T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI YOLUYLA BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Doktora Tezi

LEVENT ÖZKAN

İSTANBUL, 2017

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI

SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI YOLUYLA BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Doktora Tezi

LEVENT ÖZKAN

DANIŞMAN: PROF. DR. AHMET YILMAZ

İSTANBUL, 2017

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İKTİSAT Anabilim Dalı İKTİSAT TEORİSİ Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi LEVENT ÖZKAN'nın SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI YOLUYLA BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 24.08.2017 tarih ve 2017-24/16 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 20/09/2017

Öğretim Üyesi Adı Soyadı			**İmzası**
1.	Tez Danışmanı	Prof. Dr. AHMET YILMAZ	
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. SUAT OKTAR	
3.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. GÜLDEN ÜLGEN	
4.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. RONA TURANLI	
5.	Jüri Üyesi	Doç. Dr. DEVRİM DUMLUDAĞ	

GENEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Levent Özkan
Ana Bilim Dalı : İktisat
Programı : İktisat Teorisi
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Ahmet Yılmaz
Tez Türü ve Tarihi : Doktora – Ağustos 2017
Anahtar Kelimeler : Yabancı Sermaye Akımları, Parasal Aktarım Mekanizması, Kredi Kanalı, Büyüme, Türkiye Ekonomisi

ÖZ

SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI YOLUYLA BÜYÜMEYE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerine birçok etkisi söz konusu olmaktadır. Son on yılda gelişmiş ekonomilerde faiz oranlarının düşmesi, özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Bu sermaye akımları gelişmekte olan ülke ekonomilerinde bankacılık sektörüne dahil olarak kredi hacminde hızlı genişlemelere yol açmıştır. Benzer durum Türkiye ekonomisi için de geçerlidir. 2008 Küresel Finans Krizi sonrası gelişmiş ülkelerin merkez bankaları faiz oranlarını düşürdüğünden, yabancı sermayenin yöneldiği ülkelerden biri Türkiye olmuştur. Böylece ülkede kredi hacmi artmış ve finansman kaynakları genişlemiştir. Bununla birlikte Türkiye ekonomisinde büyümenin sürdürülebilmesi adına tüketim ve yatırım harcamalarının artması arzu edildiğinden kredi genişlemesi öngörülmüştür. Bu tez çalışmasının amacı Türkiye için yabancı sermaye akımlarının kredi kanalı yoluyla ekonomik büyümeye etkilerini değerlendirmektir. Çalışmanın elde ettiği temel bulgular, yabancı sermaye akımlarının kredi hacmine ve kredi kanalı yoluyla büyümeye pozitif etki ettiğidir. Buna karşın büyümenin sürdürülebilirliği uzun vadede olası görülmemektedir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Levent Özkan

Field : Economics

Programme : Economic Theory

Supervisor : Professor Ahmet Yılmaz

Degree Awarded and Date : Ph.D. – August 2017

Keywords : Foreign Capital Flows, Monetary Transmission Mechanism, Credit Channel, Growth, Turkish Economy

ABSTRACT

THE EFFECT OF FOREIGN CAPITAL FLOWS ON ECONOMIC GROWTH TROUGH CREDIT CHANNEL: TURKISH CASE

International capital flows have many effects on the country economies. The decline in interest rates in developed economies over the past decade has led especially to short-term capital flows to developing countries. These capital flows led to rapid expansion in credit volume, involving in the banking sector, in developing country economies. Same conditions are valid for the Turkish economy. After the 2008 Global Financial Crisis, developed countries' central banks lowered their interest rates and Turkey became one of the countries where foreign capital flows. Thus, the credit volume in the country has increased and the funding sources have expanded. Nevertheless, credit expansion has been foreseen because it is desirable to increase consumption and investment expenditures in order to sustain the growth of the Turkish economy. The aim of this thesis is to evaluate the effects of foreign capital flows on Turkey's economic growth through credit channel. The key findings of the study are that foreign capital flows have a positive effect on credit volume and growth through credit channel. On the other hand, the sustainability of growth is unlikely in the long run.

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ ..... Vİ
GRAFİK LİSTESİ ..... Vİİ
ŞEKİL LİSTESİ ..... İX
KISALTMALAR X
1. GİRİŞ 1
2. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME 5
2.1. SERMAYE HAREKETLERİ'NİN TARİHSEL GELİŞİMİ, DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YANSIMALARI 5
2.1.1. DÜNYA GENELİNDE SERMAYE AKIMLARI 6
2.1.1.1. Birinci Dünya Savaşı Öncesinde Yabancı Sermaye Hareketleri 6
2.1.1.2. I. ve II. Dünya Savaşı Arası Dönem 11
2.1.1.3. Savaş Sonrası Bretton Woods Dönemi 12
2.1.1.4. Bretton Woods Sonrası Dönem 17
2.2. YABANCI SERMAYE VE BÜYÜME İLİŞKİSİ 25
2.2.1. BÜYÜME TEORİLERİNE GENEL BAKIŞ 25
2.2.2. YABANCI SERMAYENİN EKONOMİK BÜYÜMEYE ETKİSİ 30
2.2.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Büyüme 33
2.2.2.2. Portföy Yatırımları ve Büyüme 39
2.2.2.3. Dış Borçlar ve Büyüme 45
2.3. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ 51
2.3.1. 1923-1980 ARASI TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE 51
2.3.2. 1980-2001 ARASI TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE 58
2.3.3. 2001 SONRASI TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE 67
2.4. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜMEYE ETKİSİ 81
3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE TÜRKİYE'DE AKTARIM KANALLARININ ETKİNLİĞİ 85
3.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI 85
3.1.1. GELENEKSEL FAİZ ORANI ETKİLERİ 86

3.1.2. DİĞER VARLIK FİYATLARININ ETKİLERİ 89
3.1.2.1. Net İhracat Üzerinde Döviz Kuru Etkisi 89
3.1.2.2. Tobin'in q Teorisi 90
3.1.2.3. Servet Etkisi 91
3.1.3. KREDİ GÖRÜŞÜ 93
3.1.3.1. Banka Borç Verme Kanalı 96
3.1.3.2. Bilanço Kanalı 98
3.1.3.3. Nakit Akım Kanalı 99
3.1.3.4. Beklenmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı 101
3.1.3.5. Hanehalkı Likidite Etkileri 102
3.2. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI VE PARASAL AKTARIM KANALLARININ ETKİNLİĞİ 104
3.2.1. 2001 YILI ÖNCESİ PARA POLİTİKASI VE EKONOMİK DURUM 105
3.2.2. 2001 YILI SONRASI PARA POLİTİKASI VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ 106
3.2.3. TÜRKİYE'DE AKTARIM KANALLARI VE ETKİNLİĞİ 114
3.2.3.1.Faiz Kanalı Etkinliği 114
3.2.3.2. Döviz Kuru Kanalı 117
3.2.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı 119
3.2.3.4 Servet Etkisi Kanalı 122
3.2.3.5. Kredi Kanalı 123
4. YABANCI SERMAYE AKIMLARININ MAKRO DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİLERİ 127
4.1. REEL KESİM TEMEL GÖSTERGELER 130
4.1.1. DIŞ TİCARET DENGESİ 131
4.1.2. CARİ İŞLEMLER DENGESİ 133
4.1.3. TASARRUF-YATIRIM DENGESİ 138
4.2. FİNANSAL SEKTÖR TEMEL GÖSTERGELERİ 140
4.2.1. KOBİ'LER İLE HANEHALKININ EKONOMİDEKİ YERİ VE ÖNEMİ 149
4.2.2. KOBİ'LER VE HANEHALKI'NIN BANKA KREDİLERİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRMESİ 153
4.3. KAMU KESİMİ TEMEL GÖSTERGELER 156

