisse senetlerinin piyasa değerlerini, fiyatlarını ve işlem hacimlerini önemli ölçüde azaltmıştır. Bu krizin en önemli sebepleri olarak; Baht'ın aşırı değerlenmesi, büyük bütçe açıkları, kısa vadeli sermaye akışı, finansal kurumların mali yapısının bozulması ve spekülatörlerin satış baskısı gösterilmektedir(Başar ve Coşkun, 2001:123-125).

Yaşanan bu kriz karşısında dünyanın 11. Büyük ekonomisi olan Güney Kore ekonomisine olan güven de sarsılmış ve yabancı yatırımcılar hızlı bir şekilde fonlarını ülkeden çıkarmaya başlamıştır. Eylül sonunda Güney Kore yetkilileri IMF'den yardım talebinde bulunmuş ve IMF, G. Kore'nin temerrüde düşme riskinin tüm dünyayı olumsuz etkileyebileceği sebebi ile 55 milyar USD'lık finansal destek programını başlatmıştır (Başar ve Coşkun, a.g.m.:134; Uzunoğlu, 2016:50).

2.1.7.Brezilya Krizi

1990'lı yıllar boyunca kronik olarak dış açık veren Brezilya, 1994 yılında Real Plan uygulaması ile kamu maliyesini düzeltmeyi, enflasyonist beklentileri ve ekonomideki temel fiyatları reale ve reali de eski para birimi cruseiroya her gün değişen kurlarla endekslemeyi ve yeni para birimi olarak realin kabul edilmesini hedeflemiştir. Bu hedefler doğrultusunda Brezilya, başarılı bir büyüme göstermiştir. Uluslararası yatırımcıların fonları Brezilya'ya akarken aynı zamanda ülkenin cari işlemler açığı sürekli artmaya başlamıştır(İnan, 2000:11).

Asya krizinden sonra yatırımcılar, Brezilya'nın Real Planı'nın istikrarı ve cari işlemler açığının sürdürülebilirliği hakkında kuşku duymaya başlamışlardır. Yabancı yatırımcılar ülkeden yatırımlarını çekmeye başladıklarında Brezilya'nın 40 milyar

USD'lık rezervi de Real Plan'ı sürdürmeye yeterli olmamıştır. Döviz rezervleri eriyen Brezilya, önce kısa vadeli faizleri artırmış ve sıkı bir bütçe politikası uygulamak için çalışmalara başlamış aynı zamanda da IMF ile destek için görüşmelere başlamıştır(Toprak, 2001:888).

1998 yılında realin USD karşısında aşırı değerlenmesi sonucu sabit kur rejimi uygulayan Brezilya, Federal hükümetin uluslararası tahvil borçlarıyla ilgili yükümlülüklerini zamanında yerine getirememesi nedeniyle kur paritesini sürdüremeyip iflasa düşmüştür. Brezilya Merkez Bankası, reali öncelikle %9 devalüe edip ardından da döviz piyasasına müdahale etmeyeceğini açıklamıştır(Turan, a.g.m.:60). Sonuç olarak, kur dalgalanmaya bırakılmış ve USD karşısında Real %78 değer kaybetmiştir. Sabit döviz kuru uygulaması ile kur 1.21 iken, dalgalanmaya bırakıldıktan sonra 2.15 seviyelerini görmüştür.

1999 yılında "İkiz Açık" olarak adlandırılan cari açık ile birlikte bütçe açığı veren Brezilya, esnek kur rejimi uygulamaya başlamış, enflasyon hedeflemesi uygulaması ile birlikte daraltıcı para ve maliye politikalarını uygulamıştır. Aynı zamanda IMF'den yeni bir finansman paketi sağlamıştır. IMF ile yapılan bu anlaşma ile yeni reformların uygulanması sağlanılmış ve ülkede kamu kesimi 1999-2002 yılları arasında %3,5'luk bir fazla vermiştir(Seyidoğlu ve Yıldız, 2006:220).

2.1.8. Küresel Finansal Kriz

2007 yılının ortalarında başlayıp 2008 yılında kendini açıkça gösteren küresel finansal kriz, ABD ve birçok ülkenin ekonomisinde sarsıcı etkiler yaratmıştır. 2008 Küresel Finansal krizinin çıkış noktası konut fiyatlarından kaynaklanmıştır. Dönemin ABD başkanı Bush, bütçe fazlası veren ve sürekli büyüyen ekonomiyi daha fazla canlandırmak ve evsiz/fakir insanları konut sahibi yapmak için vergi indirimleri yapmış ve konut kredilerinin sağlanması için politikalar uygulamıştır. Aynı zamanda Irak'daki terör bahane edilerek "demokrasi götürme" harekatı nedeniyle savunma harcamaları, toplamda 800 milyar dolar seviyelerini bularak her yıl dış ticaret açığını daha da artırmıştır. Bununla birlikte FED, %6,5 olan faizi %1 seviyelerine indirerek genişletici bir para politikası uygulamıştır. FED'in faiz oranlarını düşürdüğü bu dönemde, bankaların kontrolsüzce verdiği mortgage kredileri ile konuta olan talep artışı, arzın talebi karşılayamaması sonucunda konut fiyatlarının artmasına da sebep olmuştur(Yıldız ve Durgun, 2010:3,4).

Bankalar, kamuoyunda NINJA(No income, no job, no asset) kredileri olarak da bilinen bu kredileri bir işi, geliri ve varlığı olmayan kişilere bile vermişlerdir. Bu kişilerin bir kısmının banka kredilerini ödeyememesinden dolayı banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankalar ise bu durumu bir bahise dönüştürerek kredi geri ödemelerini diğer mali kuruluşlara satarak birer sermaye piyasası aracı olarak kullanmıştır. Ancak bu bahis, krizin yaygınlaşmasına ve finansal sistemin çökmesine aynı zamanda diğer ülkelere sıçramasına da neden olmuştur(Alantar, 2008:2).

ABD finansal sisteminde bahis olarak nitelendirilen bu işlem etik kurallara aykırı olsa da, yasadışı bir durum söz konusu olmamıştır. "Hedge Fund" işlemleri; birisi bir tahvil ya da hisse senedi için fiyatların düşeceğini tahmin ederek oyun kurmak istiyorsa, bu kişi Wall Street'te bir aracıya giderek kendisine fiyat artışı olacağını düşünen birisini bulmasını talep etmekte ve aracı o kişiyi veya kurumu bularak bu işlemleri yürütmekteydi. Böylelikle şirket, kendisini benzer işlemlerde sürekli dalgalanan para değerleri ve mal fiyatlarının getirdiği risklerden korumuş olmaktadır. Bu işlemler, öncelikle küçük çaplı ortaklıklar olarak yöneticilerin kendi parasıyla oynanmış ancak daha sonra bu küçük çaplı ortaklıklar yerini büyük çaplı şirketlere bırakmıştır. "*Örneğin; 2006 ve 2007'de ev piyasasında ev fiyatlarının artışına oynayan Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch gibi finans kurumlarının tahminleri tutmamış ve sonuç olarak iflas etmişlerdir"*(Kazgan, 2012:4).

2008 Küresel Finansal krizinin meydana gelmesindeki ana sebep; piyasadaki likidite bolluğu ve bankaların özensiz bir şekilde herkese kredi vermesinin yanı sıra, verilen bu kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya mortgage kuruluşuna satması olarak bilinmektedir. FED eski başkanı Greenspan, krizin sadece özensizce verilen kredilerden kaynaklanmadığını, asıl nedenin bu kredilerin menkul kıymetleştirilerek tekrar satışa sürüldüğünü ifade etmiştir. Böylelikle kriz, tüm finansal kurumlara ve piyasalara sıçramıştır. Ancak krizin oluşmasına tek sebep bunlar olmayıp ayrıca asimetrik şekilde bilgilerin yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere farklı hızlarla ve farklı biçimlerle ulaştığı saydam bir yapının eksikliğinden de kaynaklanmıştır. Bununla birlikte FED, konut fiyatlarındaki problemlerin ekonominin geri kalanına ve finansal sisteme yayılacağını beklememiş ve buna karşın değişen risk ortamına göre önlem almada gecikmesi de krizin yayılmasına sebep olmuştur(Alantar, a.g.m.:2-5).

Krizin sonucunda konut fiyatlarında önemli düşüşler meydana gelmiş, finansal krizin reel ekonomiye yansıması sebebiyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş ülkelerde hem de GOÜ'de büyüme oranlarında azalmalar görülmüştür. Tüm dünyada işsizlik oranları artmıştır. Finansal krizin etkisiyle birlikte petrol ve gıda fiyatlarındaki artış ile enflasyon oranları hızla yükselmiştir. 19 Eylül 2008 tarihinde Amerikan Hazine Bakanı Henry Paulson, zarara uğrayan bankalardan batık kredileri satın almak için 700 milyar USD'lık kurtarma paketini açıklamıştır. Kurtarma paketi finans piyasalarını bir süre de olsa rahatlatmıştır(Uzunoğlu, 2016:86).

Ancak Furceri ve Mourougane(2009) yaptıkları çalışmada; devlet garantilerinin güçlü bir şekilde ahlaki tehlike yaratacağını ifade etmişlerdir. Herhangi bir kriz döneminde bankaların devlet tarafından aldığı destekler, bankaları olası bir krize karşı risk almaya teşvik edebilmektedir. Böylelikle daha sonraki dönemlerde artan ahlaki tehlike ile gelecekteki finansal istikrar tehlikeye girebilmektedir. Belirsizliği ve riski azaltmak için şeffaflığı artırmanın temel gereklilik olduğunu ifade etmişlerdir.

2.2.Türkiye'de Yaşanan Önemli Ekonomik Krizler ve Sermaye Hareketleri

Dünyada yaşanmış birçok ekonomik krizin sıçrama etkisiyle, özellikle GOÜ'in ekonomisini etkilemesi sonucu bu ülkelerde de birçok kriz yaşanmasına sebep olmuştur. Türkiye, dünyada yaşanmış önemli bazı krizlerden etkilenmiş ve kendi içinde de uygulamış olduğu ekonomik ve politik yaptırımlar sonucunda bazı krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Türkiye'de yaşanmış bu krizlerin nedenleri, etkileri ve sonuçları incelenmiştir.

2.2.1.1929 Krizi

1929 Büyük Buhran'ından Türkiye'nin dış pazarla iletişiminin tam serbest olmamasından kaynaklı,birçok çevre ülkeye göre daha az etkilendiği söylense de ekonomik politikaların önemli değişikliklere uğraması konusunda etkilendiği düşünülmektedir. 1929 Buhran'ının Batı dünyasında olduğu kadar Türkiye'de de

iktisadi politikalar ve siyasi seçmenler bakımından bir dönüm noktası olduğu anlaşılmıştır.

Büyük Buhran'ın sonucunda Türkiye'nin ulusal parasının değerindeki düşüş ile ihraç mallarının fiyatlarında azalmalar gerçekleşmiş ve ihracatın değer olarak gerilemesine sebep olarak dış ticaret dengesi üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır(Başkaya, 1986: 64; Aktaran: Bulut, 2003: 86). Ulusal paranın devalüe edilmesi sonucu ihracat oranında yaşanan düşüşlerin yanı sıra özellikle tarımsal ürünlerin fiyatlarında düşüşler gerçekleşmiştir. Tarımsal ürün fiyatlarında ortaya çıkan düşüşleri engellemek için devlet, bazı ürünlerde taban fiyat uygulayarak bu ürünlerin işlenmesi için sanayi tesisleri kurmaya yönelmiştir(Tekeli ve İlkin, 2009: 217; Aktaran: Işık ve Duman, 2012: 81).

1929 da merkez ülkelerin ithalatı azalınca diğer çevre ülkeleri gibi Türkiye'nin de ihraç ettiği ürünlerinin fiyatlarında düşüşler gerçekleşmiş ve ithalat kapasitesi daralmıştır. 1929-31 yıllarında Türkiye, Büyük Buhran'ın etkilerini en aza indirilebilmek için, ithalatı kontrol etmeye ve ithal ikameci sanayiye yönelmeye başlamış, gümrük tarifeleri artırılarak TL'nin değeri korunmaya çalışılmıştır. 11 Haziran 1930 yılında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası kurulmuştur. 1933 yılında Beş Yıllık Sanayi Planı uygulanmış ve böylelikle ithal ikameci sanayileşme stratejisinin temeli atılmıştır."*Sanayinin, milli hasıladaki payı 1929'da % 10 iken, 1939'da % 18'e yükselmiştir. 1930-39 yıllarında milli gelirin ortalama yıllık artış oranı % 6 olmuştur ancak 1933-39 arasında ortalama % 9'a yükselmiştir"* (Özgöker, 2019).

Genel olarak 1929 Büyük Buhran'ının Türkiye'ye etkileri; yabancı ülke paralarına göre TL'nin değer kaybetmesi, iç ve dış ticaret hadlerinin ülkenin aleyhine gelişmesi, ihracatın gerilemesi ile birlikte ithalatın da azalması ve ithalat yapısının değişmesi gibi düşünülmektedir. Aynı zamanda ekonomik yapıdaki dengesizlikleri gidermek için uygulanmış politikalar, 1929 yılı öncesinden farklı olarak devletin etkin müdahalesi ve sanayileşme konusundaki yaptırımları ile devletçilik ilkesinin ilk adımlarını oluşturmuştur(Bulut, 2003:87-89).

2.2.2.1946-1954 ve 1958 Krizleri

Türkiye II. Dünya Savaşı'na girmemesine rağmen ekonomik olarak bir çöküş yaşamıştır. ABD'den gelecek yardımlara muhtaç kalmış ve bu bağlamda ABD, Türkiye'ye siyasi ve ekonomik anlamda yaptırımlar uygulatmıştır. Türkiye 7 Eylül 1946 yılında "Yedi Eylül Kararları" altında devalüasyon kararı almış ve bir dolar 1.27 TL'den 2.8 TL'ye yükselmiş ve TL %40 değer kaybetmiştir(Özkan, 2019: 73).

Ancak 7 Eylül Kararları ile beklenen sonuca ulaşılamamış ve 1946 devalüasyonu ağır sonuçlar doğurmuştur. Üretimde beklenilen sonuç sağlanamamış, devlet harcamaları artarak bütçe açığı verilmiştir. TL'nin satın alma gücü düşmüştür. İthalat oranının azaltılması için devalüasyon uygulanmış, ancak tam tersi bir durumla karşı karşıya kalan Türkiye'de ithalat oranı artarak ihracat oranı azalmıştır(Çelebi, 2001: 60).

1946 yılı Türkiye'de dış borçlanma açısından önemli bir tarih olmuştur. Bu yılda dışarıdan önemli oranda bir kredi finanse edilmemesine rağmen, uzun vadeli dış borçlarda bir önceki yıla nazaran %98,2'lik bir artış meydana gelmiştir. Bunun sebebi ise bu yılda yapılan devalüasyon olarak gösterilmiştir(Yavuz, 2009:212). Türkiye ekonomisinde yaşanan bu krize yapılan dış yardımlar sayesinde ekonomi biraz canlanmış ve sanayi politikaları terk edilerek ekonomi politikaları ön plana çıkmış ve tarımsal kalkınma politikaları uygulanmıştır.

1954 yılına gelindiğinde; ABD, Marshall Yardımları ile ithal ürünleri teşvik ederek Türkiye'ye satmıştır. 1950-53 Kore Savaşı nedeniyle dünya girdi ve çıktı fiyatları yükselmiş bu da Türkiye için ağırlaştırıcı ekonomik faktörlere sebep olmuştur. Bu sebeple dış borçlar ödenemez hale gelmiş, enflasyon oranı %20 olarak gerçekleşmiştir. Üretim ve ihracat düşmüş, ithalat borcunu ödeyemeyecek düzeye gelmiştir(Onaran, 2019: 103).

1958 yılında ise Türkiye, ağır dış ticaret borcu ile karşı karşıya kalmış ve TCMB piyasayı canlandırmak için artırmış olduğu para arzı ile enflasyon oranının iki haneli rakamdan üç haneye yükselme riski artmıştır. Avrupa ülkeleri Türkiye'ye borç verme konusunda ciddi tereddütler yaşamıştır. Üretim, çoğunlukla ithal hammadde ve girdilere bağlı olmuştur. Bu kriz sürecinde IMF'ye başvurulmuştur. Stand by

anlaşmasının temel yaptırımları olan kambiyo denetimi uygulanmış ve bu sebeple TL tekrardan devalüe edilerek değeri azaltılmıştır(Onaran, a.g.e.:104).

2.2.3.1969-1974-1978 ve 1980 Krizleri

1960'ların sonlarında Türkiye; yabancı sermaye ve dış krediye bağımlı hale gelmiş, enflasyonist bir ortamda büyüyen, ithal ikame politikası uygulayan bir ekonomiye sahip olmuştur. Türkiye ithalata olan bağımlılığından dolayı bir alt yapı oluşturamamıştır. Yatırım mallarındaki dış ülkelere bağımlılık, fiyatların kontrol edilemez bir duruma gelmesine neden olmuş, dış yardım ve yabancı sermayeye bağımlılık ise bu yardımlar azaldığında veya kesildiğinde ekonomiyi daha kırılgan bir durumasokmuştur. Bu nedenlerden dolayı ekonomik durumu tehlikeye giren Türkiye, uluslararası finans kuruluşlarından kredi alabilmek için bazı önlemler almış ve 9 Ağustos 1970 yılında TL'yi devalüe etmiştir. Bu devalüasyon sonucunda, 1 dolar 9 TL'den 15 TL'ye yükselmiştir(Bayram, 2019:120).

Ancak 1970 devalüasyonu gerekli reformları sağlayamamış ve sanayi kesimi iç piyasaya yönelik üretimi sürdürmüştür. İhracatın GSYİH içindeki payı ortalama %3,5 düzeyinde iken, sanayi ürünlerinin ihracatı ise %2'nin altında kalmıştır. 1970'li yıllarda Türkiye ekonomisi, üretimin en çok içe dönük olduğu bir dönem olarak tarihe yazılmış ve bu sebeple sanayi uluslararası bir etkinlik kazanamamıştır(Pamuk, 2014: 238-241; Aktaran: Bayram, 2019: 121).

1973 yılında yaşanan Petrol krizi ile birlikte Türkiye'deki petrol fiyatları neredeyse dört kat artmış, mevcut hükümet sübvanse yoluyla mücadele etmeye çalışarak sorunları ertelemiştir. Bu dönemde tüketim harcamaları artış göstermiş ve faizler düşürülmüştür. 1972 yılında vadeli mevduat %31,2 iken, 1973 yılında %27,7 oranında seyretmiştir(Minibaş, 2016: 150; Aktaran: Atakişi, 2019: 138).

1974 yılında ham petrol fiyatlarının 2,5 dolardan 11,6 dolara yükselmesi ile Türkiye'de cari işlemler dengesindeki açık üç kat artmıştır. Döviz darboğazı nedeniyle üretimde duraksamalar meydana gelmiş ve bu darboğazı aşmak için ise

dışarıdan borçlar alınmıştır. Bu dönemde 2.3 milyar dolar dış ticaret açığı, 303 milyon dolar da bütçe açığı gerçekleşmiştir(Öztürk ve Saygın, a.g.m.: 6).

1970'li yılların sonlarına doğru giderek artan enflasyon hızı, enflasyonist beklentilerin sebep olduğu paradan kaçış olgusu ile tasarrufları reel olarak azaltmasıyla birlikte tasarrufların üretken yatırımlara dönüştürülmesini de caydırmıştır. Enflasyona karşı alınan önlemlerin yetersiz kalması soncunda büyüme, üretim ve istihdam gerilirken enflasyon artmaya devam etmiştir. 1978-79 yılları arasında TL devalüe edilerek 1 dolar 25 TL'ye ardından da 35 TL'ye çıkartılarak TL'nin değeri düşürülmüştür(Atakişi, 2019: 139).

1979 yılında döviz-ithalat-üretim darboğazı biçiminde kendini gösteren ve dış borçların ödenememesinden kaynaklı yaşanan krizin sonucunda "24 Ocak 1980 Kararları" ile Türkiye'de yeni bir döneme geçilmiştir. Aynı zamanda da, 1975-79 yılları arasında vergi yükünün %18,6 olmasından kaynaklı vergileme şeklindeki kamusal tasarrufların ikinci plana atılması, asıl olarak dış borçlanmanın giderek artması sermaye birikimlerini tıkamış ve 24 Ocak 1980 olarak bilinen diğer bir krizi ortaya çıkarmıştır. Enflasyon oranı 1980 yılında %104 olarak üç haneli rakamlara yükselmiştir. Türkiye, IMF ile en uzun stand-by anlaşmasını ilk kez 18 Haziran 1980 tarihinde gerçekleştirmiştir. Bu anlaşma 17 Haziran 1983 tarihinde sona ermiştir. IMF'den alınan yardım, kriz yönetiminin gerekli kıldığı toplam talebi azaltan önlemler ve ekonomik krizi doruk noktasına getiren gelişmeler askeri müdahale ile kontrol altında tutulmaya çalışılmıştır(Ongun, 2002: 48; Kızılot ve Durmuş, 2002: 99; Yavuz, a.g.m.: 216).

2.2.4.1991 Körfez Krizi

1989 yılından itibaren Türkiye'de gerçekleşen finansal liberalizasyon ile birlikte sermaye hareketlerinde başlayan serbest dolaşım ülkeyi ekonomik anlamda daha kırılgan hale getirmiştir. 1980'li yıllarda yaşanan krizler ve sürekli devalüasyonlar 1990'lı yıllarda yaşanmış krizlerin altyapısını hazırlamıştır.

1990 yılında Irak'ın Kuveyt'i işgal etmesiyle petrol fiyatlarındaki artış, enflasyonu artırarak para piyasasında faizleri de yükseltmiştir. Birleşmiş Milletlerin, Irak'a müdahale etmesiyle bankalardan çekilen mevduatlar, mali sektörü likidite

krizine sokmuştur. Döviz ihtiyacı duyan Türkiye'ye TCMB, yüklü miktarda dövizi ülkeye getirtmiştir. Bu durum, finansal piyasalarda yaşanan krizin reel sektöre sıçramasına sebep olmuştur(Akdoğu, 2012: 195).

1991 yılında Irak Savaşı ile beraberinde ortaya çıkan Körfez krizinin Türkiye sınırlarında gerçekleşmesi, Türkiye'deki yabancı sermayenin kaçışına sebep olmuştur. Türkiye'den yaklaşık 2,7 milyar dolarlık sermaye çıkışı olmuş, enflasyon %60 seviyelerinde seyretmiş ve büyüme hızı %0,7'ye kadar düşerek ekonomik bir durgunluk yaşanmıştır. Türkiye ve Irak arasında petrol ticaretinin durması ülkede petrol darboğazı yaşanmasına neden olmuş, aynı zamanda da ABD'nin savaş başlamadan önce Türkiye lehine verdiği sözleri tutmaması krize karşı alınabilecek önlemleri sekteye uğratmıştır(Alkan, 2019: 183-189).

2.2.5.Nisan 1994 Krizi

Türkiye'de 1989 yılı itibariyle finansal serbestleşmenin başlaması sonucu yabancı fonlar ülkeye girmiş ve cari açıkları kapatmak için alternatif bir politika olarak sermaye hesapları kullanılmıştır. Ancak yabancı fonların ülkeye girmesiyle birlikte TL değer kazanmış ve bankaların yurtdışından kredi temin etmesi kolaylaşmıştır. Aynı zamanda TL'nin değerlenmesi ithalatı artırırken, ihracatı azaltmış ve cari açıkları oldukça yükseltmiştir. İhracattaki duraklama ve ithalattaki artış sonucunda 1993 yılında cari işlemler açığı 6 milyar 433 milyon dolara ulaşmış GSYİH'nın %3,3'üne erişmiştir(Güloğlu ve Altunoğlu, a.g.m.: 121).TL'nin cari açık karşısında sürekli devalüasyona uğraması faizlere yansımış ve yurtiçi faiz oranının yükselmesine neden olmuştur.

1993 yılında iç borç faiz oranlarını düşürmek için borçlanma miktarına sınırlamalar getirilmiş ve Hazine'nin Merkez Bankası kaynaklarından kullanabileceği Kısa Vadeli Avans miktarı artırılmıştır. Tahvil ve bonolardan sağlanacak gelire %5 gelir vergisi stopajı konulması, iç borçlanma piyasasını olumsuz yönde etkilemiş ve hükümet faizleri düşürmek için Merkez Bankası kaynaklarından borçlanma politikasını uygulamıştır(Bahçeci, 1997: 82).

Devlet iç borçlanma payının giderek artması(1993 yılında DİBS stokunun M2Y'ye oranı %46,6 olmuştur)ve Kısa Vadeli Avans'ın kullanılması likiditenin piyasada kalmasına yol açmıştır. Merkez Bankası bazı politikalar ile faiz oranlarını düşürme amacına uygun olarak bankalararası para piyasası(Interbank) işlemlerinde faiz oranlarını yükseltememişlerdir. Bu durum karşısında piyasadaki fazla likidite, dış dengenin bozulması, kurun değer kazanması ve devalüasyon beklentileriyle 1994 yılında dövize eğilim göstermiştir(Parasız, 1996: 251; Bahçeci, a.g.e.: 83).

1994 yılı başlarında resmi kur ile rezerv kur arasındaki fark %23'ü geçmiş, 24 Ocak 1994 tarihinde TL %14 oranında devalüe edilmiştir. Ancak TL'nin değer kaybı devam ederek Ocak-Nisan ayları arasında %172'ye kadar yükselmiştir. Cari açıktaki artışlar ve TL'deki hızlı değer kaybının getirdiği güvensizlik sonucu yabancı sermaye çıkışları gerçekleşmiş ve bankalar oluşan açıkları kapatmak için Merkez Bankası rezervlerini kullanmaya başlanmışlardır. Bunun sonucunda Merkez Bankası rezervleri hızla erimeye başlamış ve 1 Mart 1994'te MB'de 3.3 milyar dolar rezerv kalmıştır(Güloğlu ve Altunoğlu, a.g.m.: 121,122).

Hükümetin kamu bütçesinin finansmanı için gerekli tahvil ve bono satışını yapmaması ve bu kağıtlardan vergi alması, faiz oranını düşük düzeyde belirlemesi gibi uygulamaları sonucunda bütçe açıklarının finansmanı oldukçamaksimumseviyelerdeve minimum zamanda Merkez Bankası'ndan sağlanılmıştır. Aynı zamanda 14 Ocak 1994 tarihinde Standard & Poor's ve Moody's adlı derecelendirme kuruluşları daTürkiye'nin kredi notunu düşürmüşlerdir. Yaşanan bu olaylar karşısında 1994 krizi tetiklenmiştir.1994 krizinin nedeni olarak, hükümetin kamu borçlanma ihtiyacının karşılanmasında yanlış izlediği politikalardan kaynaklandığı düşünülmektedir. Sermaye hareketlerinin sınırsız olduğu bir ekonomide, faiz oranlarının düşük tutulması ile dövize olan talebin artabileceği ve ülke dışına sermaye kaçışına sebep olabileceği göz ardı edilmiştir(Yıldırım, a.g.e.: 99,100).

1994 krizi sonucunda serbest piyasa ekonomi anlayışına geçmekte olan Türkiye, kendi ekonomisinde kronikleşmiş enflasyonu kontrol altına alabilmek ve para, döviz, sermaye, mal ve emek piyasası arasında baş gösteren dengesizlikleri gidermek amacıyla "5 Nisan 1994 Kararları"nı uygulamaya koymuştur. Bu kararlar ile; uluslararası piyasalarda güvenin oluşturulması, rezervlerin güçlenmesi, ödemeler dengesinin iyileşmesi, döviz kurunun hedeflenen enflasyon ile uyumlu bir şekilde gelişmesi, spekülatif hareketlerin oluşmaması, mali piyasalarda istikrar sağlanarak

kamu açıklarını azaltılması, MB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünün artırılması, gayrimenkul yatırım fonları üzerinde düzenleyici tebliğler çıkartılması ve repo işlemleri ile ilgili yeni düzenlemeler oluşturulması gibi uygulamalar sağlanılmış, özelleştirmeler artırılmıştır(Parasız, a.g.e.: 219-265).

1994 yılında yaşanılan krizin aşılmasında 5 Nisan Kararları kısmen başarılı olmuştur. 5 Nisan Kararları ile hükümetin iç borç faiz oranlarını yeniden yükseltmesi, mevduata devlet güvencesinin verilmesi ve döviz piyasalarına müdahale edilmesiyle finans piyasalarında yaşanan kriz aşılmıştır. Kamu harcamalarının kesilmesi ve ek vergiler ile bütçe açığı daraltılmış, ancak ek vergilerin kalıcı olmaması sebebiyle sağlanan gelir artışı ekonomide kısa dönemde bir rahatlama sağlasa da mali disiplinin sürdürülmesinde yeterli olamamıştır. Diğer yandan reel kesimdeki kriz, temel problemlerin çözülememesi sebebiyle devam etmiştir. 5 Nisan Kararları ile finansal bunalım ve kriz aşılmış ancak istikrar sürecinin gereklerinin yerine getirilmemesi nedeniyle düşük enflasyon ve sürdürülebilir büyümede kalıcı başarıya ulaşılamamıştır(Bahçeci, a.g.m.: 134).

2.2.6. 2001 Bankacılık Krizi

Türkiye, 2000 Kasım ayında dövizi de hedef alan yoğun spekülatif saldırıyı yüksek faiz, 5.36 milyar dolarlık rezerv kaybı ve 7.5 milyar dolarlık ek IMF kredisi ile krizi erteletmiş ancak daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücünü çok büyük oranda kaybetmiştir(Umut, a.g.e.:166).

TCMB, Demirbank'ın fona alınmasıyla birlikte piyasaya yoğun olarak likidite aktarmaya başlamıştır. Hazine'nin dış kredilere garanti vermesi sebebiyle, faiz oranları yüksek olmasına rağmen dövize olan talep artmaya devam etmiştir. Merkez Bankası, bu süreç içerisinde milyarlarca dövizi ucuza satmak zorunda kalmıştır. 2000 yılının sonlarına doğru yaşanan bu likidite krizi IMF'den sağlanan ek kredi ile bir süreliğine ertelenmiştir. Ancak reel ekonomide talep azalmış, üretim hızla gerilemiş, işsizlik seviyesi de artmıştır. Ekonomide paranın dolaşım hızı çökmüştür. 2001 Şubat devalüasyonu, 2000 Kasım krizinin devamı olmuştur. Ancak kur artışı yüksek faiz karşılığında ertelenmiştir. Döviz çıpası rejimi uygulamasının sürdürülemeyeceğini olan inanç sonrası kur dalgalanmaya bırakılmıştır(Uzunoğlu, 2019: 260-262).

2001 krizinin tetikleyici unsuru, 1994 krizinde de olduğu gibi; cari açığın varlığı, TL'nin aşırı değerlenmesi, tüketime yönelik ithalatın patlaması ve kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanan artış olmuştur. Aynı zamanda kur çıpası uygulaması ile kırılgan olan bankacılık sektörünün bu uygulama ile birlikte kırılganlığı daha çok artırmıştır(Yıldırım, a.g.e.:115).

2001 krizinin yaşanmasında birçok sebep etkili olmuştur. Türkiye, 1989 yılında "sermaye hareketleri"nin serbestleştirilmesiyle kısa vadeli kazanç amacıyla sıcak paraya karşı savunmasız hale gelmiştir. MB, 2000 yılında uygulamış olduğu döviz çapası rejimi ile kur riskini ortadan kaldırıp faizleri düşürerek bankacılık kesimi tüketici kredileri ve yüksek DİBS portföyü ile riskini daha çok artırmıştır. İç talebin kredi yoluyla patlamasına sebep olmuştur. Türkiye ekonomisi, yüksek kamu açıkları, hızla artan kamu borcu, kamu bankalarında birikmiş oldukça büyük görev zararları ile karşı karşıya kalmıştır. Yüksek enflasyon ve yüksek faiz belirsizliği artırmış ve kamu borcunun çevrilebilirliği tartışmalı bir hale gelmiştir. 2001 Şubat Krizi sonrası"Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmıştır(Uzunoğlu, a.g.e.: 262,263).

"Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile döviz çıpası rejimi uygulamasının son bulması sonucu istikrarsızlık ile meydana gelen güven bunalımını ortadan kaldırmak ve bu gibi problemleri tekrardan yaşamamak için kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak için aşağıda sıralanan dört ana başlık altında 15 yasal düzenlemenin uygulanmasına karar verilmiştir:

- *"Mali sektörün yeniden yapılandırılması,*
- *Ekonomide şeffaflığın artırılması ve kamu finansmanının güçlendirilmesi,*
- *Ekonomide rekabetin ve etkinliğin artırılması,*
- *Sosyal dayanışmanın güçlendirilmesi"*(TCMB, 2001: 13).

III. BÖLÜM: MODEL VE ANALİZ

3.1.Araştırmanın Amacı

Çalışmada ödemeler dengesi hesabı kalemlerinden kısa vadeli yatırımların sıcak para giriş ve çıkışları esnasında Gelişmekte Olan Ülke olarak değerlendirilen Türkiye ekonomisinde finansal kırılganlık yaratıp yaratmadığı ve/veya ne düzeyde yarattığı incelenmiştir. Bu çalışmada, geçmişten günümüze kadar yaşanmış ekonomik krizlerin sıcak para ile arasındaki ilişki incelenmiş, sıcak paranın finansal istikrar üzerindeki etkileri ekonometrik bir modelleme yöntemi ile analiz edilerek sonuçları değerlendirilmiştir.

3.2. Araştırma Modeli

3.2.1.Metadoloji

Zaman serisi yöntemi ile kurulan modelde, sıcak para hareketlerinin(Portföy Yatırımları) makroekonomik bağımsız değişkenler(USD, EUR, TL, Toplam Mevduatlar, ÜFE, TÜFE, DYY, Diğer Yatırımlar, Rezerv Varlıklar) ile arasındaki uzun vadeli ilişki Johansen Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik testleriyle sonuç elde edilmeye çalışılmıştır.

Analizde ilk olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller(Augmented Dickey-Fuller(ADF)) (Dickey ve Fuller,1981) testi ile veri setinin durağan(stationary) olup olmadığı sınanmıştır. İkincil verilerle zaman serisi veya zaman kesiti şeklinde derlenmiş verilerle yapılan parametrik testlerin geçerliliği ve güvenilirliği daha fazladır ancak bu testin uygulanabilmesi için ön koşulu verilerin durağan olmasıdır. ADF birim kök analizi ile verilerin durağan olup olmadığı kontrol edilerek durağan olmayan verilerin farkları alınmış ve durağanlık sağlanılmıştır. ADF birim kök analizi ile birlikte aynı zamanda AR Otoregresif birim kök grafiği ile seride durağanlık sorunu bulunmadığı teyit edilmiştir.

Serinin güvenirliğini analiz etmek için Breusch-Godfrey Serial Correlation LM testi uygulanmış ve bu analiz ile verilerin birbiriyle korelasyonu olup olmadığı teyit edilmiştir.Bu testler sonucunda, serinin durağan olduğu tespit edilmiş ve VAR gecikme uzunluğu seçim kriterlerine göre uygun gecikme uzunluğu saptanmıştır. Johansen Eşbütünleşme testi(Johansen ve Juselius, 1990) ile de veriler arasındaki uzun vadeli ilişki, ardından Granger(1969) nedenselliği ortaya konulmuştur.Gelecek dönemlerdeki hata varyansına olan etkilerine yönelik her bir değişkendeki rassal şokun etkisini hesaplamak için Varyans Ayrıştırma yöntemi kullanılmıştır.Modeldeki bağımsız değişkenlerin(USD, EURO, Krediler(TL), Toplam Mevduatlar, ÜFE, TÜFE, DYY, Diğer Yatırımlar, Rezerv Varlıklar) bağımlı değişkendeki(Portföy Yatırımları) açıklama yüzdesini öğrenmek için En Küçük Kareler Yöntemi(EKKY) ile regresyon testleri yapılmıştır. Son olarak Etki-Tepki analizi ile "bir standart hatalık" şok karşısında değişkenlerin tepkisi Eviews 10 programı aracılığıyla ölçülmüştür.