4.4. PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI TEMEL GÖSTERGELERİ 161
4.4.1. POLİTİKA FAİZİ 162
4.4.2. ZORUNLU KARŞILIKLAR 162
4.4.3. LİKİDİTE YÖNETİMİ 164
4.4.4. FAİZ KORİDORU 164
4.4.5. REZERV OPSİYON MEKANİZMASI (ROM) 166
4.4.6. SERMAYE AKIMLARININ TCMB AÇISINDAN DEĞERLENDİRMESİ 168
4.5. HANEHALKI VE FİRMALAR İÇİN TEMEL GÖSTERGELER 173
5. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI ÜZERİNDEN BÜYÜMEYE ETKİSİNİN ANALİZİ 177
5.1. LİTERATÜR TARAMASI 177
5.2. EKONOMETRİK ANALİZ 181
5.2.1. KULLANILAN YÖNTEM: VAR MODELİ 181
5.2.1.1. Modelde Kullanılan Makro Verilerin İncelenmesi 182
5.2.1.2. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi 185
5.2.1.3. Birim Kök Testi Sonuçları 188
5.2.1.4. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi 189
5.2.1.5. Kararlılık Analizi Sonuçları 190
5.2.1.5. Etki Tepki Analizi Sonuçları 190
5.2.1.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları 194
5.2.1.7. Model Çıktılarının Değerlendirilmesi 197
6. SONUÇ 199
EKLER 209
KAYNAKLAR 219

TABLO LİSTESİ

Tablo 1. Dönem ve Bölgeye Göre Net Sermaye Girişleri (kişibaşı ABD doları) (123 ülke, 1970-2000) 23
Tablo 2 Dünyada Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (1970-2016 – Milyon Dolar) 24
Tablo 3. 1914 Yılında Osmanlı Devletinde Yabancı Sermaye Yatırımları 53
Tablo 4. 6224 Sayılı Kanun Kapsamında Türkiye'ye Girişine İzin Verilen Yabancı Sermaye 57
Tablo 5. Türkiye'de Brüt Dış Borç Stoku (1983-2001) 63
Tablo 6. Bazı Gelişmiş Ülkelerin Merkez Bankaları için Faiz Oranları 69
Tablo 7. Türkiye'de Brüt Dış Borç Stoku ve Dağılımı (Milyon ABD Doları) 70
Tablo 8. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon Dolar) 74
Tablo 9. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Ülkelere Göre Dağılımı (Milyon Dolar) 75
Tablo 10. Uluslararası Sermayeli Firma Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı 76
Tablo 11. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Kamu Borç Stoku 113
Tablo 12. Yeni Para Politikası Bileşenleri 116
Tablo 13. Yurtiçi Yerleşiklerin Yıllara Göre Tasarruflarının Dağılımı 121
Tablo 14. Türkiye'de Toplam İthalat, Enerji İthalatı ve Aramalı İthalatı 136
Tablo 15. Türkiye'de Yurtiçi Tasarrufların ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı (1998 Fiyatlarıyla Eski Seri ve 2009 Fiyatlarıyla Yeni Seri) 139
Tablo 16. Banka Yükümlülüklerinin Sınıflandırması 146
Tablo 17. Harcama Yöntemiyle GSYH (cari fiyatlarla) 151
Tablo 18. Türkiye'de Hanehalkı Tüketim Harcamasının Dağılımı 153
Tablo 19. Kamu Kesimi Dış Borç Göstergeleri (Milyon $) 160
Tablo 20. Vadelerine Göre Zorunlu Karşılık Oranları 163
Tablo 21. ROM, ROK ve YP Karşılık Oranları 168
Tablo 22. Türkiye'nin Kredi Notu Karnesi 172
Tablo 23. Türkiye Ekonomisinde Seçilen Değişkenler İçin Veri Seti 184
Tablo 24. Tanımlayıcı İstatistikler 186
Tablo 25. Korelasyon Matrisi 188
Tablo 26. Düzeyler Cinsinden Birim Kök Testi Sonuçları 189
Tablo 27. Gecikme Uzunluğunun Seçimi 189
Tablo 28. Varyans Ayrıştırma Sonuçları 195

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi 9
Grafik 2. Türüne Göre Kişi Başına Sermaye Akışı, 1970-2000 19
Grafik 3. Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişleri ve yaşanan borç krizleri, 1980-2015 (GSYH'ya oranı) 20
Grafik 4. Sermaye Akışının Yöneldiği Ülke Sayıları, 1990-2010 22
Grafik 5. 1920-1930 Yılları Arasındaki Yabancı Sermayeli Anonim Şirketlerin ve Nominal Sermayesinin Toplama Oranı 54
Grafik 6. Türkiye'de 1980-2001 Arası İzin Verilen ve Fiili Giriş Yapan Yabancı Sermaye Miktarı 61
Grafik 7. 1980-2001 Yılları Arasında Türkiyede Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 62
Grafik 8. Türkiye'nin IMF Borcu (1999-2013) 71
Grafik 9. 2000-2016 Yılları Arasında Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 73
Grafik 10. Portföy Yatırımları Net Varlık Edinimi 77
Grafik 11. Yurtdışı Yerleşiklerin Türkiye'de Net Portföy Yatırımları 78
Grafik 12. Diğer Yabancı Yatırımlar 79
Grafik 13. Efektif ve Mevduat Yükümlükleri (Milyar ABD Doları) 80
Grafik 14. Bankaların Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları) 80
Grafik 15. Diğer Sektörlerin Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları) 81
Grafik 16. Türkiye İçin KOF Küreselleşme Endeksi 83
Grafik 17. Türkiye'de Yabancı Sermaye Akımları ve Büyüme 84
Grafik 18. GSMH Üzerinde Servet Etkisi 93
Grafik 19. Yıllara Göre Bankacılık Sektörünün Finansal Sektör İçindeki Payı 110
Grafik 20. Türk Bankacılık Sektöründeki Aktifler ve GSYH'ya Oranı 111
Grafik 21. Türkiye için Banka Kırılganlık Endeksi 112
Grafik 22. TL Mevduatları ve Döviz Tevdiat Hesaplarının Toplam Mevduatlara Oranı 118
Grafik 23. Yurtiçi Yerleşiklerin Tasarruflarının Dağılımı 120
Grafik 24. Hisse Senedi İşlemlerinde Yerli ve Yabancı Payları 122

Grafik 25. Türkiye'ye Net Sermaye Girişi ve Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi 131
Grafik 26. Türkiye'de Döviz Kurunun Dış Ticarete Etkisi 132
Grafik 27. Cari İşlemler Açığının Nedeni olarak İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ...134
Grafik 28. Cari İşlemler Dengesi ve Enerji Hariç Cari İşlemler Dengesi 135
Grafik 29. Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Finansmanı 137
Grafik 30. Net Sermaye Girişlerinin Tasarruf ve Yatırımlara Etkisi 140
Grafik 31. Sermaye Akımları ve Faiz Oranları.....143
Grafik 32. Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredileri ve Finansmanı 144
Grafik 33. Banka Sermaye Yeterlilik Rasyosunun Gelişimi 145
Grafik 34. Bankacılık sektöründe Özkaynaklar ve Riskli Aktifler 145
Grafik 35. Çekirdek Olmayan Yükümlülükler ve Toplam Kredilerin Değişimi (Milyon TL).....147
Grafik 36. Bankacılık Sektörü Net Faiz Gelirleri ve Net Karlılığı 149
Grafik 37. KOBİ'ler İçin Temel Büyüklük Göstergeleri 150
Grafik 38. KOBİ'lerin Dış Ticaret İçindeki Payı.....150
Grafik 39. Harcamalar Yöntemiyle GSYH ve Büyümenin Kaynakları.....152
Grafik 40. Kredi Türlerinin Gelişimi 154
Grafik 41. Tüketici Kredilerinin Gelişimi 154
Grafik 42. Takipteki Kredilerin Gelişimi 155
Grafik 43. Kamu Dış Borç Stoku ve Sermaye Akımı İlişkisi.....159
Grafik 44. TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (%).....166
Grafik 45. Net Sermaye Girişi ve TCMB Rezervleri.....169
Grafik 46. Uluslar Rezervler İçin Temel Göstergeler 171
Grafik 47. Hanehalkı Varlık ve Yükümlülüklerinin Gelişimi 174
Grafik 48. Türlerine ve Vadelerine Göre Firma Borçlarının GSHY'ya Oranı.....176
Grafik 49. VAR (4) Modelinde Verilerin Kararlılığı.....190
Grafik 50. Büyüme Oranı için Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....191
Grafik 51. Kredi Hacmi için Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....192
Grafik 52. Faiz için Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....192
Grafik 53. Reel Efektif Kuru için Etik-Tepki Analizi Sonuçları 193
Grafik 54. M2 Para Arzı için Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....193
Grafik 55. Net Yabancı Sermaye için Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....194