3.2.2.Veri Seti ve Kaynağı

2007-2019 yılları arasında 148 gözlemden oluşan aylık veriler kullanılarak bir zaman serisi yöntemi ile model kurulmuştur. Zaman serileri olarak daha önce analiz edilmiş ampirik literatüre uygun olarak oluşturulan modeldebağımlı değişken olarak "Portföy Yatırımları(X8)" baz alınmış, bağımsız değişkenler ise "USD(X1)", "EUR(X2)", "Krediler(X3)", "Toplam Mevduatlar(X4)", "TÜFE(X5)", "ÜFE(X6)", "DYY(X7)", "Diğer Yatırımlar(X9)" ve "Rezerv Varlıklar(X10)" olarak belirlenmiştir. Veriler, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'ndan(TCMB) ve Türkiye İstatistik Kurumu'ndan(TÜİK) elde edilmiş ve bulgularla ilgili kısaltmalar Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6. Modelde Kullanılan Veriler ve Açıklamaları

Verinin Adı ve Açıklaması	Kısaltması
(USD)ABD Doları (Nominal Döviz Satış Kuru)-Düzey	X1
(EUR)Euro (Nominal Döviz Satış Kuru)-Düzey	X2
Ticari (TL Üzerinden Açılan)(Akım Veri,%)-Düzey	X3
Toplam (TL Üzerinden Açılan Mevduatlar)(Akım %)-Düzey	X4
Yurt İçi Tüketici Fiyat Endeksi-Düzey	X5
Yurt İçi Üretici Fiyat Endeksi-Düzey	X6
Doğrudan Yatırımlar(Milyon ABD Doları)-Düzey	X7
Portföy Yatırımları(Milyon ABD Doları)-Düzey	X8
Diğer Yatırımlar(Milyon ABD Doları)-Düzey	X9
Rezerv Varlıklar(Milyon ABD Doları)-Düzey	X10

Tablo 7. Modelde Kullanılan Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10
Mean	3.090200	2.524506	240.5347	15.27799	-8.744.459	-8.466.486	-1.325.541	120.8919	237.6870	11.67059
Median	2.567512	1.946093	222.3250	14.68375	-7.790.000	-7.530.000	-1.314.000	595.5000	214.5350	9.978750
Maximum	7.438065	6.378340	427.0400	34.48000	1091.000	4778.000	13466.00	7273.000	457.1600	24.11000
Minimum	1.707833	1.176086	138.6700	8.415000	-3.254.000	-9.341.000	-7.999.000	-8.636.000	139.1900	5.946000
Std. Dev.	1.364355	1.316698	76.61480	5.026232	656.8839	2491.939	3161.299	2893.459	83.04536	4.350759
Skewness	1.445148	1.288355	0.777242	1.256981	-0.858866	-0.459695	0.563276	-0.640010	1.231224	1.125885
Kurtosis	4.171349	3.725646	2.725910	5.095126	5.530011	3.377430	5.160150	3.526880	3.810329	3.211926
Jarque-Bera	59.97621	44.19031	15.36452	66.04226	57.66795	6.091008	36.60143	11.81566	41.44175	31.54485
Probability	0.000000	0.000000	0.000461	0.000000	0.000000	0.047572	0.000000	0.002718	0.000000	0.000000
Sum	457.3495	373.6269	35599.13	2261.142	-129418.0	-125304.0	-196180.0	17892.00	35177.67	1727.247
Sum Sq. Dev.	273.6355	254.8530	862864.6	3713.662	63429985	9.13E+08	1.47E+09	1.23E+09	1013790.	2782.579
Observations	148	148	148	148	148	148	148	148	148	148

3.2.3.Verilerin Zaman Serisi Özellikleri

Ekonomik değerler genellikle reel değerleri üzerinden değil logaritmik değerleri için doğrusallık gösterdiğinden serilerin logaritmik değerleri alınmış ve bu nedenle bağımlı ve bağımsız değişken kısaltmalarının başına "FARK" eklenerekbelirtilmiştir.Çoğunlukla zaman serileri düzeyde durağanlık içermemekte ve seriler durağan olmadığında, sahte regresyon sorununu meydana getirmektedir. Sonuç olarak gözlem değerlerinin sonsuza giderken serilerin ortalama ve varyanslarının sonsuza yaklaşmasındankaynaklanan bu durum ortaya çıkmaktadır.

Düzeyde durağan olmayan seriler, birinci farkları alındıktan sonra durağan serilere dönüşüyorsa seriler arasında test yapılabilmektedir. Ancak serilerin birinci farkları alındığında tam durağanlık yakalanamadığı takdirde ikinci farkları da alınabilmektedir. Bu sebeple analize başlamadan önce serilerin durağanlık testi yapılmaktadır.

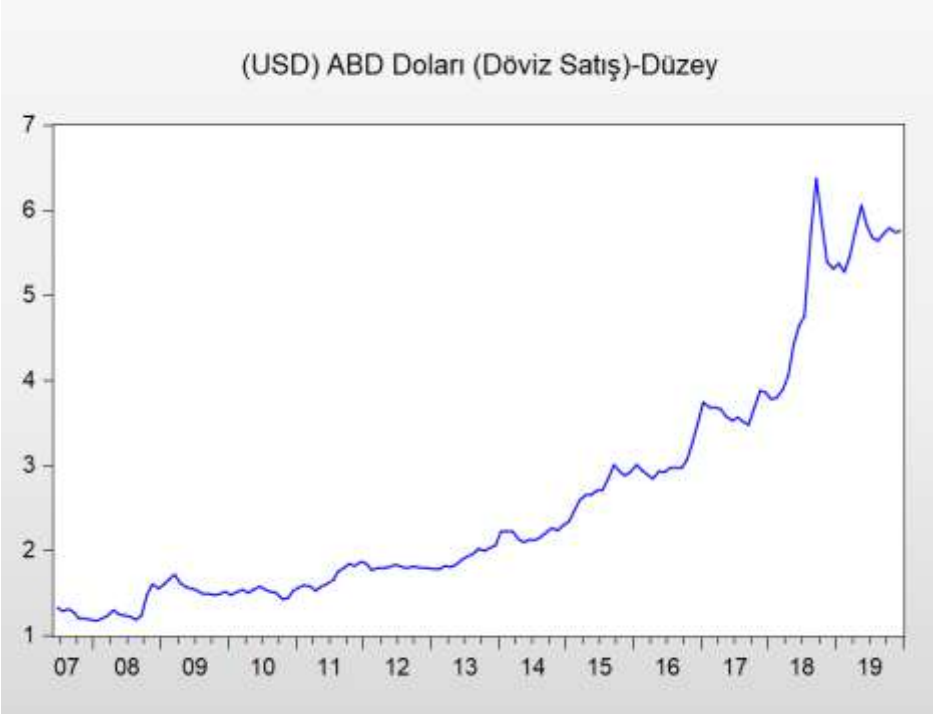
Augmented Dickey Fuller Testi, basit Dickey Fuller testinin genişletilmiş versiyonu olmaktadır. Otokorelasyon problemini ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenler açısından ekstra gecikmeleri dahil ederek testlerini genişletmişlerdir. Genellikle analizlerde basit Dickey-Fuller testi yerine Augmented Dickey-Fuller testikullanılmaktadır. Basit bir deyişle, bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini mevcut modele dahil ederek ve otokorelasyonun ortadan kalktığı yere kadar bu işleme devam edilmektedir (Mushtaq, 2011: 9). ADF ve McKinnon değerleri ile birlikte ve E-views 10 programı aracılığıyla veri setinin durağanlığı analiz edilmiş olup gecikme uzunluğu(maximum lag) değeri Shwarz Info Kriterine göre 83,48 değerinde saptanmıştır. H0hipotezi, ADF birim kök testleri ile "seri durağandır" şeklinde kurulmuştur.

H_0hipotezi: Seri birim köke sahiptir(durağan değildir)($P>0,05$)

H_1hipotezi: Seride birim kök sorunu yoktur (durağandır)($P<0,05$)

X3 harici tüm değişkenler birinci farkları alındığında H0 hipotezi reddedilebilirken, X3 değişkeni ikinci farkı alındıktan sonra H0 hipotezi reddedilebilmiş, yani durağan hale gelmiştir.

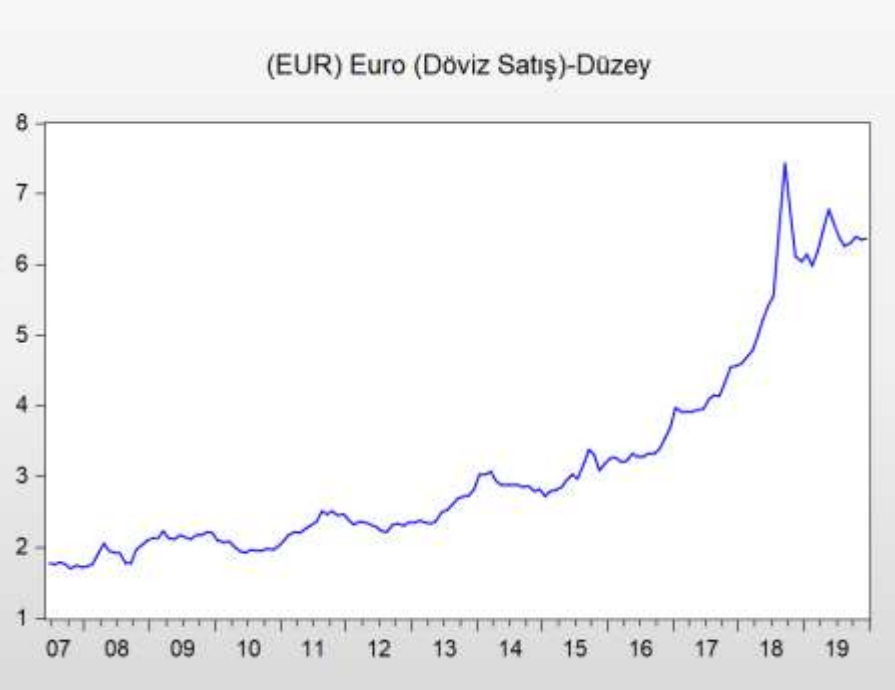
Düzey verilerin zaman serisi grafikleri ve ADF birim kök analizi sonuçları aşağıdaki gibidir.



Şekil 9: FARKX1Zaman Serisi Grafiği

		FarkX1	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.412.271	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.580.788	
	5% level	-1.943.012	
	10% level	-1.615.270	

Tablo 8: FARKX1 ADF Test Değerleri



Şekil 10: FARKX2 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX2	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.938.623	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.580.788	
	5% level	-1.943.012	
	10% level	-1.615.270	

Tablo 9: FARKX2 ADF Test Değerleri



Şekil 11: FARKFARKX3 Zaman Serisi Grafiği

		FARKFARKX3	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.104.306	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.581.120	
	5% level	-1.943.058	
	10% level	-1.615.241	

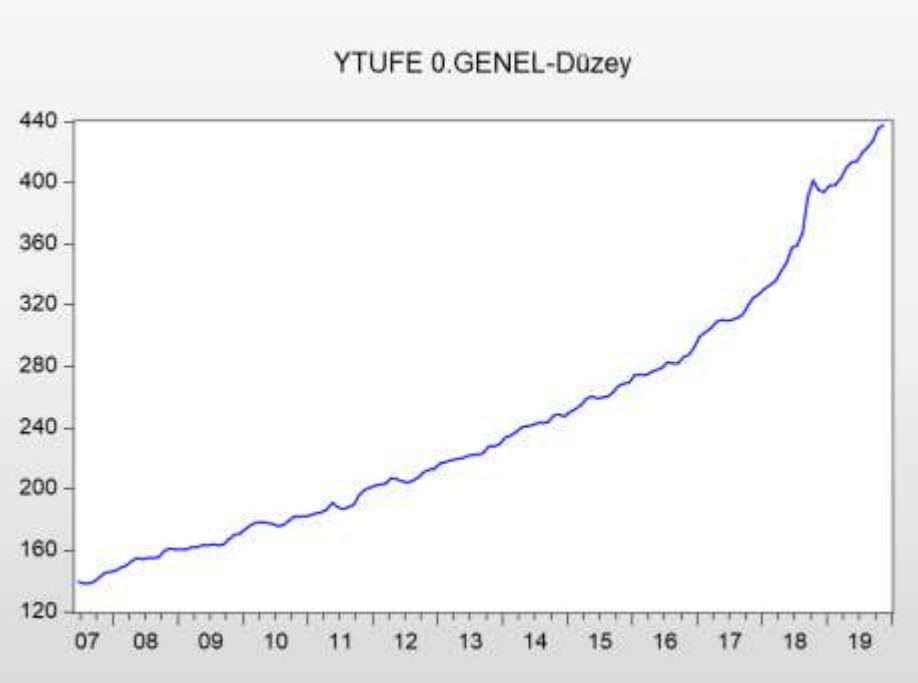
Tablo 10: FARKFARKX3 ADF Test Değerleri



Şekil 12: FARKX4 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX4	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.791.816	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.580.681	
	5% level	-1.942.996	
	10% level	-1.615.279	

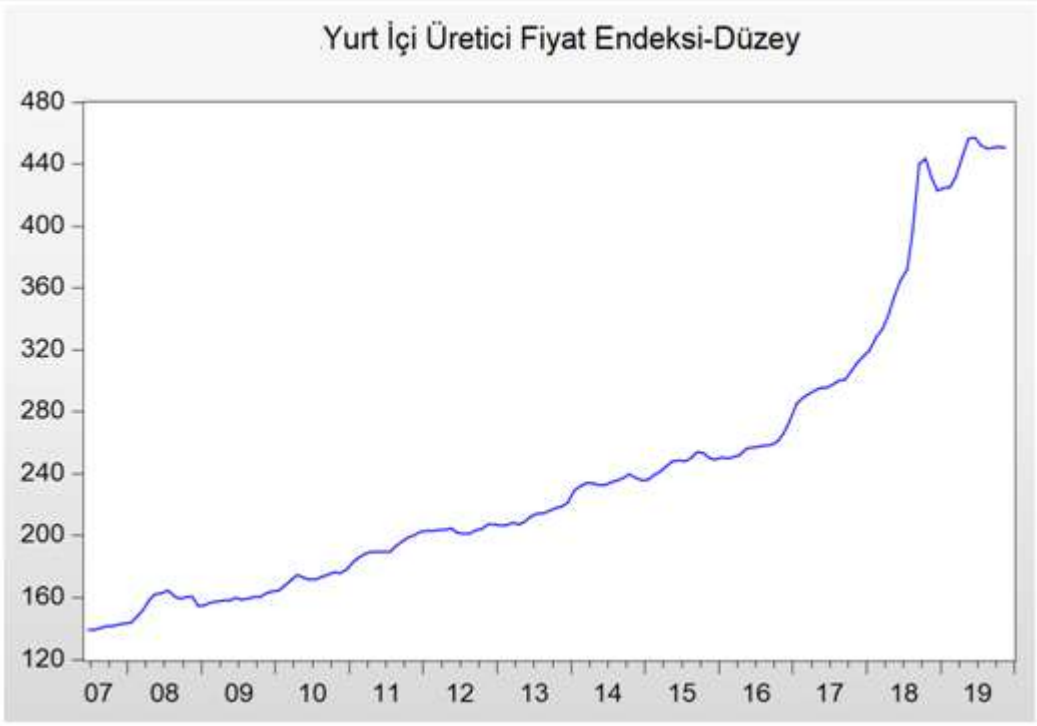
Tablo 11: FARKX4 ADF Test Değerleri



Şekil 13: FARKX5 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX5	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.230.737	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.581.233	
	5% level	-1.943.074	
	10% level	-1.615.231	

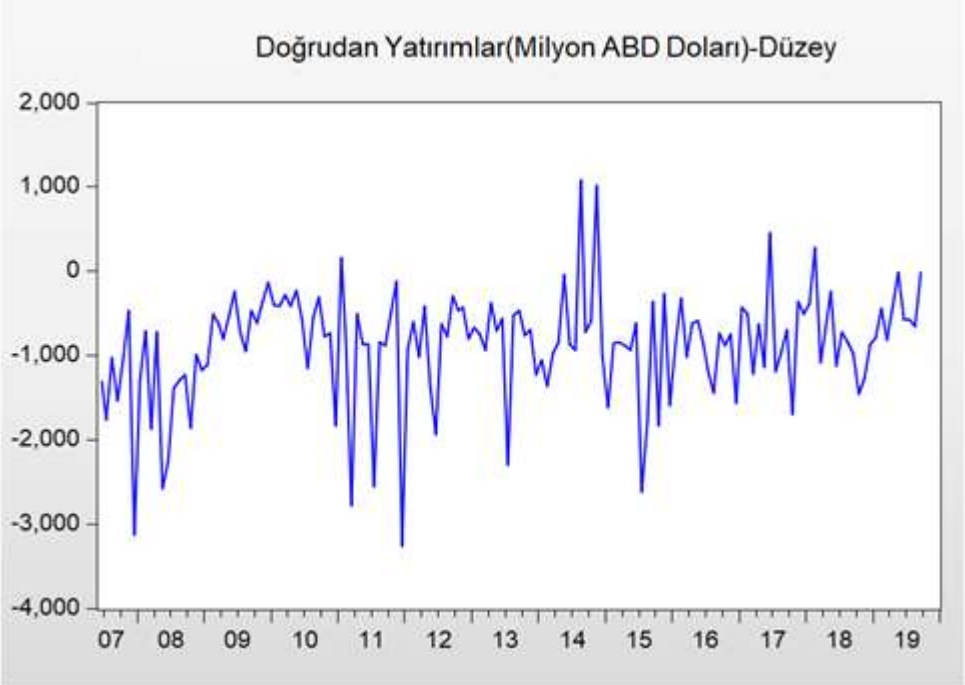
Tablo 12: FARKX5 ADF Test Değerleri



Şekil 14: FARKX6 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX6	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.140.780	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.581.120	
	5% level	-1.943.058	
	10% level	-1.615.241	