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Para Politikası ve GSYH Arasındaki İlişki: Parasal Aktarım Mekanizması 87
Şekil 2. Türkiye'de Sermaye Girişinin Makro Etkileri 129

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADF	Augmented Dickey-Fuller
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
bk.	Bakınız
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
DSGE	Dinamik Stokastik Genel Denge
DYSY	Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı
ECB	European Central Bank
FED	Federal Reserve Bank
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	International Monetary Fund
KDBS	Kamu Dış Borç Stoku
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOF	Konjunktur-forschungsstelle
MB	Merkez Bankası
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
REDKE	Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
VAR	Vector Autoregressions
WTO	World Trade Organization
YP	Yabancı Para

1. GİRİŞ

İktisat politikaları içinde para politikasının önemi son yıllarda oldukça artmıştır. 1960'lı yılların başından itibaren Milton Friedman önderliğinde bir grup ekonomistin çalışmaları, Keynesyen görüşün aksine paranın, toplam talebin ve toplam çıktının önemli bir belirleyeni olduğunu ortaya koymuştur. Keynesyen model toplam talepteki dalgalanmaların kaynağı olarak yatırım ve devlet harcamalarını işaret etmekte iken, monetarist okul bu görüşe karşı çıkarak toplam talepteki dalgalanmanın asıl nedeni olarak para arzını göstermiştir.

Betton Woods dönemi boyunca uygulanan Keynesyen politikalar, karşı karşıya kalınan stagflasyon sorununa çözüm olamaması gerekçesiyle terk edilmiştir. Tarihi kanıtlara bakıldığında parasal dalgalanmaların sonucunda ekonomik çöküşlerin yaşandığı gözlenmiştir. Bu tarihi kanıtlar ile istatistiki çalışmalar birleştirildiğinde Monetarist görüşün 1970 sonrasında tezi daha da güçlenmiş ve ön plana çıkmıştır.

Monetarist görüşün 1970'lerde yükselişi ile birlikte paranın ekonomik aktivite içindeki yeri ve önemi daha fazla modele konu olmuştur. Böylelikle hangi para politikasının toplam talebi ve toplam çıktıyı ne yönde etkilediği konusundaki araştırmalar çoğalarak artmıştır. Bu bağlamda parasal aktarım mekanizmasına yönelik yeni teoriler geliştirilmiş, klasik faiz oranı kanalı yanında varlık fiyatları kanalı ve son olarak da daha yeni bir yaklaşım olan kredi görüşü ortaya çıkmıştır.

Geleneksel faiz kanalının para politikasının ekonomik aktiviteye olan etkisine yönelik izahı iktisatçılar tarafından yetersiz bulunmuş, bu nedenle finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorununu temel alarak yeni bir yaklaşım olan kredi görüşü geliştirilmiştir. Kredi görüşü temel iki aktarım yolunu takip etmektedir. Bunlardan birincisi para politikasının bankaların verdiği krediler üzerinde yarattığı etki, ikincisi ise firma ve hanehalkının bilançoları üzerinde yarattığı etkidir.

Kredi görüşünün ya da diğer bir ifadeyle kredi kanalının önemli olmasının temel üç nedeni vardır. İlk olarak kredi piyasaları kusursuz olmadığından firmaların istihdam ve yatırım kararlarını önemli ölçüde etkileyebilmektedirler. İkinci olarak orta ve küçük ölçekli firmaların borç bulma imkânları büyük firmalara göre daha kısıtlı

olduğundan para politikalarından daha fazla etkilendikleri söylenebilir. Son olarak da asimetrik bilginin kredi kanalının merkezinde olması kredi görüşünü kuvvetlendiren önemli nedendir.

Küreselleşmenin son yarım yüzyılda ivme kazanması uluslararası sermayenin de yeni gelir arayışlarını artırmıştır. Bu bağlamda son yüzyılda yaşanan gelişmelerle birlikte sermaye akımının da hem miktar hem de şeklinde değişiklikler olmuştur. İkinci Dünya Savaşını takip eden süreçte uluslararası sermaye, daha ziyade devletlerin ve/veya bankaların verdiği borçlar ya da doğrudan yabancı yatırımlar olarak gerçekleşmiştir. Berlin Duvarı'nın yıkılmasıyla birlikte sermaye hareketleri içinde portföy yatırımlarının payı artmıştır. Bu dönemde sermaye akımı özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Finansal serbestleşme ve sermaye akımı üzerindeki denetimlerin kaldırılması süreci, sermaye akımının vade yapısını ve yatırım alanlarında değişimleri beraberinde getirmiştir. Ancak finansal sermayenin gittiği ülkelerde yaratmış olduğu yıkıcı etkiler, fayda ve zararlarının tartışılması sonucunu doğurmuş, para politikalarının etkinliği tartışılır hale gelmiştir.

Bu gelişmelerle birlikte 90'lı yıllardan başlayarak uluslararası likidite gelişmelerine paralel olarak sermayenin ulaşılabilirliği artarken, gerek dünya çapında gerekse Türkiye'de bankacılık sektöründe önemli değişimler yaşanmış, kredi genişlemesine yol açarak bankaların ve firmaların bilançolarında önemli değişiklikler olmuştur. Bu nedenle sermaye akımı bir taraftan ekonomik büyümeye katkı sağlarken diğer taraftan riskleri de beraberinde getirerek ekonomik dalgalanmalara ve kimi zaman yıkıcı etkilere yol açmıştır.

Gelişmekte olan birçok ülke açısından olduğu gibi Türkiye'ye de yönelen yabancı sermaye akımlarının yapısı daha ziyade kısa vadeli olurken, giriş çıkışlara konu olan miktarlar artmış ve istikrarsız bir görünüm kazanmışlardır. Buna karşın merkez bankaları sermaye akımlarının neden olduğu ekonomik istikrarsızlıklarla başa çıkabilmek adına yeni araçlar geliştirmiş, yeri geldiğinde doğrudan ya da dolaylı şekilde müdahalelerde bulunmuşlardır.

Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomiler üzerinden yarattığı etki yıkıcı olabilmektedir. Yüksek miktarlarda yabancı sermaye çıkışı ödemeler dengesi sorunlarına, döviz rezervlerinin tükenmesine, finansal sektörde likidite kıtlığı ile birlikte krizlere, iktisadi büyümenin sekteye uğramasına ve hatta bütün ekonominin çökmesine neden olabilmektedir. Ekonomideki çöküş yalnız reel, finansal ve mali sektörlerle sınırlı kalmayıp çoğu zaman hanehalkını da içine alarak her bir bireyin refahını düşürecek seviyelere ulaşabilmektedir.