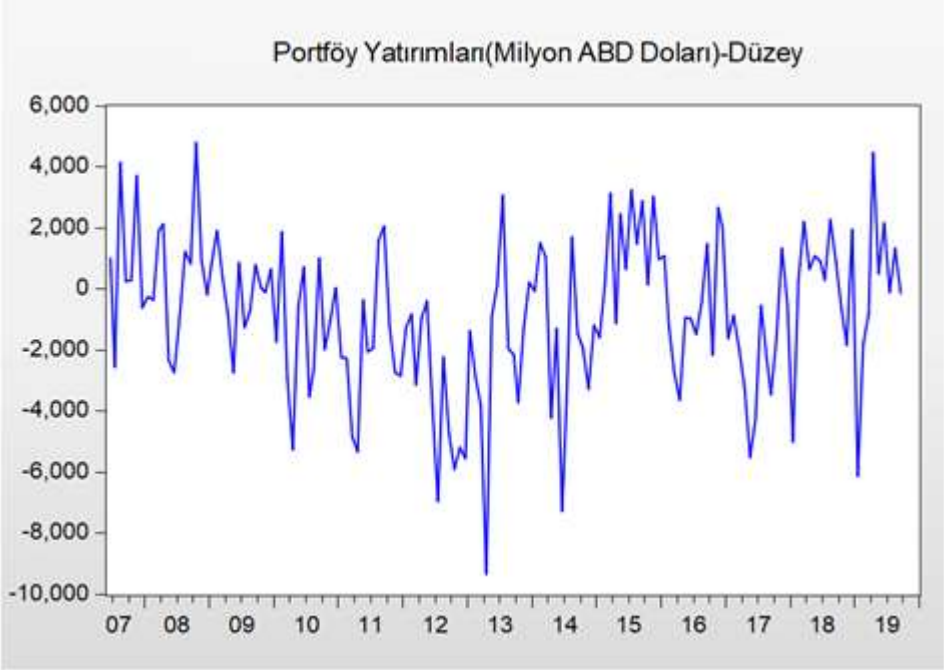
Tablo 13: FARKX6 ADF Test Değerleri



Şekil 15: FARKX7 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX7	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.215.132	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.581.349	
	5% level	-1.943.090	
	10% level	-1.615.220	

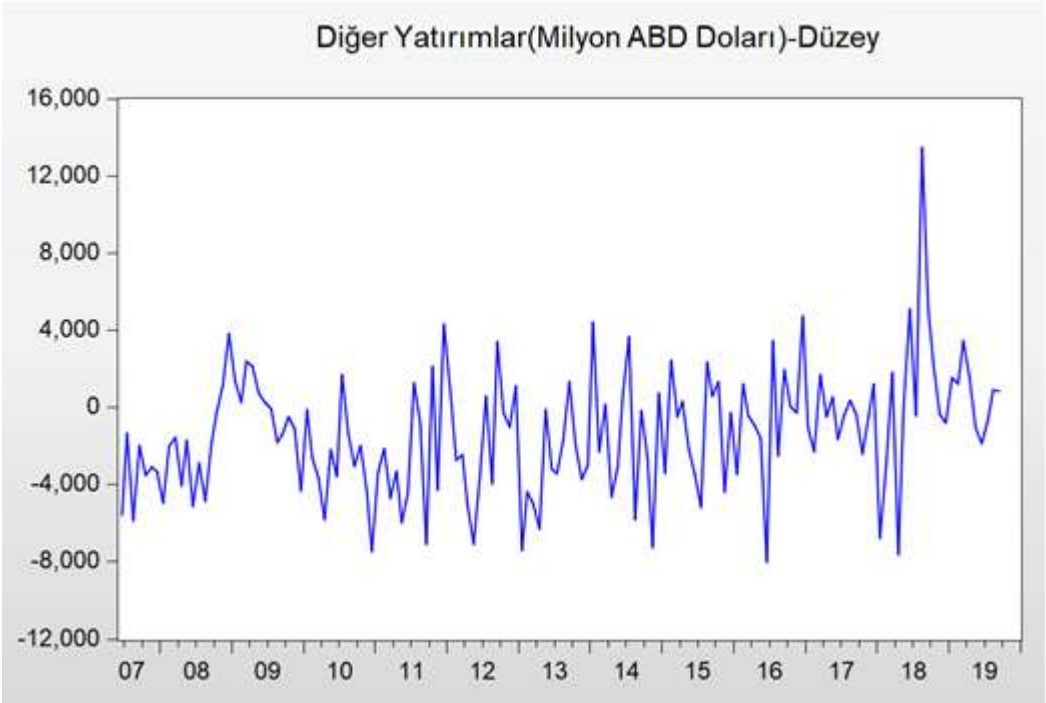
Tablo 14: FARKX7 ADF Test Değerleri



Şekil 16: FARKX8 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX8	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.735.311	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.581.008	
	5% level	-1.943.042	
	10% level	-1.615.251	

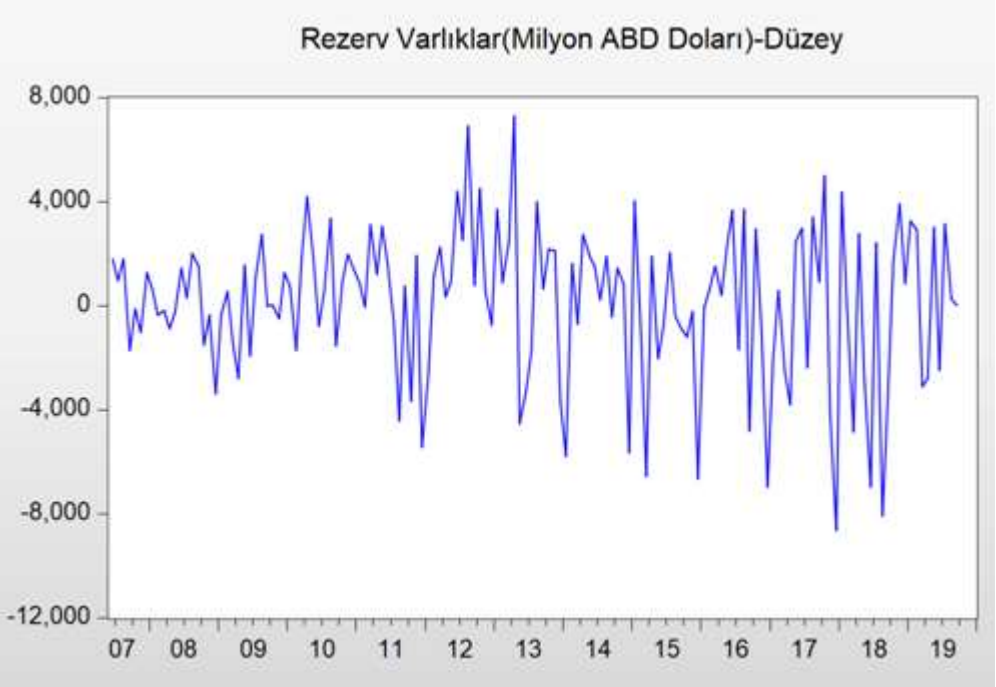
Tablo 15: FARKX8 ADF Test Değerleri



Şekil 17: FARKX9 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX9	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.849.091	0.0046
Test critical values:	1% level	-2.581.233	
	5% level	-1.943.074	
	10% level	-1.615.231	

Tablo 16: FARKX9 ADF Test Değerleri



Şekil 18: FARKX10 Zaman Serisi Grafiği

		FARKX10	
		Sabitli	
		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.544.297	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.580.788	
	5% level	-1.943.012	
	10% level	-1.615.270	

Tablo 17: FARKX10 ADF Test Değerleri

Birim kök analizi sonuçlarına göre toplam ticari faiz(X3) haricinde diğer tüm değişkenler ilk farkları alınarak durağan hale getirilmiştir. Durağan olmayan bu değişkenin ikinci farkı (FARKFARKX3) incelendiğinde ise durağan durumageldiği tespit edilmektedir.Analize "FARKFARKX3" değişkeni ikinci farkı alınarak dahil edilecektir. Bunun sebebi ise değişkenlerin durağan olan halleri, VAR testleri yapılırken kullanılmaktadır.

3.2.4.Kullanılan Yöntemler ve Model

Veri setindeki tüm değişkenleri birlikte elen alan Vektör Otoregresyon(VAR) analizi, kesin olarak içsel ve dışsal değişkenlerinin ayrı tutulması mümkün olmamakla birlikte ekonometrik analizin oluşumunda ekonomi teorilerinin ve kurallarının modelin yapısını değiştirmesine izin vermemektedir. Dışsal değişkenler modelin dışında belirlenirken, içsel değişkenler de bu durumun zıttı olarak modelin içerisinde belirlenmektedir (Özgen ve Güloğlu, 2004: 95).

Daha farklı bir bakış açısıyla eşanlı denklemlerde içsel ve dışsal ayrımını sıradan bulan Sims(1980), Granger nedensellik modelini baz alarak tüm değişkenleri belirli bir zamana kadar ki gecikmeli değeri ile kıyaslayarak VAR modelini aşağıdaki şekilde ifade etmiştir. Aşağıdaki denklemde X'in gecikmeli değerleri Y değişkenini etkilerken, Y'nin gecikmeli değerleri de X değişkenini etkilediğini gösterilmiştir;

$$(1)\quad Y_t = \alpha + \sum_{j=1}^{m} \beta_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} \delta_j X_{t-j} + \varepsilon_{1t}$$

$$(2)\quad X_t = \alpha + \sum_{j=1}^{m} \theta_j Y_{t-j} + \sum_{j=1}^{m} \vartheta_j X_{t-j} + \varepsilon_{2t}$$

Hata terimleri: $\varepsilon 1t$ ve $\varepsilon 2t$

Bu çalışmada, söz konusu değişkenlerin ekonomik döngü içerisinde birbirleri ile devamlı olarak etkileşimde olması nedeniyle VAR modeli yönteminin kullanılması uygun görülmüştür.

Serilerin durağanlık koşulu VAR analizi ile elde edildikten sonraki aşamada ADF birim kök analizleri yapılmıştır. Uygun gecikme uzunluğu da tespit edildikten sonra bu değerin ideal değerden daha büyük olması durumunda tahminlerin ortalama hata karelerini artırırken, aynı zamanda daha küçük olması durumunda da tahmin varyansını artırmaktadır (Özçiçek ve McMillin'den aktaran Kök ve Uyğur, 2014:11). VAR analizi verileri, uygun gecikme uzunluğu tespit edildikten sonra yorumlanamamakta olup analiz sonuçları Tablo 18'de verilmiştir. Bu veriler, daha sonraki aşama olan etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması için yeni bulgular sağlamaktadırlar.

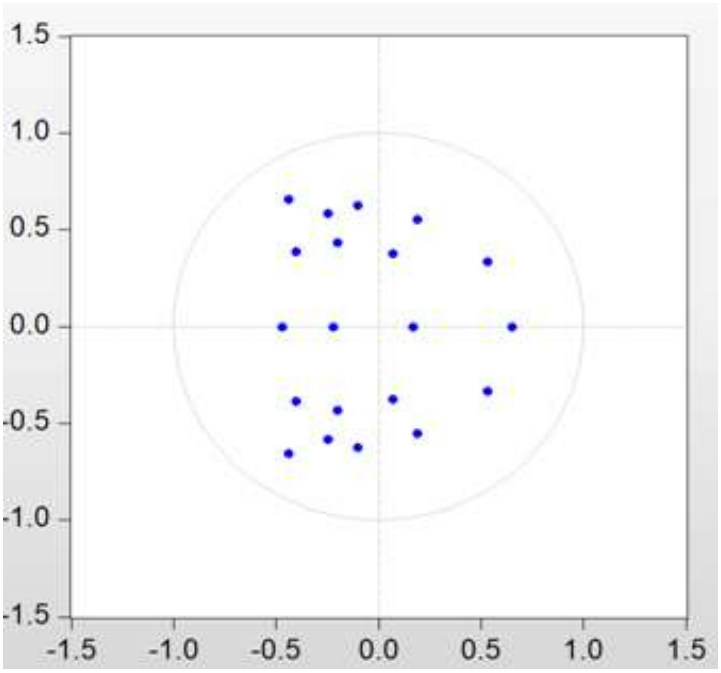
Tablo 18'de görüldüğü üzere ardışık modifiye edilmiş LR test istatistiğine göre optimum gecikme uzunluğu 3 olarak belirlenirken, son kestirim hatası (FPE), Akaike bilgi kriteri (AIC), Hannan-Quinn bilgi kriterine(HQ) göre gecikme uzunluğu 2, Schwartz bilgi kriterine (SC) göre ise 1 olarak önerilmiştir. Log Longth Criteria ile en uygun gecikme uzunluğu seçimi için maksimum8 gecikme uzunluğuna kadar denenmiş ve en uygun gecikme uzunluğunun 2. gecikme olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 18: VAR Modeli İçin Optimum Gecikme Uzunluğu Seçimi.

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-5.716.926	NA	5.26e+23	82.99893	83.21105	83.08513
1	-5.412.711	559.9325	2.74e+22	80.03929	82.37260*	80.98749
2	-5.242.588	288.4684	1.01e+22*	79.02302*	83.47754	80.83322*
3	-5.153.422	138.2728*	1.25e+22	79.18003	85.75574	81.85223
4	-5.066.193	122.6256	1.67e+22	79.36512	88.06203	82.89933
5	-4.971.619	119.2458	2.17e+22	79.44375	90.26187	83.83997
6	-4.883.395	98.45250	3.43e+22	79.61443	92.55374	84.87264
7	-4.786.434	94.15107	5.53e+22	79.65846	94.71897	85.77868
8	-4.663.837	101.2757	7.51e+22	79.33097	96.51268	86.31319

Bu verilerin durağan ve değişen varyans – otokorelasyon problemi olmayan şekliyle analiz edilen VAR(1,6) modelinin istikrar şartlarını oluşturduğu ve otoregresif karakteristik polinomun ters köklerinin birim çember içerisinde dağıldığı şekil 19'daanlaşılmaktadır.AR otoregresif birim kök grafiği ile seride durağanlık sorunu bulunmadığı teyit edilmiştir.

Şekil 19: AR Otoregresif Birim Kök Grafiği



Serisel Korelasyon Testi :

Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon LM Testi, seriye dahil veriler arasında serisel korelasyon ilişkisi olup olmadığını test etmek amacıyla kullanılır. Serisel korelasyona sahip seriler rassal özellik taşımayacağından bu seriler ile yapılacak analizlerin güvenilirliği azalmaktadır. Bu nedenle Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon testi yapılarak söz konusu değişkenlerin kendi içinde birbirleriyle serisel korelasyon olmadıklarının öncelikle kanıtlanması gerekmektedir. Karakteristik polinomun ters köklerinin tamamı birim çember içerisinde olduğundan model kararlıdır.Test sonuçları incelendiğinde analiz edilen değişkenlerin birbirleriyle serisel korelasyon (süreklilik-devam ilişkisi)taşımadıkları kanıtlanmıştır (Bkz. Prob.>0,05).

Tablo 19:Breusch-Godfrey Serisel Korelasyon Testi

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık
C	1.708.493	6.673.435	0.256014	0.7983
FARKX1	1.132.320	1.074.367	0.105394	0.9162
FARKX2	-1.442.096	1.208.754	-0.119304	0.9052
FARKFARKX3	1.056.514	2.217.292	0.047649	0.9621
FARKX4	-5.282.709	9.372.999	-0.056361	0.9551
FARKX6	-0.005652	0.025867	-0.218510	0.8274
FARKX7	-0.002511	0.022251	-0.112860	0.9103
FARKX8	0.000921	0.022792	0.040389	0.9678
FARKX9	-7.269.343	2.106.224	-0.345136	0.7305
FARKX10	2.898.852	1.288.318	0.225011	0.8223
FARKX5(-1)	0.122206	0.171198	0.713827	0.4766
ARTIK(-1)	-0.439709	0.169409	-2.595.551	0.0105
ARTIK(-2)	-0.349443	0.121797	-2.869.059	0.0048

R-Kare	0.218819	Mean dependent var	-4.65E-14
Düzeltilmiş R-Kare	0.148336	S.D. dependent var	7.388.590
S.E. Regresyonu	6.818.607	Akaike info criterion	1.597.235
Karelerin Artık Toplamı	61836220	Schwarz criterion	1.623.802
Olasılık Fonksiyonu	-1.152.982	Hannan-Quinn criter.	1.608.030
F-istatistik	3.104.583	Durbin-Watson stat	2.074.936
Olasılık(F-istatistik)	0.000664		

Korelasyon Testi:

Korelasyon analizi değişkenler arasındaki ilişki düzeyini ölçmek maksadıyla yapılır. Artı 1‘e kadar olan korelasyon pozitif korelasyon (arttıkça artan), eksi 1’e kadar olan korelasyon ise negatif korelasyon(arttıkça azalan) şeklinde ifade edilmektedir.

Tablo 20’de görüldüğü üzere;FARKX8’de kırmızı renkli olan değişkenler, FARKX8 ile ters yönlü bir ilişkide, yeşil olan değişkenler ise doğru yönlü bir

ilişkidedir.FARKX8; FARKX1, FARKX2, FARKX4, FARKX6, FARKX7 ve FARKX9 ile negatif yönlü bir ilişki içersindedir. FARKX8; FARKX3, FARKX5ve FARKX10ile de pozitif yönlü ilişki içerisinde olmaktadır.

Bağımlı değişken olan FARKX8(portföy yatırımları)ile FARKX1(0,19), X2(0,21), FARKX3(0,09),FARKX4(0,07), FARKX5(0,08), FARKX6(0,36), FARKX7(0,65), FARKX9(0,04), FARKX10(0,09) arasında parantez içindeki yüzde kadar korelasyon ilişkisi bulunmuştur.

Bu durumda; Portföy yatırımları arttıkça; döviz kuru dolar(USD) için yüzde 19, euro için ise yüzde 21 azalmakta ve TL değer kazanmaktadır. Aynı şekilde toplam mevduatlar üzerinde yüzde 7 oranında bir azalış olmakta ve yurtiçi üretici fiyat endeksinde(ÜFE) yüzde 36 düzeyinde bir azalış göstermektedir. Portföy yatırımları arttıkça, doğrudan yabancı yatırımlar(DYY) yüzde 65 ve diğer yatırımlar da yüzde 4 oranında azalmaktadır.

Portföy yatırımları arttıkça; ticari krediler üzerinde yüzde 9 bir artış olmakta ve yurtiçi tüketici fiyat endeksi(TÜFE) üzerinde yüzde 8 oranında bir artış göstererek enflasyonu artırıcı bir etkisi olmaktadır. Ülkeye portföy yatırımları girdikçe ödemeler hesabı rezerv varlıkları yüzde 9 oranında artmaktadır.

Tablo 20: Korelasyon Analizi

	FARKX1	FARKX2	FARKX3	FARKX4	FARKX5	FARKX6	FARKX7	FARKX8	FARKX9	FARKX10
FARKX1	1	0,937690346	0,483903989	0,614108068	0,036629421	0,073541201	0,190186434	-0,189657977	0,761429966	0,353513095
FARKX2	0,937690346	1	0,500096427	0,603340148	0,017588889	0,116420216	0,201971953	-0,208634134	0,749373535	0,33025863
FARKX3	0,483903989	0,500096427	1	0,439772673	0,014322073	-0,073795777	-0,075404284	0,093437418	0,775531099	0,452028073
FARKX4	0,614108068	0,603340148	0,439772673	1	-0,08064316	-0,029853741	0,104510031	-0,067521981	0,650463372	0,785325713
FARKX5	0,036629421	0,017588889	0,014322073	-0,08064316	1	0,104211077	-0,229471734	0,083000809	0,005021729	-0,115706051
FARKX6	0,073541201	0,116420216	-0,07379578	-0,029853741	0,104211077	1	-0,126048798	-0,361609469	0,014917149	-0,068130129
FARKX7	0,190186434	0,201971953	-0,07540428	0,104510031	-0,229471734	-0,126048798	1	-0,654952145	0,009699126	-0,070608197
FARKX8	-0,189657977	-0,208634134	0,093437418	-0,067521981	0,083000809	-0,361609469	-0,654952145	1	-0,041249832	0,087126276
FARKX9	0,761429966	0,749373535	0,775531099	0,650463372	0,005021729	0,014917149	0,009699126	-0,041249832	1	0,585420246
FARKX10	0,353513095	0,33025863	0,452028073	0,785325713	-0,115706051	-0,068130129	-0,070608197	0,087126276	0,585420246	1

Regresyon Testi:

Çalışmada regresyon testi yapılarak seriler arasındaki ilişki düzeyi ölçülmek istenmiştir. Analizde X6(ÜFE) ve X7(DYY) arasında regresyon ilişkisi bulunmuştur. Regresyon denklemine dahil edilen bağımsız değişkenlerdeki değişimin bağımlı değişkenleri açıklama yüzdesi(r2), %65'dir. Geri kalan %35 ise denkleme dahil edilmeyen diğer bütün evrendir(hata terimi). Diğer değişkenler için regresyon ilişkisinin anlamlı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 21: Regresyon Analizi

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistik	Olasılık	Anlamlılık Düzeyi (p>0,05)
FARKX1	-1.343.686	3.994.688	-0.336368	0.7371	Anlamsız
FARKX2	9.299.812	4.500.812	0.206625	0.8366	Anlamsız
FARKFARKX3	-3.120.939	8.834.750	-0.353257	0.7244	Anlamsız
FARKX4	-3.010.216	3.473.977	-0.086650	0.9311	Anlamsız
FARKX5	-0.008742	0.246813	-0.035420	0.9718	Anlamsız
FARKX6	-0.583716	0.082003	-7.118.239	0.0000	Anlamlı
FARKX7	-0.635370	0.066540	-9.548.685	0.0000	Anlamlı
FARKX9	-3.282.349	7.764.809	-0.422721	0.6732	Anlamsız
FARKX10	1.420.848	4.802.650	0.295847	0.7678	Anlamsız
C	9.776.868	2.463.530	0.396864	0.6921	Anlamsız
FARKX8(-1)	-0.186821	0.065586	-2.848.498	0.0051	

R-kare	0.654898	Mean dependent var	-6.465.753
Düzeltilmiş R-kare	0.629335	S.D. dependent var	4.147.517
S.E. of Regresyonu	2.525.102	Akaike info criterion	1.857.830
Karelerin Artık Toplamı	8.61E+08	Schwarz criterion	1.880.310
Olasılık Fonksiyonu	-1.345.216	Hannan-Quinn criter.	1.866.964
F-istatistik	2.561.890	Durbin-Watson stat	2.542.351
Olasılık(F-istatistik)	0.000000		

Durağan hale gelmiş (birim kök içermeyen)seriler ile VAR model kurularak değişkenler arasındaki ilişki ortaya konulmaktadır. VAR modelin amacı parametreleri tahmin etmek değil, regresyonun hata terimi ile korelasyon ilişkisi içinde olmaması sakıncasını ortadan kaldırmak üzere VAR model kurulmakta ve böylece regresyon ilişkisi ile önlenemeyen korelasyon etkisinden kurtulmak mümkün olmaktadır. Gelişmiş model kurulmadan önce VAR model tahmini yapılmaktadır.

VAR analizi katsayıları direkt olarak yorumlanamadığından çalışmanın bu kısmında yer verilmemiştir ancak detayı için EK-1 incelenebilir. VAR analizinden sonraki aşamada etki-tepki fonksiyonları, varyans ayrıştırması ve nedensellik testleri yapılarak yorumlara devam edilecektir. Etki-tepki fonksiyonları, varyans ayrıştırması ve nedensellik testlerinin detayları **3.2.5. Analiz Sonuçları** bölümünde yer verilmiştir.

3.2.5.Analiz Sonuçları

3.2.5.1.FARKX8, FARKX6 ve FARKX7 Göstergeleri İçin Varyans Ayrıştırması Bulguları

Varyans ayrıştırması yöntemi,değişkenlerin varyansı incelendiğinde değişimin yüzde kaçının kendi gecikmeleri ve yüzde kaçının diğer değişkenler ile açıklandığını belirtenbir yöntem olarak modelde uygulanmaktadır. Değişkenin dışsal bir değişken olduğu söyleyebilmek için varyanstaki değişimin tamamı veya tamamına yakını kendisi ile açıklanabiliyor olması gerekmektedir.(Tarı'dan aktaran Kök ve Uyğur, 2014, s:17). Varyans ayrıştırmasının temelamacı, her bir değişkendeki rassal şokun ayrı ayrı gelecek dönemlerin öngörüsündeki hata varyansına olan etkisini ölçmektir.

Tablo 22'de de görüldüğü üzere FARKX8 değişkeni ile diğer değişkenler arasındaki etkileşimin süresi;FARKX8'deki azalışla birlikteFARKX7 ilk üç ayda artıyor, FARKX6 ilk üç ayda azalıyor iken diğer değişkenler sabit kalmaktadır. Etkiyi üç aydan sonra kaybetmekte ve bütün değişkenler için nötr olmaktadır. Varyans ayrıştırma ile regresyon ilişkisi teyit edilerek, ilişkinin yönü ve süresi ortaya konulmuştur.

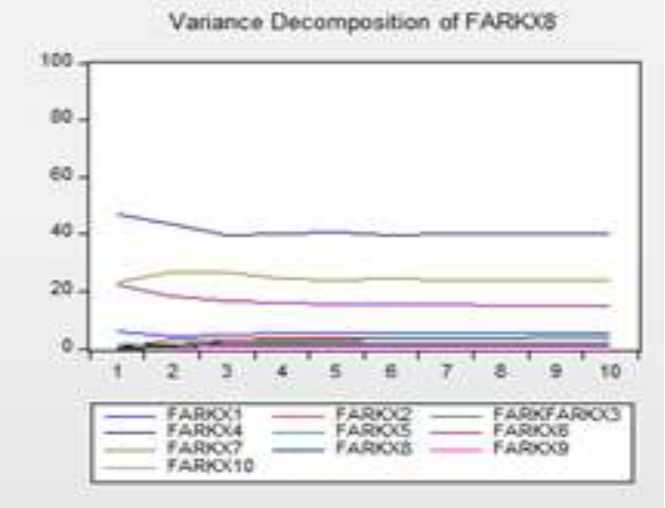
Tablo 22: Varyans Ayrıştırması Bulguları

Dönem	Standart Sapma	FARKX1	FARKX2	FARKFARKX3	FARKX4	FARKX6	FARKX7	FARKX8	FARKX9	FARKX10	FARKX5(-1)
1	0.001147	0.857615	0.917224	0.014773	0.003216	0.014524	0.004861	0.002003	0.001719	0.007342	0.002844
2	0.009562	0.142271	0.082689	0.102398	0.191856	0.019944	0.021684	1.29E-07	0.412043	0.147545	0.000929
3	0.010008	0.000113	8.65E-05	0.094208	0.564614	0.003866	0.018275	0.003010	0.005828	0.801079	0.000973
4	0.857510	1.30E-09	3.31E-09	0.025454	0.109298	5.69E-06	0.005256	0.002374	0.264123	0.013794	7.92E-05
5	0.121055	2.89E-07	1.07E-07	0.005121	0.130821	0.001039	0.000710	7.31E-05	0.048451	0.030114	1.26E-05
6	0.000639	3.12E-08	1.01E-08	0.741065	6.61E-06	0.000316	0.009220	0.002167	0.076908	9.22E-05	0.000628
7	8.04E-05	4.18E-08	2.44E-08	0.016982	0.000188	9.93E-05	1.09E-05	0.001077	0.190928	3.42E-05	0.000255
8	2.83E-17	1.13E-19	1.66E-19	9.20E-14	8.93E-17	0.001103	0.000241	0.014472	6.18E-14	4.02E-17	0.993980
9	7.43E-18	2.49E-20	4.14E-20	1.56E-14	2.90E-18	0.681727	0.674766	0.781957	2.24E-14	2.60E-17	0.000267
10	3.52E-20	1.01E-22	6.35E-22	1.54E-15	1.49E-17	0.275344	0.159207	0.075173	6.53E-16	2.02E-18	3.42E-07
11	9.17E-21	4.27E-21	3.06E-21	4.47E-16	5.86E-18	0.002030	0.105768	0.117693	2.54E-16	1.45E-18	3.12E-05

Varyans ayrıştırma testinin sonuçları incelendiğinde(Şekil 20) FARKX8 değişkeninde 3. Döneme kadar devam eden azalışa FARKX7 değişkeni ters tepki (artış), FARKX6 değişkeni üç dönem FARKX8 ile doğrusal ilişki göstermekte ardından üç değişkende onuncu döneme kadar durağan seyretmektedir. Portföy yatırımları azaldıkça doğrudan yabancı yatırımlar üç dönem süresince artmakta sonra

durağan hale gelmektedir. Üretici fiyat endeksi(ÜFE) ile de doğrusal bir ilişki içerisindedir.

Şekil 20: FARKX8, FARKX7 ve FARX6 İçin Varyans Ayrıştırması Grafiği



3.2.5.2.Eş Bütünleşme Test Seçimi:

Eş bütünleşme testi öncesinde hangi modelin uygulanacağının bilinmesi için model seçimi testi yapılmaktadır. Yapılan analiz sonuçlarına göre(Tablo 23, Tablo 24, Tablo 25)Model 1'in eş bütünleşme testinde kullanılması ile en uygun sonuçlara ulaşılacağı anlaşılmaktadır. Modeller arasından Model 1 'in seçilmesinin sebebi ise; yıldızların yalnız Model 1'e ait sütunlarda olması ve sonuç olarak en iyi bilgi kriterlerine Model 1'in sahip olmasından kaynaklıdır.

Tablo 23: Sıralamaya Göre Olasılık Fonksiyonu Modelleri

Log Likelihood by Rank	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
0	-5.702.542	-5.702.542	-5.702.292	-5.702.292	-5.701.851
1	-5.635.159	-5.634.497	-5.634.247	-5.634.099	-5.633.661
2	-5.573.819	-5.572.956	-5.572.709	-5.572.554	-5.572.117
3	-5.522.019	-5.520.895	-5.520.648	-5.520.480	-5.520.051
4	-5.476.921	-5.475.797	-5.475.550	-5.475.236	-5.474.807
5	-5.446.913	-5.445.724	-5.445.503	-5.439.949	-5.439.553
6	-5.420.664	-5.418.314	-5.418.104	-5.411.776	-5.411.482
7	-5.403.358	-5.398.862	-5.398.681	-5.392.333	-5.392.066
8	-5.389.008	-5.383.544	-5.383.363	-5.376.038	-5.375.771
9	-5.375.531	-5.369.935	-5.369.813	-5.362.401	-5.362.250
10	-5.373.677	-5.362.122	-5.362.122	-5.351.632	-5.351.632

Tablo 24: Sıralamaya Göre Akaike Bilgi Kriterleri Modelleri

Akaike Information Criteria by Rank	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
0	81.97976	81.97976	82.11517	82.11517	82.24793
1	81.32165	81.32635	81.44787	81.45971	81.57863
2	80.74749	80.76328	80.87096	80.89658	81.00163
3	80.30581	80.33187	80.42566	80.46500	80.55626
4	79.95723	79.99718	80.07708	80.12828	80.20566
5	79.81824	79.87117	79.93754	79.92985	79.99379
6	79.73145*	79.78214	79.83477	79.83022	79.88170
7	79.76886	79.80364	79.84279	79.85185	79.88980
8	79.84733	79.88255	79.90782	79.91720	79.94127
9	79.93793	79.98521	79.99740	80.01946	80.03125
10	80.18996	80.16836	80.16836	80.16156	80.16156

Tablo 25: Sıralamaya Göre Schwarz Kriter Modelleri

Schwarz Criteria by Rank	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
0	86.10450	86.10450	86.44615	86.44615	86.78515
1	85.85887	85.88419	86.19133	86.22379	86.52832
2	85.69718	85.75422	86.02689	86.09375	86.36379
3	85.66798*	85.75591	85.99406	86.09528	86.33090
4	85.73187	85.85431	86.05796	86.19164	86.39277
5	86.00535	86.16140	86.33089	86.42631	86.59338
6	86.33103	86.50547	86.64060	86.75978	86.89376
7	86.78092	86.96006	87.06109	87.21452	87.31434
8	87.27186	87.47207	87.53859	87.71296	87.77828
9	87.77494	88.00783	88.04064	88.24832	88.28073
10	88.43944	88.62408	88.62408	88.82351	88.82351

Johansen Eşbütünleşme Testi Bulguları

VAR modeli kurulduktan sonra öncelikle model seçimi yapıldı. Model 1'in en uygun model olabileceği saptanmıştır Eşbütünleşme testi model 1 ile yapılmış olup, Eşbütünleşme analizine bakıldığında (Tablo 26),söz konusu eşitliklerle ilgili olarak P OlasılıkDeğeri<0,05olduğu için (H0:Red)eşbütünleşmenin (coentegrasyon) olduğu ve toplam 9 adet eşbütünleşme denklemi oluşturabileceği görülmüştür. Verilerin uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisine sahip olduğu kanıtlanmıştır.

Tablo 26: Johansen Eşbütünleşme Test Sonuçları

Seriler : FARKX1 FARKX2 FARKX3 FARKX4 FARKX5 FARKX6 FARKX7 FARKX8 FARKX9 FARKX10				
UnrestrictedCointegration Rank Test (Trace)				
H0: Eşbütünleşme Yoktur		Trace	0.05	
H1: Eşbütünleşme Vardır	Eigenvalue	İstatistiği	Kritik Değer	P Olasılık **
H0 : r=0*	0.607761	657.7303	219.4016	0.0000
H0 : r≤1*	0.573413	522.9632	179.5098	0.0000
H0 : r≤2*	0.512982	400.2842	143.6691	0.0000
H0 : r≤3*	0.465465	296.6826	111.7805	0.0000
H0 : r≤4*	0.340831	206.4870	83.93712	0.0000
H0 : r≤5*	0.305504	146.4715	60.06141	0.0000
H0 : r≤6*	0.213655	93.97357	40.17493	0.0000
H0 : r≤7*	0.180706	59.36184	24.27596	0.0000
H0 : r≤8*	0.170703	30.66094	12.32090	0.0000
H0 : r≤9	0.025418	3.707526	4.129906	0.0643
Seriler : FARKX1 FARKX2 FARKX3 FARKX4 FARKX5 FARKX6 FARKX7 FARKX8 FARKX9 FARKX10				
UnrestrictedCointegrationRank Test (Maximum Eigenvalue)				
H0: Eşbütünleşme Yoktur		Trace	0.05	
H1: Eşbütünleşme Vardır	Eigenvalue	İstatistiği	Kritik Değer	P Olasılık **
H0 : r=0*	0.607761	134.7671	61.03407	0.0000
H0 : r≤1*	0.573413	122.6791	54.96577	0.0000
H0 : r≤2*	0.512982	103.6015	48.87720	0.0000
H0 : r≤3*	0.465465	90.19557	42.77219	0.0000
H0 : r≤4*	0.340831	60.01560	36.63019	0.0000
H0 : r≤5*	0.305504	52.49789	30.43961	0.0000
H0 : r≤6*	0.213655	34.61173	24.15921	0.0014

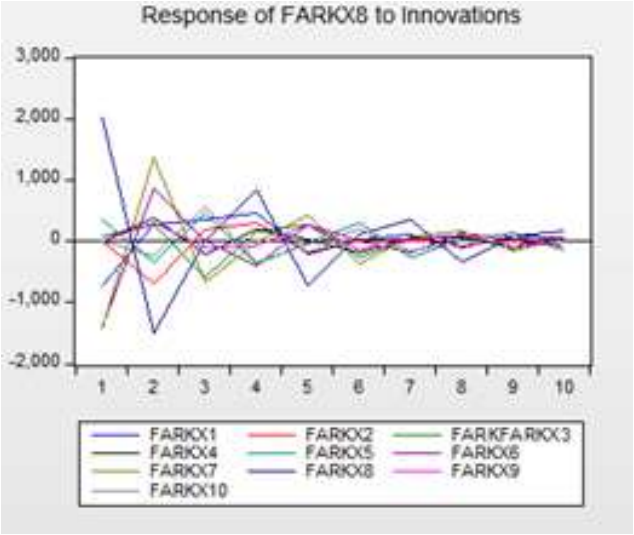
H0 : r≤7*	0.180706	28.70090	17.79730	0.0008
H0 : r≤8*	0.170703	26.95342	11.22480	0.0001
H0 : r≤9	0.025418	3.707526	4.129906	0.0643