Gerek kendi iç dinamiklerinden gerek küresel gelişmelerden dolayı Türkiye de ortalama altı yılda bir bu gibi sorunlarla karşı karşıya kalmaktadır. 1994, 1999, 2001 ve son olarak da 2008 yıllarında yaşanan krizler bunlara örnek oluşturmaktadır. Krizleri derinleştiren sermaye hareketlerinin etkilerini azaltabilmek adına TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) de aktif bir para politikası izlemektedir. Türkiye, 2001 yılı sonrasında sermaye akımlarının yıkıcı etkilerini azaltabilmek için döviz kurlarını dalgalanmaya bırakarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. 2010 yılı ile birlikte fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da hedefleri arasına katmıştır.

TCMB, sermaye akımlarının reel ve finansal sektör üzerinde yarattığı etkiler ile başa çıkabilmek adına faiz kanalı, döviz kuru kanalı ve kredi kanalı gibi parasal aktarım kanallarını her yönüyle kullanmaya çalışmıştır. 2010 yılında yeni para politikası çerçevesini tanıtan Merkez Bankası yetkilileri, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da gözeteceklerini duyururken, faiz ve döviz kuru kanalı yanında kredi kanalının da daha etkin bir şekilde kullanılacağını vurgulamışlardır.

Bu bağlamda, bu tez çalışmasının amacı uluslararası sermaye akımlarının parasal aktarım mekanizması içerisinde öncelikli olarak kredi kanalı yoluyla büyümeye etkisini değerlendirmektir. Bu konuyu tartışırken uluslararası sermayenin Türkiye açısından gelişimi, parasal aktarım kanallarının etkinliği, sermaye akımlarının makroekonomik etkileri, bankacılık sektörü, firmalar ve hanehalkı harcamaları açısından önemi değerlendirilmiş, bununla birlikte para politikasının etkinliği de tartışılmıştır.

Çalışmanın amacı doğrultusunda, bu bölümün ardından, ikinci bölümde uluslararası sermaye akımlarının küresel düzeyde tarihsel gelişimi incelenmiştir. Bununla birlikte yabancı sermayenin büyüme üzerindeki olumlu veya olumsuz katkılarından söz eden teorik yaklaşımlar ve ampirik bulgular konu edilmiş, yabancı yatırımların türüne göre büyüme ilişkisi değerlendirilmiştir. Bu bölümde daha sonra sermaye akımlarının Türkiye özelindeki tarihsel gelişimi incelenerek, Türkiye'de yabancı yatırımların özendirilmesi konusunda ne gibi yasal ve yapısal değişiklikler yapıldığı incelenmiştir.

Üçüncü bölümde parasal aktarım mekanizması incelenmiş, para politikasının hangi kanallar üzerinden büyümeye yol açtığı teorik ve ampirik çerçevede ele alınmıştır. Bununla birlikte parasal aktarım kanallarının Türkiye için etkinliği değerlendirilmiştir. Dördüncü bölümde ise sermaye akımlarının özellikle kredi kanalı yoluyla makro değişkenler ve büyüme üzerindeki etkileri irdelenmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda sermaye akımlarının reel, finansal ve mali sektör üzerindeki etkileri ile birlikte kredi genişlemesinin firma ve hanehalkının borçlulukları üzerinde ne gibi sonuçlar doğurduğu incelenmeye çalışılmıştır.

Son bölümde ise Türkiye ekonomisinde 2003-2016 yılları arası çeyrek dönemlik veriler ile VAR modeli yardımıyla sermaye akımlarının para tabanı, döviz kurları, faiz oranları, kredi hacmi ve iktisadi büyüme üzerindeki etkileri ölçülmeye çalışılmıştır, ve ekonometrik analiz sonucunda ulaşılan bulgular ortaya koyulmuştur.

2. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI VE İKTİSADİ BÜYÜME

2.1. SERMAYE HAREKETLERİ'NİN TARİHSEL GELİŞİMİ, DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE YANSIMALARI

20. yüzyılın sonlarında küreselleşme kavramı bir hayli önem kazanmıştır. Bu kavrama olan ilgi ve alaka iktisatçılar kadar politikacılara ve halkın tamamına da yayılmıştır. Küreselleşmeye olan bu ilginin nedeni çok yönlü olması, iktisat, işletme, finans, politika, teknoloji, çevre, eğitim, kültür, uluslararası ilişkiler ile ulusal/uluslararası güvenlik gibi boyutlarının varlığından dolayı multidisipliner yapısından kaynaklanmaktadır. Ancak küreselleşme kavramını kullanan her kişinin vardığı sonuç aynı olmamaktadır. Küreselleşmeyi savunanlar çoğunlukta gözükse de kayda değer eleştiri yapanlar da azımsanmayacak derecede fazladır. Yine de 20. yüzyılın son çeyreğinde küreselleşmenin en çok yüceltilen ve göze çarpan başarısı hızlı ekonomik büyüme olarak gösterilmektedir. Buna kanıt olarak özellikle küreselleşmenin hız kazandığı 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren dünya genelinde ortalama kişi başı gelirin hızlı bir şekilde artması gösterilmektedir[1].

Küreselleşme sürecinde hem kazanan hem de kaybeden ülkelerin olduğu bilinmektedir. Küreselleşmenin iyi mi yoksa kötü mü olduğu konusunda uzun zamandır hararetli tartışmalar yapılmaktadır. Bazı iktisatçılara göre, küreselleşme temelde fakirliğin azaltılmasında ve hızlı ekonomik büyümenin sağlanmasında faydalı bir güçtür. Başarının sağlanmasında ise ekonomik, finansal, politik ve sosyokültürel seviyedeki yapısal değişimlerin başarılması ve küreselleşmenin bunun üzerine inşa edilmesi gerekmektedir[2].

Küreselleşmeyi tanımlarken birçok bilim adamı kavramı kendi bakış açılarından tanımlamışlardır. Bundan dolayı birçok tanım mevcuttur. Ancak bu kadar çok kullanılan bir kavram için birçok tanımının olması da şaşırtıcı değildir. Örneğin, Thomas L. Friedman küreselleşmeyi pazarların, finansın ve teknolojilerin dünyayı orta

[1] Dilip K. Das, **The Economic Dimensions of Globalization**, New York: Palgrave Macmillan, 2004, s.32.
[2] Das, s. 33.

boydan küçük boya küçülterek her bireyin daha önceleri hiç olmadığı kadar uzağa ve ucuza ulaşmasını sağlayacak şekilde entegre olması şeklinde tanımlamaktadır[3].

2.1.1. Dünya Genelinde Sermaye Akımları

Teknolojik gelişmeler küreselleşmeyi hızlandıran önemli bir etkendir. Elbette teknolojik gelişmeler olmadan üretim maliyetlerinin azaltılması, depolama, pazarlama, kaynakların dağılımı, malların ve fikirlerin aktarılması kolay olmayacaktır. Teknolojik gelişmelerle birlikte ticaretin, sermayenin, emeğin ve hatta teknolojinin kendisinin yer değiştirmesi küreselleşmenin kendisini ortaya çıkarmaktadır.

Tarihteki gelişmelere bakıldığında küreselleşmenin hızlandığı ve yavaşladığı dönemler gözlenmektedir. Örneğin 1913 yılı öncesinde küreselleşme yükseliş dönemindeyken Birinci Dünya Savaşının başlamasıyla gerilemeye başlamış ve araya İkinci Dünya Savaşı ve Büyük Bunalımın girmesiyle durma noktasına gelmiştir. Bu gerileme süreci ancak 1960 yılından sonra kendini toparlamaya başlayarak 1980'lerle birlikte hızlanmaya başlamıştır[4].

Bu açıdan bakıldığında finansal anlamda küreselleşmenin de tarihi gelişmelere ayak uydurduğu görülmektedir. Son iki yüzyılda ülkeler arasındaki sermaye akışı belli dönemlerde hızlanırken, bazı dönemlerde yavaşlamış hatta durmuştur. Bazı dönemlerde ise belli ülkeler arasında sermaye akışı gözlenirken diğerleri arasında hiçbir sermaye hareketi gözlenmemiştir. Dolayısıyla uluslararası sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimini kısaca incelemekte fayda vardır.

2.1.1.1. Birinci Dünya Savaşı Öncesinde Yabancı Sermaye Hareketleri

Yabancı sermaye hareketlerinin ne zaman başladığı sorusuna verilecek en güzel cevap uluslararası bankaların doğduğu tarih olacaktır. Uluslararası bankaların ilk izlerini Rönesans döneminde görmek mümkündür. Örneğin İtalya'nın Venedik şehrinde Medici ailesi uluslararası bir banka kurmayı cesaret eden zengin kişilerden biridir. Bu dönemde İtalyan bankaları, Akdeniz Bölgesinde devletleri ve ticareti finanse

[3] Thomas L. Friedman, "DOScapital", **Foreign Policy**, No. 116, (Autumn 1999), s.110
[4] Guillermo De la Dehesa, **What Do We Know About Globalization: Issues of Poverty and Income Distribution**, 1st Edition, Malden: Black-well Publishing, 2007, s. 4

etmek adına yeni araçlar geliştirmişlerdir. Sermaye hareketleri az miktarda ve belli ülkelerle sınırlı kaldığı için küresel olarak nitelemek yanlış olsa da ticaretin gelişmesiyle uluslararası finansal sistemin Avrupa'nın diğer bölgelerine yayılmasında önemli bir rol almıştır.

Uluslararası bankacılık İtalya'dan sonra Brüj, Anvers ve hemen ardından Amsterdam ve Londra'ya yayılmıştır. Amsterdam ve Londra büyük bir hızla gelişerek uluslararası finansın önemli birer merkezi haline gelmişlerdir. Sanayi devrimiyle birlikte ekonomik faaliyetler genişlemiş, hem devlet hem de özel sektörde finansal araçların kullanımı ve çeşitliliği artmıştır[5].

Sanayi devriminin ardından 1850'lerde dünya ekonomisinde, özellikle ticaret katlanarak artmıştır. Bu süreçte keşiflerle ortaya çıkan yeni dünya, eski dünyaya entegre edilmiş; mallar, sermaye ve işgücü yeni dünyaya ihraç edilmeye başlanmıştır. Örneğin özellikle 1850 ve 1970 yılları arasında dünya ticareti yüzde 260 artış göstermiştir. Aynı dönemde Amerika ve Avustralya kıtalarında çıkarılan altın nedeniyle dünya genelinde faiz oranları artmış, bu durum da kredi genişlemesinin önünü açmıştır. Ancak 19. yy'ın sonlarına kadar üretim maliyetlerinin düşmesi nedeniyle ortaya çıkan deflasyonist ortam, altın arzının artmasıyla birlikte (1848-1855 yılları arasında altın arzı 7 kat artmıştır) enflasyonist ortamın oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bununla birlikte altın bol olduğundan para birimleri altına bağlanarak altın standardı oluşturulmuştur[6].

1870'li yıllarda İngiltere'nin liderliğinde para politikalarında altın standardının uygulamaya başlanması ile birlikte sermaye, kısıtlama olmadan dünyada sermaye piyasalarını dolaşmaya başlamıştır. İngiltere'nin dünya çapında en gelişmiş ekonomi olmasıyla birlikte iç tasarrufları artan miktarda yurt dışına çıkmaya başlamıştır. 1870-1914 yılları arasında İngiltere'nin yapmış olduğu tasarrufların üçte biri kadarı yurt dışına çıkmış ve uluslararası finansta baskın rol oynamıştır. Yurt dışına çıkan bu sermayenin ise yarısına yakını gelişmekte olan Arjantin, Avustralya, Kanada ve Amerika Birleşik Devletleri'ne yönelmiştir.

[5] Das, s. 137-138
[6] Eric J. Hobsbawm, **The Age of Capital: 1848-1875,** London: Abacus, 1977, s. 48-50

Adı geçen dört devlet için de İngiltere'den gelen yabancı sermaye kalkınma adına önemli bir rol oynamıştır. Örneğin ABD (Amerika Birleşik Devletleri)'nin 1870'li yıllarda sürdürdüğü Sivil Savaşın finansmanı, 1880'lede hızlı endüstriyel dönüşüm ve Bağımsızlık Savaşı sonrası demiryolu inşasındaki katkısı göz ardı edilemez[7]. Arjantin'de ise yabancı sermaye hızlı nüfus artışını destekleyerek uzun dönemde büyümeye önemli bir finansman olmuştur. Aynı şekilde Kanada'da da özellikle ulaşım ve taşımacılık alanında ihtiyaç duyulan yatırımları finanse etmek adına yabancı sermaye önemli bir katkı sağlamıştır. Avustralya'da yabancı sermaye demir yollarının inşasında ve tarımsal faaliyetlerin finanse edilmesinde etkili olmuştur.[8]

19. yüzyıl boyunca küresel çapta yapılan mali işlemlerde en büyük pay ile İngiltere sonrasında Amsterdam ön plana çıkmaktaydı ancak yüzyılın sonuna doğru Amsterdam'ın finansal merkez olarak gücünü yitirmeye başlamasıyla birlikte yerine büyüyen Fransa ve Almanya'nın başkentleri birer finans merkezi olarak önem kazanmışlardır. Avrupa'da Paris ve Berlin ile birlikte Amerika kıtasında da yeni finans merkezleri ortaya çıkmıştır. 1870 yılından sonra yaşanan en önemli gelişmelerden biri de birçok ülkenin parasal sistemlerini birleştirerek klasik altın standardına geçmeleri olmuştur.

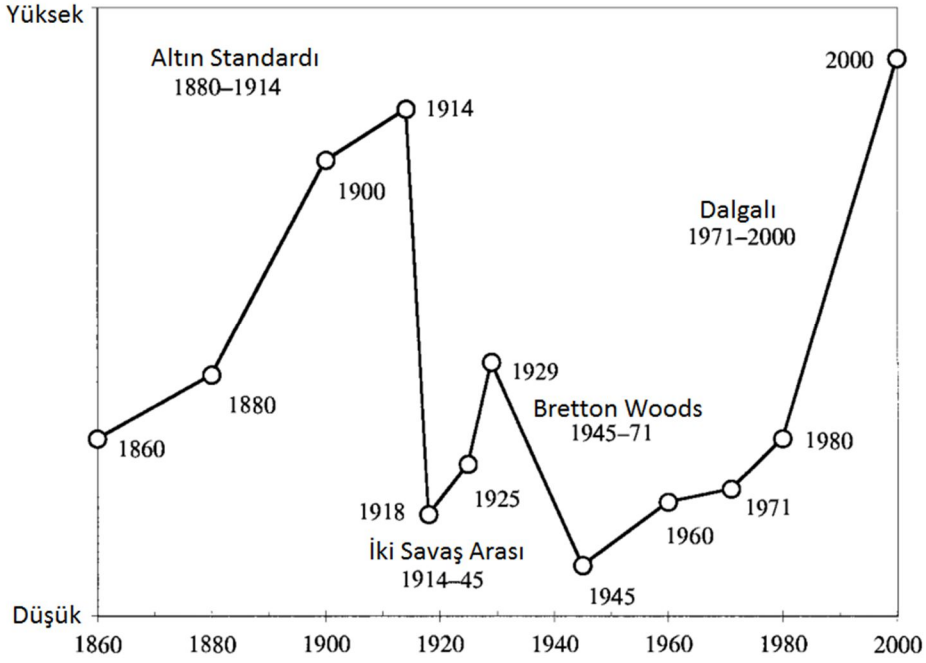
Dünya çapında klasik altın standardına geçilmesi finans alanında yeni ve hızlı gelişmelere neden olmuştur. Dünya genelinde fiyatlar yakınsamış, işlem gören yeni enstrümanlar geliştirilmiş, sigortacılık aktivitelerinin kapsamı genişlemiş, devlet bono ve tahvilleri için piyasalar ortaya çıkmış, vadeli kontrat ve menkul kıymet kullanımı artmış ve 1900 yılından sonra bütün dünya piyasalarına yayılmıştır. Kambiyo senetleri, tahvil finansmanı, hisse senedi ihracı, doğrudan yabancı yatırımlar ve birçok türde işlem alışılmış hale gelerek merkezden çevre ülkelere nüfuz etmiştir. Dahası bankacılık sistemindeki gelişmelerle birlikte finansal işlemler günlük aktivite haline gelirken bankaları denetleyecek bir kurum ihtiyacı ortaya çıkarak merkez bankalarına olan ihtiyaç gün yüzüne çıkmıştır.