3.2.5.3.Etki-Tepki Analizi Bulguları

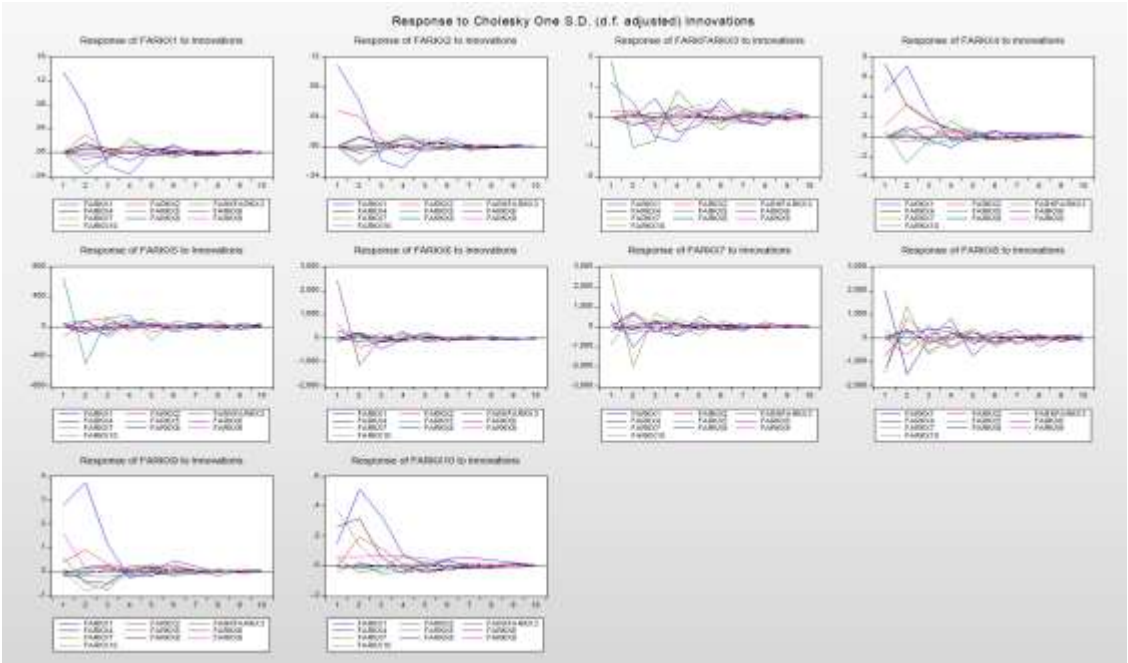
Hata terimlerinden bir tanesinde standart sapma şokunun şuan ve ileriye yönelik değerlerindeki içsel değişimlerine olan etkileri analiz eden etki-tepki modellemesi, gözlemlenen değişkenlerin kendi aralarındaki ilişkileri saptamada önemli bir araç olmaktadır. Makroekonomik bir politika üzerinde "Varyans Ayrıştırması" yöntemi ile en etkili değişkenin ne olduğu, "Etki-Tepki Analizi" ile de belirlenen değişkenin uygulanacak politika için yeterli olup olmadığı tespit edilmektedir (Özgen ve Güloğlu, a.g.m.: 97).

Şekil 21'de deanlaşılacağı gibi etki-tepki fonksiyonlarının zaman içerisinde sıfırayaklaştığı görülmektedir. Bu durum, modelin istikrarlı olduğunun bir göstergesi olmaktadır. Standart sapma hatası verilerek etkinin nasıl bir tepki gördüğü ölçülmektedir. FARKX8 değişkenine, standart sapma hatası verilerek tepkisi ölçülmekte ve ilk 2 ayda azalmakta sonra 4. aya kadar artmaktadır. Daha sonra 5. aya kadar tekrar azalmakta ve 9. aydan sonra nötr olmaktadır.

Şekil 21: FARKX8 Bağımlı Değişkenindeki Bir Birimlik Şokun Diğer Bağımsız Değişkenler Üzerindeki Etki Tepki Analizi



Şekil 22: Tüm Değişkenlerde Meydana Gelen Bir Birimlik Şokun Diğer Değişkenler Üzerindeki Etki Tepki Analizleri



3.2.5.4.Granger Nedensellik Testi Bulguları

VAR nedensellik analizinde, olasılık 0,05 değerinden küçük olanlar için H0:Y1, Y2'nin nedeni değildir hipotezi reddedilerek; Y1, Y2 'nin nedenidir sonucu elde edilmiştir.TL üzerinden açılan krediler ile TL üzerinden açılan toplam mevduat göstergelerinin birbirinin karşılıklı Granger nedeni olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Aynı şekilde TL üzerinden açılan krediler ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında da karşılıklı Granger nedensellik bulgusu saptanmıştır. Bir başka karşılıklı Granger nedeni bulunan göstergeler ise portföy yatırımları ve rezerv varlıklar arasındadır. Diğer bir ilginç bulgu ise; USD, EURO ve diğer yatırımlar portföy yatırımlarının tek yönlü nedeni iken, portföy yatırımları USD, EURO ve diğer yatırımların nedeni değildir.

Tablo 27: VAR Pairwise Granger Nedensellik Testi Sonuçları

VAR Granger Nedensellik Testi			
Tarih: 18/12/19Saat: 20:55			
Örneklem: 2007M06 2019M12			
Gözlem Sayısı: 145			
Gecikme: 2			**SONUÇ**
NullHypothesis:	F-Statistic	Prob.	(Eğer P<0,05 ise H:0 reddedilebilir)
FARKX2 does not Granger Cause FARKX1	3.53407	0.0318	NEDENİDİR
FARKX3 does not Granger Cause FARKX1	7.38894	0.0009	NEDENİDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX1	0.44879	0.6393	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX1 does not Granger Cause FARKX8	3.58705	0.0303	NEDENİDİR
FARKX10 does not Granger Cause FARKX1	3.37193	0.0371	NEDENİDİR
FARKX3 does not Granger Cause FARKX2	7.00220	0.0013	NEDENİDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX2	0.97493	0.3798	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX2 does not Granger Cause FARKX8	5.09382	0.0073	NEDENİDİR
FARKX9 does not Granger Cause FARKX2	4.22822	0.0165	NEDENİDİR
FARKX10 does not Granger Cause FARKX2	4.67209	0.0108	NEDENİDİR
FARKX4 does not Granger Cause FARKX3	5.68838	0.0042	NEDENİDİR
FARKX3 does not Granger Cause FARKX4	3.64515	0.0286	NEDENİDİR
FARKX7 does not Granger Cause FARKX3	5.02769	0.0078	NEDENİDİR
FARKX3 does not Granger Cause FARKX7	3.25397	0.0416	NEDENİDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX3	10.6441	5.E-05	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX3 does not Granger Cause FARKX8	0.91504	0.4029	NEDENİ DEĞİLDİR

FARKX8 does not Granger Cause FARKX4	0.41066	0.6640	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX4 does not Granger Cause FARKX8	2.80230	0.0641	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX5	0.32763	0.7212	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX5 does not Granger Cause FARKX8	1.32072	0.2702	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX6	0.39313	0.6757	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX6 does not Granger Cause FARKX8	2.68407	0.0718	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX7	3.00301	0.0528	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX7 does not Granger Cause FARKX8	2.71032	0.0700	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX9 does not Granger Cause FARKX7	3.31566	0.0392	NEDENİDİR
FARKX7 does not Granger Cause FARKX10	4.50939	0.0126	NEDENİDİR
FARKX9 does not Granger Cause FARKX8	3.75946	0.0257	NEDENİDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX9	1.10781	0.3332	NEDENİ DEĞİLDİR
FARKX10 does not Granger Cause FARKX8	5.46874	0.0052	NEDENİDİR
FARKX8 does not Granger Cause FARKX10	4.15168	0.0177	NEDENİDİR
FARKX10 does not Granger Cause FARKX9	5.70256	0.0041	NEDENİDİR

H_0 : Nedeni Değildir

H_1 : Nedenidir

Türkiye'de 2007:08 ve 2019:09 dönemleri arasında döviz(usd-euro), ticari krediler(TL), toplam mevduatlar, yurtiçi tüketici fiyat endeksi, yurtiçi üretici fiyat endeksi, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklar göstergelerinin arasındaki etkileşimler VAR analizi ile analiz edilerek, sonrasında varyans ayrıştırması, etki-tepki analizi ve Granger nedensellik sonuçları incelendiğindeliteratürü destekleyen bulgular ve politika yapıcılar için önemli olabilecek yan bulgular elde edilmiştir.

Granger nedensellik sonuçlarına bakıldığında; döviz kurları portföy yatırımlarının direkt nedeni iken, rezerv varlıklar ile portföy yatırımları karşılıklı olarak Granger nedeni olmaktadır. Ek olarak toplam mevduatlar ve doğrudan yabancı yatırımlar, ticari krediler ile karşılıklı olarak Granger nedenidir. Bu durumda döviz kurlarındaki herhangi bir değişim portföy yatırımlarını da o yönde etkilemekte aynı şekilde rezerv varlıklar da portföy yatırımları ile karşılıklı olarak etkileşim halini sürdürmektedir.

Varyans ayrıştırma testine göre; Portföy yatırımları azaldıkça doğrudan yabancı yatırımlar üç dönem artmakta sonra durağan hale gelmektedir. Bu durum yatırımcıların uygun ekonomik koşullarda kısa vadeli yatırımlar yaparak portföy yatırımlarına yöneldiklerinde uzun vadeli yatırımlardan kaçındıkları yani doğrudan yabancı yatırımları azaltan bir etki içerisinde olduğunu göstermektedir. Üretici fiyat endeksi(ÜFE) ile de doğrusal bir ilişki içerisindedir.

Etki tepki analiz sonuçlarına bakıldığında; portföy yatırımları şoklara karşı ilk iki ay azalmakta sonra dördüncü aya kadar artarak tepki vermektedir. Daha sonra beşinci aya kadar tekrar azalmakta ve dokuzuncu aydan sonra nötr duruma gelerek tepki göstermektedir.

SONUÇ

Uluslararası sermaye akımlarında görülen serbestleşme ile birlikte, gelişmekte olan ülkelerde dış ticaret dengesinin ve özellikle bununla birlikte bütçe dengesinin sağlanmasında yaşanan sorunlara bağlı olarak dönemsel finansal ve fiyat istikrarı krizleri gözlemlenmiştir. Hükümetler ve Merkez Bankaları söz konusu riskleri önlemek adına önlemler almış, istikrarı sağlayıcı politika önerileri geliştirilmiş ve uygulanmıştır.

Türkiye'de özellikle 1980 dönemi öncesinde yatırım mallarındaki dışa bağımlılık ve içe dönük üretim modeli sonucunda yaşanan yüksek enflasyon ve yüksek faiz ile birlikte, hammadde fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar ve dış ticaret açığının finansmanında yaşanan sorunlar ekonomiyi kırılgan hale getirmiş, alınan dış yardımlar ve sık sık yaşanan devalüasyonlar ile mevcut ekonomik sistem sürdürülmeye çalışılmıştır. 1980 Yılı sonrasında Türkiye'de uygulanan IMF politikaları, 1989 yılı sonrasında gerçekleşen finansal ve sermaye dolaşımı serbestisi ile birlikte ekonomi, sermaye hareketlerinin yarattığı kırılganlıklara daha açık hale gelmiş, 1990'lı yıllarda arka arkaya yaşanan devalüasyonlar ile finansal istikrarda sapmalar gözlemlenmiş, dış açıklar ve bütçe açıkları konusunda merkez bankasının aldığı önlemler zaman zaman yetersiz kalmış ve özellikle yüksek enflasyonla mücadele etmeye yönelik programlar hükümetlerin önemli ekonomik hedefleri arasında yer almıştır.

Türkiye'de 1989 yılı sonrasında sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile birlikte başlayan kırılganlık, mevcut yapısal sorunları derinleştirerek özellikle kronik krizlerin ve yüksek enflasyon ve faiz belirsizliği ile birlikte görülen borç çevirme ve kamu finansmanı sorunlarının tetikleyicisi olarak görülmüştür. Bu nedenle oluşturulan ekonomik programların temelinde rekabeti ve kamu finansmanını

sağlamlaştırma yanında söz konusu kırılganlıkları azaltmaya yönelik olarak alınacak tedbirler önemli bir yer tutmuştur.

Dışa açık ekonomide yatırım ve tasarruf dengesini gelir düzeyini arttıracak şekilde sağlarken, fiyat istikrarını hedef alan ve finansal istikrarı da gözeten para politikaları birlikte uygulanmaya çalışılmakta ve bunun yanında gelişmekte olan ülkeler arasında pozitif ayrışmayı koruyabilmek ve yabancı yatırımların da ülkeye girişini temin edecek düzeyde bir faiz politikası oluşturulması gerekmektedir. Söz konusu denge sağlanırken sermaye akımlarında yaşanabilecek dalgalanmalardan etkilenmeyecek bir makro ekonomik yapının kurulması hayati önem taşımaktadır. Aksi halde sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde yaşanan pozitif gelişmeler, söz konusu akım tersine döndüğü anda gelişmekte olan ülkelerde yıkıcı sonuçlar doğurabilmektedir. Bu nedenle özellikle merkez bankalarının sağlam rezerv yapısını koruması, cari açığın sürdürülebilir bir seviyede tutulması yanında mali disiplinden taviz verilmeden rekabetçi bir kur seviyesi oluşturulması mevcut yapısal kırılganlıkları azaltmada önemli hususlar olarak öne çıkmaktadır.

Çalışmada özellikle 2008 finansal krizi öncesinde ve sonrasında (2007-2019 yılları arasında) portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar, diğer yatırımlar ve rezerv varlıklarda meydana gelen değişimin fiyat istikrarı (TÜFE ve ÜFE) ve finansal istikrar (USD/TL ve EURO/TL) üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Yapılan analiz neticesinde; değişkenlerin (10 adet) otoregresiflik sorunu bulunmadığı ve rassal olduğu tespit edilmiş, tarihsel veriler ile yapilan korelasyon analizi neticesinde, portföy yatırımları arttıkça USD/TL kurunun %19, EURO/TL kurunun ise %21 azaldığı ve TL'nin değer kazanmış olduğu tespit edilmiştir. Aynı şekilde portföy yatırımlarının toplam mevduatlar üzerinde %7 azalış, Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) üzerinde ise %36'lık bir azalışa sebep olduğu gözlemlenmiştir. Portföy yatırımları ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) arasında %65 ve diğer

yatırımlar arasında ise %4 düzeyinde bir negatif korelasyon tespit edilmiştir. Portföy yatırımları ile ticari krediler arasında %9 düzeyinde pozitif, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) arasında %8 pozitif ve ödemeler dengesi rezerv varlıkları arasında ise %9 düzeyinde pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Değişkenker arasında yapılan regresyon analizinde, Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE) ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) arasında regresyon ilişkisi bulunmuş ve açıklama yüzdesi %65 (R2) bulunmuştur. Diğer değişkenler arasındaki regresyon ilişkisi anlamlı bulunamamıştır. Değişkenler arasında yapılan varyans ayrıştırma testi sonucunda, portföy yatırımları azaldıkça doğrudan yabancı yatırımlar ilk üç dönem süresince artmakta, sonra ise durağan hale gelmektedir. Üretici fiyat endeksi(ÜFE) ile de portföy yatırımlarının da doğrusal bir ilişki içerisinde olduğu ve onuncu döneme kadar ilişkinin sürdüğü gözlemlenmiştir. Etki tepki analizi ile de Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY)'ın diğer değişkenlerde gözlemlenen sapmalara ilk üç dönemde negatif tepki verdiği ve etkisinin on dönem sürdüğü tespit edilmiştir. Yapılan Johansen Eşbütünleşme testi sonuçları yorumlandığında, veriler arasında dokuz adet eşbütünleşme denklemi kurulabileceği ve verilerin uzun dönemde eşbütünleşik olduğu (ilişkili olduğu) gözlemlenmiştir. Granger nedensellik testi sonuçları yorumlandığında, özellikle TL cinsinden açılan krediler ile Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunduğu, portföy yatırımları ve rezerv varlıklarında karşılıklı nedensel olduğu, USD ve EURO kuru ile diğer yatırımların portföy yatırımlarının tek yönlü nedeni olduğu, portföy yatırımlarının USD ve EURO ile diğer yatırımların nedeni olmadığı görülmüştür.

Elde edilen bulgular ışığında; döviz kurları ile portföy yatırımları arasında mundellfleming modelinde belirtilen karşılıklı nedenselliğin Türkiye ekonomisi için de geçerli olduğu, rezerv varlıkların da doğrudan portföy yatırımlarından etkilendiği tespit edilmiştir. Toplam mevduatlar ve doğrudan yabancı yatırımlar ve ticari krediler arasında gözlemlenen ilişkinin de literatürde yer alan temel varsayımları desteklediği, doğrudan yabancı yatırımların mevcut kredi/mevduat dengesini

etkilediği tespit edilmiştir. Bu durum yatırımcıların uygun ekonomik koşullarda kısa vadeli yatırımlar yaparak portföy yatırımlarına yöneldiklerini ve uzun vadeli yatırımlardan kaçındıklarını yani doğrudan yabancı yatırımları azaltan bir etki içerisinde olduğunu göstermektedir. Portföy yatırımlarının, Üretici fiyat endeksi(ÜFE) ile de doğrusal bir ilişki içerisinde bulunduğu ve böylece fiyat istikrarına olumlu katkı yaptığı gözlemlenmiştir.

Politika yapıcıların portföy yatırımları ve doğrudan sermaye yatırımını özendirici uygulamalar ile birlikte, çekme stratejisi çerçevesinde, özellikle sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemlerde yaşanan pozitif gelişmeleri iyi değerlendirmeleri, kırılganlıkları azaltmaları, özellikle merkez bankalarının sağlam rezerv yapısını koruması, cari açığın sürdürülebilir bir seviyede tutulması yanında mali disiplinden taviz verilmeden rekabetçi bir kur seviyesi oluşturulması, sürdürülebilir ekonomik büyüme ve kalkınma açısından önemli öncelikler olarak tespit göze çarpmaktadır.