---

[7] Rondo E. Cameron ve Valeriĭ I. Bovykin (Ed.), **International Banking, 1870-1914**, New York: Oxford University Press, 1991, s.234

[8] Lance E. Davis ve Robert E. Gallman, **Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865-1914**, Cambridge: Cambridge University Press, 2001, s. 5, 20-21

1900 yılından sonra birçok ülkenin klasik altın standardına geçmesiyle birlikte sabit döviz kuru sistemi büyük ölçüde stabil ve güvenilir bir rejim ortaya koyarak disiplin ve istikrarın teminatı olarak görülmüştür. Buna bağlı olarak ülkeler arasındaki faiz oranları farkı azalmış ve sermaye akışı hızla artmıştır[9].



Grafik 1. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

Kaynak: Obstfeld ve Taylor, s.127

Birinci Dünya Savaşından önceki elli yıl boyunca ciddi miktarda sermaye akışı gerçekleşmiştir. Sermaye Batı Avrupa ülkelerinden yeni dünyaya yönelirken İngiltere, Fransa, Almanya ve Hollanda'dan yurt dışına çıkan sermaye miktarı bu ülkelerin milli gelirlerinin yüzde dokuzuna ulaşmıştır. Elbette bu sermaye akışı cari işlemler hesabında büyük ve sürekli dengesizliklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Cari işlemlerdeki bu dengesizliklere beş önemli neden sayılabilir. Birincisi politika yapıcıların altın standardına sıkı sıkıya bağlı kalmasıdır. Bu bağlılık, borç verenlerin borç alanlarla birlikte istemeseler de aynı kurallara tabi olmaları ve dolayısıyla düşük faiz oranları karşısında sorumluluklarından kaçamamaları sonucunu doğurmuştur. İkincisi, sermaye ihraç eden ülkelerin o yıllarda daha çok aynı dili, kültürü, yasal ve mali sistemleri olan

[9] Maurice Obstfeld ve Alan M. Taylor. "Globalization and capital markets", Michael D. Bordo, Alan M. Taylor ve Jeffrey G. Williamson (Ed.), **Globalization in Historical Perspective** içinde (121-188), University of Chicago Press, 2003, s. 123-125

ülkeleri varış noktası olarak seçmeleridir. Üçüncü neden ise o yıllarda yapılan yatırımların doğasından kaynaklanmaktadır. Yabancı sermayenin büyük bir kısmı demiryolları ve altyapının finansmanında kullanılmıştır. Bu nedenle yatırımlar proje tamamlanmadan geri dönüş sağlamayacağı için uzun vade yapılarına sahiptir. Dördüncü neden yatırımların ihracat yapmayı kolaylaştıracak altyapının ya da doğal kaynak ihtiyacının giderilmesine yönelik olmasıdır. Bu noktada ödemeler dengesine zarar veren aslında bu yatırım projeleri için çok büyük miktarlarda borç alınması ve bu borcu karşılamak için çok fazla ihracata ihtiyaç olmasıdır. Son neden ise 19. yüzyıl ekonomilerinin esnek yapısıdır denilebilir. Piyasaların ve kurumların üzerinde kontrol sağlayacak politikacıların ya da grupların olmaması, sermaye akışındaki ani değişmeleri mümkün kılmıştır[10].

1870-1914 yılları arasında sermayenin küresel çapta hareketliliği altın çağını yaşamıştır. Teknolojik gelişmelerin de yardımıyla kapitalist ekonomi ve laissez-faire anlayışı yayılmıştır. Bu küreselleşme dalgası Birinci Dünya Savaşının patlak vermesiyle son bulmuştur. John Maynard Keynes bu olayı: "*1914 yılının Ağustos ayında son bulana kadar insanoğlunun ekonomik gelişimi ne kadar da sıra dışıydı*!" [11] şeklinde ifade etmektedir.

1914 yılında Birinci Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte Avrupalı yatırımcılar ellerindeki ABD tahvillerini hızla nakde çevirmeye çabalamışlardır. Avrupa'da en gözde yatırım aracı Amerikan tahvilleri olduğundan oldukça yaygın olarak kullanılmıştır. Bunun sonucunda kıymetlerin değeri hızla düşerek New York Borsası çökmüştür. New York Borsası 1915 yılının ortasına kadar kapalı kalmış ve kıymetli evrakların devalüe edilmesiyle ABD bankaları zor durumda kalmıştır. Bunun yanında çalışan sermaye azaldığından üretim durma noktasına gelmiştir. Üretimindeki azalmayı ise milli gelirdeki azalma takip etmiştir[12].

---

[10] Leonardo Auernheimer, (ed). **International Financial Markets: The Challenge of Globalization**, 1. Edition, Chicago: University of Chicago Press, 2003, s. 44-45

[11] John M. Keynes, **The Economic Consequences of The Peace,** Cambridge**,** 1919, http://files.libertyfund.org/files/303/0550_Bk.pdf (22 Şubat 2015), s.10-11

[12] Carlos Sabillon, **On the Causes of Economic Growth: The Lessons of History,** New York: Algora Publishing, 2008, s.143,253

2.1.1.2. I. ve II. Dünya Savaşı Arası Dönem

Birinci Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte küresel finans sistemi yıkılmış ve yayılan küreselleşme hareketleri büyük bir darbe yemiştir. Savaş sonrası eski düzenin kurulması için çaba gösterilmiş olsa da, ülkelerin tutumları nedeniyle bu girişimler de başarısız olmuştur. Bu dönemde ülkeler, engelleri artırmış, buna karşılık rekabeti güçlendirebilmek için paralar tekrar tekrar devalüe edilmiştir. Böyle bir rekabet anlayışı da ekonomilerde yıkıcı etkiler yaratmıştır.

Birinci Dünya Savaşı süresince ve sonrasında ülkeler klasik altın standardı sistemini kullanmaya devam etmiş olsalar da serbest piyasaya yapmış oldukları müdahalelerle aslında sistemi askıya almışlardır. Bu durum serbest piyasa oranlarının resmi oranlardan farklılaşmasına, döviz kurlarında belirsizliğe, yabancı sermaye akışında belirsizlik ve risklere neden olmuştur. Bunun gibi ve daha bir çok nedenden dolayı ülkeler tekrar altın standardını tesis etmek istemiş ve altın kambiyo sistemi 1926 yılından sonra kullanılmaya çalışılmıştır. Altın kambiyo standardı klasik altın standardına göre daha karmaşık olması nedeniyle ve bundan daha önemlisi uluslararası finansal krizin (Büyük Bunalım) ortaya çıkmasıyla birlikte 1930'ların başında terk edilmiştir.