Gelecekte yapılacak çalışmalarda, sermaye akımlarının sınırlandırılmasına yönelik olarak alınan önlemlerin dönemsel etkilerinin araştırılmasının literatüre olumlu katkı yapacağı değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

AGOSIN Manuel R.(2006), Capital Flows And Macroeconomic Policy In Emerging Economies, Inter-American Development Bank, Region II, Erişim Tarihi: 25.10.2019, https://publications.iadb.org/en/capital-flows-and-macroeconomic-policies-emerging-economies.

AKDOĞU K., Serpil, "Türkiye'de Mali Serbestleşme Süreci ve Krizlerin Kısa Bir Özeti", Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:19, S:2(2012), s.1-207.

AKMAN Cüneyt, *2008 Küresel Ekonomik Krizine Tarihsel ve Teorik Açıdan Bir Yaklaşım*, (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi), İstanbul 2010, s.1-442.

AKYÜZ, Y. Ve CORNFORD, A. (1999), "Capital Flows to Developing Countries and The Reform of The International Financial System", UNCTAD Discussion paper, No:56.

ALANTAR Doğan, "Küresel Finansal Kriz: Nedenler ve Sonuçlar Üzerine Bir Değerlendirme", Maliye ve Finans Yazıları Dergisi, C:1, S:81(2008), s.1-10.

ALEXANDER E. W., BALINO T.J.T., ve ENOCH C., "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy", IMF(1995), S:126, s.1-75.

ALKAN Ufuk, *Türkiye'nin Ekonomik Krizleri*, Editör: Turgay MÜNYAS, İstanbul Okan Üniversitesi, İstanbul(2019), C:1, s.1-328.

ALKİN Erdoğan, *Herkes İçin Ekonomi*, İTO ve İnfomag Yayınları, İstanbul(2009), ISBN 978-9944-60-460-4, s.1-184.

ALLEN Roy E.,*Financial Crises and Recession in the Global Economy*, Edward Elgar, Fourth Edition(2016), s.1-224.

ALTINPARMAK Engin Duygu, *Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Büyüme Üzerine Bir İnceleme*(Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2020, s.1-90.

ATAKİŞİ Ahmet, *Türkiye'nin Ekonomik Krizleri*, Editör: Turgay MÜNYAS, İstanbul Okan Üniversitesi, İstanbul(2019), C:1, s.1-328.

ATİK Hayriye, "Avrupa Topluluğu'nun Tek Pazar Hedefi", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 10(1993), s.145-164.

AUGUSTYN Adam ve Diğerleri, "Parity", çevrim içi 2020, https://www.britannica.com/biography/Gottfried-von-Haberler, Erişim Tarihi:20.12.2020

AY Ahmet ve MANGIR Fatih,"Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi",Maliye Dergisi, S:153(2007), s.123-137.

BABAOĞLU Didem, *Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme*, (TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2005, s.1-129.

BAHÇECİ Ayşe S,. *Ortodoks ve Heterodoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi*, (D.P.T. Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi), Ankara 1997, s.153.

BAKAN Sumru ve ŞENTÜRK Mehmet, "Finansal Küreselleşme Ekseninde Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri Üzerine Bir Araştırma", Adıyaman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Yıl:5, S:9(2012), s.45-64.

BALAYLAR A. Nilgün, " Türkiye'de Döviz Piyasası Müdahalelerinin Sterilizasyon Maliyeti", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S:3(2011), s.19-38.

BAŞAR, Mehmet ve COŞKUN, Metin, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlere Yol Açan Faktörler: Asya Krizleri ve Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme", Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S:17/1(2001), s.117-157.

BAYRAM Sonat, *Türkiye'nin Ekonomik Krizleri*, Editör: Turgay MÜNYAS, İstanbul Okan Üniversitesi, İstanbul(2019), C:1, s.1-328.

BENLİALPER Ahmet ve CÖMERT Hasan, "Türkiye Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminde Döviz Kurunun Rolü", ERC Working Papers in Economics, S :14/10 (2014), s. 1-26.

BOZKURT Cuma ve GÖĞÜL K. Pelin, "Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu", Journal of Academic Researches and Studies(2010), C:2, S:2, s.27-44.

BRANDT Harry, "What Are Open Market Operations?", Federal Reserve Bankf of Atlanta Monthly Review, Atlanta(1960), s.1-8.

BULUT Mehmet, "1929 Dünya Ekonomik Buhranı ve Türkiye'de Devletçiliğe Geçiş", Ahmet Yesevi Üniversitesi Bilig Dergisi, S:26(2003), s.77-101.

CABALLERO J.R. ve KRISHNAMURTHY A., "International liquidity management: sterilization policy in illiquid financial markets", NBER, S:7740(2000), s.1-46.

CALVO,. G. A., LEIDERMAN, L. Ve REINHART, C.M.,"Capital Inflows andReal Exchange Rate Appreciation in Latin America. The role ofExternal Factors. IMF Staff Papers, Volume 40, S:1(1993), s.108-151.

CALVO,. G. A., LEIDERMAN, L. ve REINHART, C.M., "Inflows of Capital toDeveloping Countries in the 1990s", Journal of Economic Perspectives, Volume 10, S:2(1996), s. 123-139.

CALVO Guillermo ve REINHART Carmen, " Fear of Floating", NBER, S: 7993(2000), s.1-64.

CARCHEDI Guglielmo, *Frontiers of Political Economy*, Verso, January 17, 1992, s.1-320.

CEREN Nuray, " Sabit Döviz Kurunda Para ve Maliye Politikaları", 17.09.2019 tarihinde erişildi, www.slideplayer.biz.tr/slide/14037947/.

CEYLAN İbrahim M., *Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Enflasyon Hedeflemesi Politikaları: Türkiye Örneği*, (Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi), Ankara 2013, s.1-108.

CHEN James, "Smithsonian Agreement", çevrim içi 2020, https://www.investopedia.com/terms/s/smithsonian-agreement.asp, Erişim Tarihi: 10.02.2021.

COŞKUN Yener, "Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri", Business and Economics Research Journal, Vol: 3, No:1(2012), s.59-90.

CÖMERTLER Necmiye, *Türkiye`de Para Politikası: Ödemeler Dengesi İlişkilerinin Parasal Yaklaşım Çerçevesinde Analizi*, (Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi), Aydın 2002, s.1-276.

CUKIERMAN, Alex, "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", The Conference on European Monetary Policy, Almanya(1996), s.1-27, Erişim

Tarihi:06.11.2019,www.researchgate.net/publication/5075653_Targeting_Monetary_Aggregates_and_Inflation_in_Europe.

ÇELEBİ Esat, "Türkiye'de Devalüasyon Uygulamaları(1923-2000)", Doğuş Üniversitesi Dergisi, C:2, S:1(2001), s.55-66.

DEĞER M. Kemal ve EMSEN Ö. Selçuk, "Türkiye Mundell Fleming Modeli'nde Nerede Bulunabilir?", Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi(1999), C:13, S:1, s.153-159.

DENİZ Hülya, "Geleneksel İstikrar Politikaları Üzerine Değerlendirme", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S:2(2007), s.13-21.
DICKEY, David A. ve WAYNE, A. Fuller(1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", Econometrica, The Econometric Society, 49/4 July, 1981, pp.1057-1072.

Dominguez. K. M. (1998), "Central bank intervention and exchange rate volatility", Journal of International Money and Finance, 17 (1): 161-190.

DUMAN, Koray, "Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri", Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi(2004), Sayı: 8, ss. 38-61.

EĞİLMEZ M., *Makro Ekonomi Türkiye'den Örneklerle*, Remzi Kitabevi, İstanbul(2010), C:2, s.1-306.

EĞİLMEZ M., "Kapitalizm ve Üç Büyük Krizi", çevrim içi 2012, http://www.mahfiegilmez.com/2012/03/kapitalizm-ve-uc-buyuk-kriz.html, Erişim Tarihi 27.11.2019.

EĞİLMEZ M., "Eş Anlı İç ve Dış Ekonomik Denge", çevrim içi 2019, http://www.mahfiegilmez.com/2013/03/ic-ve-ds-ekonomik-dengenin-esanl-olarak.html, Erişim Tarihi 09.10.2019.

Ekodialog.com, " Ödemeler Bilançosu Kalemleri", Erişim Tarihi: 04.10.2019, www.ekodialog.com/uluslararasi_ekonomi/odemeler-bilancosu-nedir-kalemleri.html

ENGİN B. Merve, "Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S:2(2011), s. 45-53.

ERDEN Lütfi ve ÇAĞATAY Oktay, "Türkiye'de Cari İşlemler ve Sermaye Hesapları Arasındaki İlişki", Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:29, S:2(2011), s.49-67.

FAULKNER Neil, *Marksist Dünya Tarihi*, Tuncel Öncel(Çev.), Yordam Kitap, İstanbul(2014), C:1, s.1-408.

FFRENCH-DAVIS Ricardo, “An Outline of A Neo-structuralist Approach”, CEPAL Review(1988), S:34, s.37-44.

FISCHER Stanley, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?”, Journal of Economic Perspectives, Volume:15, No: 2, (2001), s.1-23.

FRIEDMAN B. M., “Target and Instruments of Monetary Policy”, NBER, S:2668(1988), s.1-76.

FRIEDMAN M. ve MUNDELL R., “One World, One Money” , çevrim içi 2019, Policy Options, https://policyoptions.irpp.org/magazines/one-world-one-money/one-world-one-money/ Erişim Tarihi: 20.09.2019

FURCERI, Davide and MOUROUGANE, Annabelle (2009), "Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications", OECD Economics Department Working Papers, No. 668, s.1-48.

GERSL, A. (2004). “Foreign exchange intervention: the theoretical debate and the Czech koruna”, Episode Czech Journal of Economics and Finance, 54 (3-4): 94- 116.

GRANGER, C.J.W.(1969), “Investigating causal relationsby econometric models and cross-spectral methods”, Econometrica, Journal of the Econometric Society, Vol.37, No.3, July 1969, pp.424-438.

GÜLOĞLU Bülent ve ALTUNOĞLU Ender, “Finansal Serbestleştirme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri”, İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, S:27(2002), s.1-134.

GÜNDOĞDU Aysel, “Küresel Finans Krizi Sürerken Enflasyon İle Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının Analizi”, International Journal of Economic and Administrative Studies, ISSN 1307-9832, Yıl:8, S:15(2015), s.208-220.

GÜNEY Ö. Pelin, “İstikrar Politikaları, Hedefleme Stratejileri ve Türkiye Örneği”, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 24, S:1(2006), s. 21-44.

HACIHASANOĞLU Burçin, “Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi”, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara(2005), s.1-175.

HEAKAL Reem, “What Is The Balance Of Payments?”, Academia, http://www.investopedia.com/articles/03/060403.asp, 2014, s.1-5.

HOUBEN Aerdt, JAN Kakes ve GARRY Schinasi, “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, IMF Working Paper, 04/101, 2004, s.17.

IŞIK Nihat ve DUMAN Erhan, "1929 Ekonomik Buhranı ve 2008 Küresel Krizi'nin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri", Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 2, Sayı: 1(2012), s.73-101.

İNAN Emre A., "Dezenflasyon Programının Türk Bankacılık Sistemine Olası Etkileri", Bankacılar Dergisi, S:32(2000), s.6-21.

İNAN Emre, " Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye", Bankacılar Dergisi, S: 40(2002), s:36-49.

İNSEL Aysu ve SUNGUR Nesrin, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye ÖRNEĞİ – 1989: III-1999: IV", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, No:2003/8, Aralık 2003, s.1-29.

JOHENSEN, Soren ve KATARİNA, Juselius(1990), "Maximum likelihood estimation and inferences on cointegration with application to the demand for Money", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52, 2, 1990, pp.169-210.

JOHNSON, Harry G., "The Case For Flexible Exchange Rates", The Institute of Economics Affairs, England/ Londra, No: 41(1969), s.12-24.

KARAASLAN, Ahmet, "Arz Yönlü İktisat Laffer Eğrisi ve İktisadi İstikrar Açısından Vergileme", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S:2(1999), s.47-70.

KARACAN Rıdvan, *Faiz, Kur ve Makroekonomik Performans(Türkiye Üzerine Bir İnceleme)*, (Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi), Kocaeli 2010, s.1-135.

KARASOY Almila, SAYGILI Mesut ve YALÇIN Cihan, "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ no:9801, Ankara(1998), s.1-49.

KAYKUSUZ Murat, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Erişim Tarihi: 07.11.2019, http://kaykusuz.tripod.com/id30.html.

KAZGAN Gülten, "2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, S:98(2012), s.1-20.

KESKİN Nagehan, *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*, (Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi), İzmir 2008,s.1-304.

KEYNES John M.,*The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, Londra(1936), C:1, s.1-472.

KILAVUZ Emine, TOPÇU Betül ve TÜLÜCE Nadide, "Yükselen Ekonomilerde Döviz Kuru Rejimi Seçimi: Ampirik Bir Analiz", Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S: 30, Yıl: 2011/1, s. 47-109.

KILIÇ Yunus ve BUĞAN Mehmet Fatih, "Finansal Piyasaların Entegrasyonu: ABD, AB, Asya Piyasaları ve Borsa İstanbul Örneği", Sosyal Bilimler Metinleri, S:1(2019), s.1-61.

KIZILOT Şükrü ve DURMUŞ Mustafa, *Kriz ve IMF Politikaları*, Editör: Ömer Faruk ÇOLAK, Alkım Yayınevi, İstanbul(2002), C:1, s.1-240.

KÖK, D. Ve UYĞUR, M . (2014). Finansal Piyasalarda Fiyat Etkileşimi: BİST 100 ve Seçilmiş Finansal Göstergeler İçin VAR Analizi. Pamukkale İşletme ve Bilişim Yönetimi Dergisi, (1), 1-23. Websitesi: https://dergipark.org.tr/tr/pub/pibyd/issue/35464/394004

KUTLAR Aziz ve GÜNDOĞAN Hilal, "Türkiye'de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi", Ekev Akademi Dergisi, Yıl:17, S:54(2013), s.269-283.

LOPEZ-MEJIA, Alejandro. (1999), "Large Capital Flows: A Survey of the Causes,Consequences, and Policy Responses", IMF Working Paper, No: 99/17, s.1-54.

MARTINEZ Guillermo O., "What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?", IMF Finance and Development, C:35, S:2(1998), çevrim içi 2019, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/ortiz.htm, Erişim Tarihi:11.12.2019.

MINSKY Hyman P., "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory", Challenge(1977), Vol:20, S:1,s.20-27 , Erişim Tarihi: 25.10.2019, https://www.jstor.org/stable/40719505.

MISHKIN S., F., "Strategies for Controlling Inflation", NBER, S:6122(1997), s.1-37.

MISHKIN S., F., *Para Politikası Stratejileri*, Doğan UYSAL vd.(Çev.), Editörler: Ömer Faruk Çolak ve Alparslan Zengin, Efil Yayınevi, Ankara(2014), C:1, s.1-575.

MUNDELL R.A., "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates", Canadian Journal of Economic and Political Science, Vol.29, No.4(1963), s.475-485

MUNDELL R.A., "On the History of the Mundell-Fleming Model Keynote Speech", IMF STAFF PAPERS, Vol:47, ABD(2001), s.1-14.

MUSHTAQ Rizwan, "TESTING TIME SERIES DATA FOR STATIONARITY", Paris Üniversitesi(2011), s.1-19, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1911068

MUZHANI, M.,*Fixed or Flexible Exchange Rates? History and Perspectives*, Vernon Press,ABD(2018), C:1, s.1-386.

OKTAR Suat ve DALYANCI Levent, "Türkiye Ekonomisi'nde Para Politikasının Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkisinin Ekonometrik Analizi", Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi(2011), S:1, s.1-22.

ONARAN A. Zahide,*Türkiye'nin Ekonomik Krizleri*, Editör: Turgay MÜNYAS, İstanbul Okan Üniversitesi, İstanbul(2019), C:1, s.1-328.

ONGUN M. Tuba, *Kriz ve IMF Politikaları*, Editör: Ömer Faruk ÇOLAK, Alkım Yayınevi, İstanbul(2002), C:1, s.1-240.

ÖNDER Timur, "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara(2005), s.1-307.

ÖRKİ Armağan, "1973 Petrol Krizi ve Sonuçları", İstanbul Rumeli Üniversitesi, Açık Erişim Sistemi Working Paper, Kasım 2019, s.1-11.

ÖZDEMİR Onur, "The Bilateral Relationship between the Dynamics of Economic Crises in Capitalism and the Role of the Financial Sector", Florya Chronicles of Political Economy(2017), Yıl:3, S:1, s.131-162.

ÖZGÖKER Uğur, "1929 Dünya Büyük İktisadi Buhranı", çevrim içi 2019, http://www.subconturkey.com/2009/Temmuz/koseyazisi-1929-Dunya-Buyuk-Iktisadi-Buhrani---II.html, Erişim Tarihi: 18.12.2019.

ÖZGEN Ferhat Başkan ve Bülent GÜLOĞLU; (2004), "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniği İle Analizi," METU Studies in Development, 31, ss.93-114.

ÖZKAN Levent, *Türkiye'nin Ekonomik Krizleri*, Editör: Turgay MÜNYAS, İstanbul Okan Üniversitesi, İstanbul(2019), C:1, s.1-328.

ÖZTÜRK Salih ve SAYGIN Selin, "1973 Petrol Krizinin Ekonomiye Etkileri ve Stagflasyon Olgusu", Balkan Sosyal Bilimler Dergisi, C:6, S:12(2017), s.1-12.

PARASIZ M. İlker, *Kriz Ekonomisi: Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*, Ezgi Kitabevi, Bursa(1996), C:2, s.1-390.

Para & Borsa, " Açık Piyasa İşlemleri (APİ) nedir?", Erişim Tarihi: 17.09.2019, www.paraborsa.net/i/acik-piyasa-islemleri-api-nedir/.

RODRIK Dani, *Akıllı Küreselleşme*, Burcu AKSU(Çev.), Efil Yayınevi, Ankara(2011), C:1, s.1-275.

SARAÇOĞLU Metin, KUZU Mehmet ve KOCAOĞLU Fatih, "Türkiye Ekonomisi'nde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analizi", Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, S:1/2(2015), s.75-110.

SAVRUL K., Burcu, ÖZEKİCİOĞLU Halil ve ÖZEL Hasan Alp, "Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi(2013), S:38, s.227-237.

SEVER Erşan ve İĞDELİ Arif, "Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz", Journal of Social Sciences and Humanities Researches, C:17, S:36(2016), s.116-137.

SEYİDOĞLU, Halil. VE YILDIZ, Rıfat, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, Arıkan Kitabevi, İstanbul(2006), 1. Baskı, s. 1-517.

SEYİDOĞLU Halil, *Uluslararası İktisat*, Güzem Can Yayınları, İstanbul(2013), C:18, s.1-900.

SEZGİN Orhan ve DARICI Burak, "Para Politikasının Finansal İstikrarı Sağlama-Sürdürme Sorumluluğu: Finansal İstikrara Yönelik Geleneksel-Spesifik Para Politikası Uygulamaları", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, C:7, S:11(2009), s.15-28.

SMITH Adam, *Milletlerin Zenginliği*, Haldun Derin(Çev.), Gülten Kazgan(Sunuş), Kültür Yayınları, İstanbul(2009), 3. Baskı, s.1-1094.

ŞENTÜRK Mehmet, KAYHAN Selim ve BAYAT Tayfur, "Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası",Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, S:9/3(2016), s.147-160.

ŞİMŞEK Ali Rıza, *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*, (Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir 2007, s.1-90.

ŞİŞMAN Mehmet, "Reel Kesim Mali Kesim İlişkisi Açısından Sermaye Piyasalarındaki Uluslararasılaşma Üzerine Değerlendirmeler", Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:XX, S:1(2005), s.141-156.

TOBIN, James(1978), "A Proposal for International Monetary Reform", Cowles Foundation Discussion Paper No:506, s. 153–159.

TOPRAK Metin, "Financial Crises in Emerging Markets", MPRA Paper No: 9092(2001), s.854-889.

TUNALI H., Yalçınkaya Y., "Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi", İktisat Fakültesi Mecmuası, C.66(2016), s.61-112.

TUNÇ Havva, *Uluslararası Ticaret, Para ve Finans*, Alfa Yayıncılık, İstanbul(2004), C:1, s.1-358.

TURAN Zübeyir, "Dünyadaki ve Türkiye'deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi", Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 1(2011), s.56-80.

TURHAN Salih, "Stagflasyon ve Maliye Politikası", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Dergisi, Cilt: 43(1987), s.433-455.

UĞURLU Erginbay ve SARAÇOĞLU Bedriye, "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonun Öngörüsü", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:25, Sayı:2(2010), s.57-72.

UMUT Alican, *Türkiye'dePara ve Kur Politikası*, Editör: Yılmaz AYDIN, Der Yayınları, İstanbul(2016), C:1, s.1-202.

UZUNOĞLU Sadi, *Para ve Döviz Piyasaları*, Literatür Yayıncılık, İstanbul(2007), C:3, s.1-179.

UZUNOĞLU Sadi, *Çağ Atlamada Yeni Dönem Ekonomik ve Politik Gelişmeler:1980-2015*, Bağlam Yayıncılık, İstanbul(2016), C:1, s.1-165.

UZUNOĞLU Sadi, *Türkiye'dePara ve Kur Politikası*, Editör: Yılmaz AYDIN, Der Yayınları, İstanbul(2016), C:1, s.1-202.

Vural U. (2013), "*Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*", TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi

YAPRAKLI Sevda, "Türkiye'de Esnek Döviz Kuru Rejimi Altında Dış Açıkların Belirleyiciler: Sınır Testi Yaklaşımı", Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, S:65-4(2010), s. 141-163.

YAVUZ Ali, "Başlangıcından Bugüne Türkiye'nin Borçlanma Serüveni: Durum ve Beklentiler", SDÜ Fen Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı:20(2009), s.203-226.

YAVUZARSLAN Nursel, "Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar", Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara(2011), s.1-183.

YILDIRIM Mustafa Can, *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Örneği*, (İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi), İstanbul 2010, s.1-137.

YILDIZ Zafer ve DURGUN Ayşe, "2008 Küresel Ekonomik Krizi ve Turizm Sektörü Üzerine Etkileri", Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi, C:2, S:1(2010), s.1-15.

YILMAZ Sefer ve KALKAN Duhan, "Enerji Güvenliği Kavramı: 1973 Petrol Krizi Işığında Bir Tartışma", Uluslararası Kriz ve Siyaset Araştırmaları Dergisi, S:3(2017), s.169-199.

YİĞİTBAŞ B. Şehnaz, "Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme", Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, C:16, S:1(2009), s.207-225.

ZAFER Hüseyin vd., "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bülten", S:26(2012), s.1-6.

ZHANG Xiaohe, "The Economic Impact of the Chinese Yuan Revaluation", School of Economics, Politics and Tourism Faculty of Business and Law The University of Newcastle, (2005), s.1-12.

TCMB Bülten 2001 Yılı Yıllık Rapor

Ek-1: VAR Analizi Sonuçları

Vector Autoregression Estimates										
Date: 12/18/19 Time: 21:24										
Sample (adjusted): 2007M09 2019M09										
Included observations: 145 after adjustments										
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]										
	FARKX1	FARKX2	FARKX3	FARKX4	FARKX5	FARKX6	FARKX7	FARKX8	FARKX9	FARKX10
FARKX1(-1)	0.298071	0.019733	0.973474	0.413106	663.4325	1612.172	-9.097.991	4282.254	13.56766	-0.867801
	(0.24092)	(0.21480)	(3.72854)	(1.56849)	(1189.43)	(4560.69)	(5496.13)	(5318.87)	(5.91629)	(0.90276)
	[1.23721]	[0.09186]	[0.26109]	[0.26338]	[0.55777]	[0.35349]	[-1.65535]	[0.80511]	[2.29327]	[-0.96127]
FARKX1(-2)	-0.236758	-0.227836	-3.249.317	0.443800	-3.446.588	-5.907.495	-2.859.001	453.3580	-4.569.847	0.827310
	(0.23140)	(0.20632)	(3.58119)	(1.50650)	(1142.43)	(4380.45)	(5278.92)	(5108.67)	(5.68248)	(0.86709)
	[-1.02315]	[-1.10431]	[-0.90733]	[0.29459]	[-3.01690]	[-0.13486]	[-0.54159]	[0.08874]	[-0.80420]	[0.95413]
FARKX2(-1)	0.544584	0.735694	10.00989	6.422855	-1.201.213	-3.235.400	15372.39	-16972.45	17.94134	3.563164
	(0.26412)	(0.23548)	(4.08750)	(1.71949)	(1303.95)	(4999.76)	(6025.26)	(5830.93)	(6.48588)	(0.98968)
	[2.06191]	[3.12417]	[2.44891]	[3.73532]	[-0.92121]	[-0.64711]	[2.55132]	[-2.91076]	[2.76622]	[3.60033]
FARKX2(-2)	-0.209367	-0.096193	-2.936.586	-2.911.002	4296.828	-3.810.973	10399.55	-1.291.130	-8.639.565	-3.515.391

	(0.27732)	(0.24726)	(4.29192)	(1.80549)	(1369.16)	(5249.81)	(6326.60)	(6122.55)	(6.81025)	(1.03917)
	[-0.75495]	[-0.38903]	[-0.68421]	[-1.61231]	[3.13830]	[-0.72593]	[1.64378]	[-0.21088]	[-1.26861]	[-3.38288]
FARKX3(-1)	-0.020993	-0.012098	0.026288	-0.180051	49.59431	-1.177.197	-2.212.580	62.81824	-0.407504	-0.068215
	(0.00706)	(0.00629)	(0.10921)	(0.04594)	(34.8391)	(133.585)	(160.984)	(155.792)	(0.17329)	(0.02644)
	[-2.97486]	[-1.92291]	[0.24071]	[-3.91911]	[1.42352]	[-0.88123]	[-1.37441]	[0.40322]	[-2.35156]	[-2.57977]
FARKX3(-2)	0.013433	0.010611	-0.231998	0.143134	-8.694.014	34.73944	118.8816	-2.242.365	0.036079	0.058699
	(0.00723)	(0.00645)	(0.11188)	(0.04706)	(35.6893)	(136.845)	(164.913)	(159.594)	(0.17752)	(0.02709)
	[1.85819]	[1.64639]	[-2.07371]	[3.04134]	[-2.43603]	[0.25386]	[0.72088]	[-1.40504]	[0.20324]	[2.16698]
FARKX4(-1)	0.031139	0.013860	-0.200750	0.297435	-2.541.153	-0.261194	-1.845.536	750.4532	0.179534	0.252215
	(0.01984)	(0.01769)	(0.30711)	(0.12919)	(97.9702)	(375.651)	(452.700)	(438.099)	(0.48731)	(0.07436)
	[1.56920]	[0.78337]	[-0.65368]	[2.30227]	[-0.25938]	[-0.00070]	[-0.40767]	[1.71298]	[0.36842]	[3.39190]
FARKX4(-2)	-0.001657	0.003888	-0.101530	-0.114262	-7.192.997	-5.229.287	132.6674	-2.480.047	-0.572384	-0.160966
	(0.01919)	(0.01711)	(0.29697)	(0.12493)	(94.7353)	(363.247)	(437.752)	(423.634)	(0.47122)	(0.07190)
	[-0.08634]	[0.22723]	[-0.34189]	[-0.91463]	[-0.07593]	[-0.14396]	[0.30307]	[-0.58542]	[-1.21469]	[-2.23866]
FARKX5(-1)	-7.94E-06	-1.38E-05	-4.38E-05	6.10E-05	-0.792036	0.071889	0.013908	-0.002163	-0.000346	7.87E-05
	(1.5E-05)	(1.4E-05)	(0.00024)	(0.00010)	(0.07645)	(0.29312)	(0.35324)	(0.34184)	(0.00038)	(5.8E-05)
	[-0.51256]	[-1.00308]	[-0.18273]	[0.60479]	[-10.3609]	[0.24526]	[0.03937]	[-0.00633]	[-0.91033]	[1.35721]
FARKX5(-2)	-2.13E-06	-5.66E-06	0.000263	-2.66E-05	-0.448794	-0.177299	-0.022847	0.331472	9.47E-05	-3.81E-06
	(1.5E-05)	(1.4E-05)	(0.00024)	(9.9E-05)	(0.07539)	(0.28906)	(0.34835)	(0.33711)	(0.00037)	(5.7E-05)

	[-0.13926]	[-0.41603]	[1.11406]	[-0.26776]	[-5.95318]	[-0.61336]	[-0.06559]	[0.98326]	[0.25252]	[-0.06653]
FARKX6(-1)	8.55E-06	7.85E-06	-0.000125	5.35E-05	-0.003510	-0.382673	0.134999	-0.080615	-5.14E-06	1.16E-05
	(5.8E-06)	(5.2E-06)	(9.0E-05)	(3.8E-05)	(0.02882)	(0.11050)	(0.13316)	(0.12887)	(0.00014)	(2.2E-05)
	[1.46405]	[1.50807]	[-1.38913]	[1.40908]	[-0.12180]	[-3.46311]	[1.01378]	[-0.62556]	[-0.03588]	[0.52863]
FARKX6(-2)	-3.04E-06	-6.89E-07	-3.91E-06	-2.91E-05	-0.030244	-0.209897	0.109940	-0.044547	-0.000174	-3.19E-05
	(5.7E-06)	(5.1E-06)	(8.8E-05)	(3.7E-05)	(0.02808)	(0.10766)	(0.12974)	(0.12555)	(0.00014)	(2.1E-05)
	[-0.53438]	[-0.13598]	[-0.04446]	[-0.78669]	[-1.07721]	[-1.94971]	[0.84741]	[-0.35481]	[-1.24354]	[-1.49563]
FARKX7(-1)	5.13E-06	2.87E-06	-6.69E-05	4.17E-05	0.005424	0.163246	-0.600564	0.089229	2.62E-05	1.89E-05
	(5.2E-06)	(4.6E-06)	(8.0E-05)	(3.4E-05)	(0.02556)	(0.09800)	(0.11809)	(0.11429)	(0.00013)	(1.9E-05)
	[0.99105]	[0.62249]	[-0.83505]	[1.23627]	[0.21221]	[1.66586]	[-5.08544]	[0.78076]	[0.20624]	[0.97249]
FARKX7(-2)	8.35E-07	1.09E-06	4.96E-05	-3.73E-05	-0.001975	0.081043	-0.190817	-0.101555	3.37E-05	-2.26E-05
	(5.1E-06)	(4.5E-06)	(7.9E-05)	(3.3E-05)	(0.02510)	(0.09625)	(0.11599)	(0.11225)	(0.00012)	(1.9E-05)
	[0.16420]	[0.23999]	[0.63063]	[-1.12802]	[-0.07869]	[0.84204]	[-1.64515]	[-0.90475]	[0.26963]	[-1.18672]
FARKX8(-1)	6.96E-06	6.13E-06	-0.000132	5.17E-05	0.027710	0.142960	0.291519	-0.767578	8.08E-05	4.46E-06
	(5.0E-06)	(4.5E-06)	(7.8E-05)	(3.3E-05)	(0.02485)	(0.09528)	(0.11482)	(0.11112)	(0.00012)	(1.9E-05)
	[1.38196]	[1.36571]	[-1.69075]	[1.57666]	[1.11512]	[1.50041]	[2.53883]	[-6.90760]	[0.65381]	[0.23665]
FARKX8(-2)	-4.03E-06	-5.41E-08	0.000101	-5.04E-05	0.013334	-0.002300	0.273892	-0.588826	-6.35E-05	-2.95E-05
	(5.2E-06)	(4.7E-06)	(8.1E-05)	(3.4E-05)	(0.02584)	(0.09907)	(0.11939)	(0.11554)	(0.00013)	(2.0E-05)
	[-0.76988]	[-0.01158]	[1.25159]	[-1.48060]	[0.51607]	[-0.02322]	[2.29406]	[-5.09625]	[-0.49392]	[-1.50205]

FARKX9(-1)	-0.003049	-0.002832	0.230691	-0.024942	17.03872	157.3238	-1.179.897	226.1309	0.253381	0.033150
	(0.00694)	(0.00619)	(0.10743)	(0.04519)	(34.2725)	(131.412)	(158.366)	(153.258)	(0.17047)	(0.02601)
	[-0.43915]	[-0.45756]	[2.14727]	[-0.55189]	[0.49715]	[1.19718]	[-0.74504]	[1.47549]	[1.48634]	[1.27439]
FARKX9(-2)	0.005353	0.002039	0.178739	0.023956	-2.830.143	9.976098	-2.522.681	66.55098	0.403794	0.046871
	(0.00610)	(0.00544)	(0.09447)	(0.03974)	(30.1373)	(115.556)	(139.258)	(134.767)	(0.14990)	(0.02287)
	[0.87691]	[0.37457]	[1.89198]	[0.60279]	[-0.09391]	[0.08633]	[-1.81152]	[0.49382]	[2.69368]	[2.04910]
FARKX10(-1)	-0.070248	-0.055947	-0.704911	0.243340	-2.731.912	-2.645.128	643.0915	-6.740.195	-2.166.235	0.372433
	(0.02884)	(0.02572)	(0.44636)	(0.18777)	(142.391)	(545.976)	(657.960)	(636.740)	(0.70826)	(0.10807)
	[-2.43567]	[-2.17565]	[-1.57926]	[1.29595]	[-1.91860]	[-0.48448]	[0.97740]	[-1.05855]	[-3.05853]	[3.44613]
FARKX10(-2)	0.021979	0.023860	0.844792	0.047747	248.4803	183.3831	-3.825.258	1101.509	1.667587	-0.074543
	(0.02917)	(0.02601)	(0.45146)	(0.18991)	(144.018)	(552.214)	(665.478)	(644.015)	(0.71635)	(0.10931)
	[0.75345]	[0.91736]	[1.87126]	[0.25141]	[1.72534]	[0.33209]	[-0.57481]	[1.71038]	[2.32789]	[-0.68196]
C	0.028588	0.021774	1.348880	-0.053077	45.26449	-4.224.803	666.3672	49.96550	0.874331	-0.163483
	(0.01640)	(0.01462)	(0.25381)	(0.10677)	(80.9679)	(310.458)	(374.136)	(362.069)	(0.40274)	(0.06145)
	[1.74314]	[1.48906]	[5.31450]	[-0.49711]	[0.55904]	[-0.13608]	[1.78108]	[0.13800]	[2.17097]	[-2.66028]
R-squared	0.428312	0.399284	0.552233	0.576717	0.543840	0.274644	0.509906	0.565661	0.647814	0.701064
Adj. R-squared	0.336104	0.302394	0.480012	0.508446	0.470266	0.157651	0.430859	0.495606	0.591010	0.652849
Sum sq. resids	2.222124	1.766468	532.2237	94.18477	54162429	7.96E+08	1.16E+09	1.08E+09	1340.037	31.20077

S.E. equation	0.133867	0.119355	2.071745	0.871524	660.9038	2534.127	3053.899	2955.404	3.287362	0.501617
F-statistic	4.645072	4.121009	7.646484	8.447411	7.391728	2.347531	6.450642	8.074562	11.40436	14.54025
Log likelihood	97.17852	113.8159	-3.000.200	-1.744.641	-1.135.976	-1.330.856	-1.357.909	-1.353.155	-3.669.657	-9.436.500
Akaike AIC	-1.050.738	-1.280.220	4.427862	2.696057	15.95830	18.64629	19.01943	18.95386	5.351251	1.591241
Schwarz SC	-0.619625	-0.849106	4.858976	3.127170	16.38941	19.07740	19.45054	19.38497	5.782364	2.022355
Mean dependent	0.031135	0.030403	1.988552	0.000269	7.041379	-2.945.517	46.08276	-1.211.724	2.138483	-0.016703
S.D. dependent	0.164295	0.142902	2.873027	1.243065	908.0491	2761.102	4048.040	4161.329	5.140334	0.851359
Determinant resid covariance (dof adj.)	1.81E+21									
Determinant resid covariance	3.79E+20									
Log likelihood	-5.492.872									
Akaike information criterion	78.66030									
Schwarz criterion	82.97143									
Number of coefficients	210									