Büyük Bunalıma kadar olan dönemde ülkeler bir dizi döviz kontrolleri uygulamışlardır. İngiltere, parasının altına konvertibilitesini 1914-1919 yılları arasında kaldırmıştır, parasını dolara sabitlemiştir ve 1925 yılında altın standardını tekrar kullanmaya başlamıştır. 1931 yılında ise parasını devalüe ederek tekrar altına konvertibiliteyi kaldırmıştır. Söz konusu dönemde ABD parasının altına konvertibilitesini kaldırmamış olsa da altın ihracatını kısıtlamıştır. Bununla birlikte İngiltere'nin ardından 1933 yılında parasını devalüe etmiştir. Fransa ve Almanya ise savaşın başlamasıyla altına konvertibiliteyi kaldırmış ancak Almanya, markı başka bir para birimine sabitlemezken Fransa, frankı sterline sabitlemiştir. Fransa ve Almanya 1920 yılında altın standardını tekrar devam ettirmeden önce paralarını devalüe etmişlerdir. Bununla birlikte Fransa sekiz, Almanya ise yedi yıl sonra altın standardını terk ederek 1931 yılında paralarını tekrar devalüe etmişlerdir. Aynı şekilde Kanada, Avustralya, Arjantin, Brezilya ve daha birçok ülke altın standardına tekrar dönmeye

çalışmış ancak paralarını devalüe ederek büyük buhran ile birlikte sistemi terk etmişlerdir[13].

Büyük buhran ve ona eşlik eden küresel finansal istikrarsızlık, ülkelerin döviz kontrollerine başvurmasında başlıca etkendir. Döviz kontrolleri belki de tek politika seçeneği olarak görülmüştür. 1931 yılında sterlinden kaçış başlamış ve altın standardı terk edilmiştir. Hemen ardından dolar ve diğer diğer para birimlerinden de kaçış başlamıştır. Bu durum karşısında devletler, değer kayıplarını ve konvertibilite krizleriyle mücadele edebilmek adına müdahalelere, döviz kısıtlamalarına ve farklı döviz kontrollerine başvurmuşlardır. Ancak bu müdahaleler altın rezervlerinin azalmasına engel olamamıştır.

Bu süreçte Almanya 1931 yılında belli ödemeler için moratoryum ilan ederken ilerleyen zamanda kapsamını genişleterek bütün borçları için moratoryuma gitmiştir. 1931'in sonbaharında İngiltere de daha ılıman döviz kontrolleri uygulayarak özellikle büyük miktarlardaki sermaye kaçışlarına engel olmaya çalışmıştır. ABD ise İngiltere'ye benzer şekilde gayri resmi baskılarla engeller koymuştur. Buna karşın Fransa doğrudan tarif, kota ve diğer ticari politikaları uygulayarak dış ticaret dengesini ve altın stokunu korumaya çalışmıştır. İtalyan hükümeti ise gayri resmi yollardan bankacılık sistemine müdahale ederken, Belçika da sermaye çıkışları nedeniyle bu kervana katılmıştır.

Buhran döneminde dünya geneline yayılan bu kısıtlamalar orta Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde de uygulamaya konmuştur. 1931 yılı ile birlikte asıl amacı sermaye çıkışını engellemeye yönelik bu uygulamalar daha sonra ithal edilen mallar için de uygulanmaya başlanmıştır. İkinci Dünya Savaşı zamanında ise uluslararası sermaye hareketliliği ancak ülkeler arasındaki ikili anlaşmalar ile sağlanmaya başlanmıştır[14].

2.1.1.3. Savaş Sonrası Bretton Woods Dönemi

Birinci ve İkinci Dünya Savaşı dönemi yaşanan sıkıntılar ve düzensizliğe bir de 1930'larda yaşanan Büyük Bunalım eklenince ekonomi politikalarında değişikliklere ve

[13] Jorge Braga de Macedo, Barry Eichengreen ve Jaime Reis (eds.), **Currency Convertibility: The Gold Standard and Beyond**, 1. Edition, London: Routledge, 1996, s.25-30
[14] Maurice Obstfeld ve Alan M. Taylor, **Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth,** 1. Edition, Cambridge: Cambridge University Press, 2004, 136-138

kalkınma için yeni kurallara ihtiyaç doğmuştur. Savaş döneminde gerekli kurumsal yapının olmayışı ve ülkelerin uyguladığı fırsatçı politikalar diğer ülkelerin problemlerini ağırlaştırmıştır. Sonuç olarak ekonomide ağır durgunluk ortaya çıkmış, uluslararası ticaret durma noktasına gelmiş, uluslararası para sistemi çökmüş ve uluslararası borç verme son bulmuştur. Bu nedenle İkinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla beraber yeni bir düzen oluşturma çabaları görülmektedir[15].

İkinci Dünya Savaşı sürecinde tüm Birleşmiş Milletlerin hatta Sovyetler Birliği'nin de dahil olduğu 44 ülkenin katılımıyla küresel çapta düzenlemeler yapan bir anlaşma imzalanmış ve 1946 yılında hayata geçmiştir. Bu anlaşmanın adı Bretton Woods'tur.

Bretton Woods anlaşmasının kabulünden önce yapılan toplantılarında iki devlet ve iki iktisatçı tartışmalarda baskın rol oynamıştır; ABD'yi temsil eden Harry Dexter White ve İngiltere'yi temsil eden Keynes. Keynes ve White savaş sonrası küresel ekonomi için bazı planlar hazırlamışlardır. Bu planlara göre Keynes, uluslararası bir takas birliğinin, White ise Uluslararası İstikrar Fonunun ve uluslararası bir bankanın kurulmasını önermiştir. Her iki öneride de sabit kur sisteminin getirilmesi ve ayrımcı döviz kuru uygulamalarının ortadan kaldırılması öngörülmüştür. Buna göre ödemeler dengesi sorunu yaşayan devletler borç alabilmeliydiler. Bunun yanında Bretton Woods'ta karara bağlanan bir konu da bütçe fazlası veren ülkelerin kendi kaynaklarını bütçe açığı veren ülkelere yardım amacıyla kullanmalarıydı. Diğer bir ifade ile fazla veren ülkeler bu fazlalarını açık veren ülkelerden ithalat yapmak amacıyla kullanmalıydılar. İthalat yapmak yerine paralarını rezerv olarak tuttukları halde ise paraları kıt olarak ilan edilecekti. Böylelikle açık veren ekonomilerin yükünü fazla veren ekonomiler taşıyacaktı. Oysa Altın Standardı döneminde açık veren ülkeler ithalatlarını azaltmak yoluyla bu yükü kendileri yüklenmekteydiler. Bretton Woods'un bu politikası korumacılığı ve devalüasyonlar sonucu ortaya çıkan yıkıcı rekabeti ortadan kaldırmayı amaçlamıştır.

[15] Peter B. Kenen (Ed.), **Managing the World Ekonomy: Fifty Years After Bretton Woods**, Washington: Institution for International Economics, 1994, s. 11

Keynes'in başka bir önerisi de uluslararası bir paranın oluşturulması ve bu paranın da Amerikan doları olması ve altını ile finanse edilmesiydi. Böylelikle bütçe açığı veren ülkelere borç sağlama imkanı doğacaktı. Ancak bu fikir Amerikalılar tarafından rağbet görmemiştir. White'ın planına göre açık veren ülkelere borç vermek üzere bir fon oluşturulmalı ve üye ülkeler de bu fonun oluşturulmasında belli oranlarla yükümlülük altına girmeliydiler. ABD'nin bu yükümlülükleri sınırlandırmak istemesinin nedeni sınırsız bir yükün altına girmekten kaçınmasıdır[16].

Daha sonraki görüşmelerde ise Keynes dolar dışında uluslararası bir paranın oluşturulmasını savunmuş ancak bu fikir de Amerikalılar tarafından kabul görmemiştir. Çünkü Keynes sınırlamaların kaldırılarak konvertibilitenin sağlanmasını istemekteydi. Oysa ki White'ın görüşü paralar arasında konvertibilitenin daha da kısıtlanmasıydı. Dahası Keynes'in meslektaşları da poundtan dolara kaçış olacağı gerekçesiyle tam konvertibiliteye karşıydılar.

Nihayetinde Bretton Woods anlaşması döviz kurlarında istikrarın ve paraların konvertibilitesinin sağlanması hedefini uygun bulmuştur. Bu bağlamda ülkelerin sermaye hareketlerin üzerinde kontrol sağlama hakkı da kabul edilmiştir. Bu sistemin uyum içinde çalışmasını garantilemek, resmi yardımları ayarlamak ve uygulanacak politikalarda fikir alış verişi yapmak amacıyla IMF'nin (International Monetary Fund) ve Dünya Bankası'nın (World Bank) kurulmasına karar verilmiştir.

IMF'nin kurulmasının ardından ise Marshall Planı (1947-1951) sonraki yılları şekillendiren sistem olarak ortaya çıkmıştır. Bu yıllarda ABD IMF anlaşmalarının aksine ve yeni dünya düzenini kurmak adına ülkelere finansal destek vermiştir. Böylelikle resmi olarak dünya çapında likidite büyük oranda artmıştır. ABD'nin ülkelere yapmış olduğu yardımların büyüklüğü IMF ve Dünya Bankası yardımlarının küçük görünmesine neden olmuştur. Bu dönemde ABD paranın konvertibilitesinde daha

[16] Dan Plesch, **America, Hitler and the UN: How the Allies Won World War II and Forged a Peace**, London: I. B. Tauris, 2011, p.145, 152-153

yumuşak başlı, sermaye çıkışı konusunda daha toleranslı, döviz kurundaki hareketleri kabullenir şekilde davranmıştır[17].

Bretton Woods sistemi iki dünya savaşı arası dönemde yaşanan ekonomik sıkıntıları ortadan kaldırarak, savaş sonrası yeni küresel ekonomik düzeni kurmayı amaçlamıştır. Bu doğrultuda ABD dolarının etkin bir para birimi olarak fonksiyonellik kazanması öngörülmüştür. Böylelikle bir ons altın 35 dolar olarak belirlenmiş ve dünya ekonomisine zarar veren rekabetçi devalüasyonların önüne geçilmiştir. Takip eden otuz yıl içerisinde küresel üretimin ve finans sisteminin genişlemesi, 1970'lerin başında ortaya çıkan petrol krizi ve ABD'nin sistem içindeki payının azalmaya başlamasıyla birlikte dolar ve altın arasındaki ilişkinin sarsılmasına neden olmuştur. 1971 yılında dış ticaret açığı veren ABD, doların altına konvertibilitesini kaldırdığını duyurmuştur. Bu tarihten sonra paraların değerini piyasa güçleri belirlemiş ve sermaye akışı hızla genişlemiştir[18].

Bretton Woods dönemine damgasını vuran bir diğer konu ise yeni kurumların doğuşudur. Bunlardan en önemlileri olan GATT (the General Agreement on Tariffs and Trade) yeni adıyla WTO (World Trade Organization) ticaretin önündeki engelleri kaldırmayı, Dünya Bankası savaş sonrası ülkelerin altyapısını güçlendirmek ve kalkınmasını sağlamak amacıyla borç vermeyi, IMF ise uluslararası ödemeler sistemini kurarak küresel finansal istikrarı sağlamayı hedeflemiştir. Ancak zaman içinde kurumlar uygulamaları nedeniyle başarı ve/veya başarısızlıklarıyla eleştiriler almış ve amaçları yönünden değişim geçirmişlerdir.

En büyük eleştirilerden payını alan kurumlardan biri elbette IMF olmuştur. Bretton Woods döneminde en zor görev olan küresel ekonomik stabiliteyi sağlamak, IMF'ye verilmiştir. Büyük Bunalımın ardından dünya çapında işsizliğin önlenmesi için ortaya konan en önemli görüşlerden biri Keynes tarafından ileri sürülmüştür. Keynes sorunun çözümü için basit bir açıklama ve reçete sunmuştur. O'na göre ekonomik çöküşün asıl nedeni toplam talebin düşük olması; bunun çözümünün ise devletin toplam

[17] David M. Andrews (Ed.) **Orderly Change: International Monetary Relations Since Bretton Woods,** Ithaca: Cornell University Press, 2008, s. 14-17
[18] Chamsy El-Ojeili ve Patrick Hayden, **Critical Theories of Globalization,** New York: Palgrave Macmillan, 2006, s. 56

talebi artıracak önlemleri almasıydı. Bunun için para politikasının yetersiz olduğu durumlarda maliye politikalarıyla harcamaların arttırılması ya da vergilerin azaltılmasıdır. Bundan dolayı IMF toplam talebi artırmak için kendi kaynakları yeterli olmayan ülkelere borç vererek likidite sağlamak ile görevlendirilmiştir. Buna karşın ilerleyen yıllarda IMF'nin görevi harcamaların arttırılması, vergilerin azaltılması, faiz oranlarının düşürülmesi gibi genişletici politikalar dayatmak iken onun yerine açıkların kapatılması, vergilerin arttırılması ya da faizlerin yükseltilmesi gibi kısıtlayıcı politikaları uygulayan ülkelere fon sağlamaya başlamıştır. Dahası ülkelerin zamansız şekilde sermaye piyasalarını liberalleştirmesi için baskı yaparak küresel istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Dayattığı programlar ve sağladığı fonlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin sorunlarını daha da ağırlaştırmıştır[19].

GATT 1947 yılında mal ticaretine uygulanan tarife ve kotaları yönetmek amacıyla kurulan ve 1995 yılında yerini WTO'ya bırakan bir kurumdur. GATT'ın amacı iki dünya savaşı arasında korumacılığın ortaya çıkardığı sorunları çözmek amacıyla ticareti serbestleştirmek ve bu doğrultuda tarife oranlarını düşürmektir. WTO GATT'ın devamı niteliğinde olmakla birlikte karşılaştırıldığında daha güçlü ve daha etkili bir altyapıya sahiptir. Kurumun aldığı en büyük eleştiri gelişmiş ülkelere karşı etkisiz olması buna karşın gelişmekte olan ülkelerin ticaret bariyerlerini kaldırması için baskı yaparak bu ülkelerin endüstri ve ekonomilerine zarar vermesidir.

Bu dönemde önemli diğer bir kurum ise Dünya Bankası'dır. Dünya Bankası'nın amacı İkinci Dünya Savaşı'nın ardından ekonomik ve fiziksel altyapının yeniden tesisi için ülkelere kaynak sağlamaktır. İlk yıllarda Avrupa kıtasındaki kalkınmayı finanse eden Dünya Bankası, Marshall Planı ile birlikte etkisini büyük ölçüde yitirmiştir. Avrupa ülkeleri daha çok Marshall yardımlarından faydalandıkları için Dünya Bankası ilgi alanını Avrupa dışındaki ülkelere kaydırmıştır[20].

Sermaye hareketleri açısından Bretton Woods dönemi değerlendirildiğinde başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere birçok ülkede sermaye kontrolleri uygulanmıştır. Ülkeler için yabancı sermayenin tek kaynağı kalkınma amaçlı alınan

[19] Joseph E. Stiglitz, **Globalization and its Discontents**, New York: W. W. Norton Company, 2002, s. 11-15
[20] El-Ojeili ve Hayden, s. 57-58

resmi yardımlardır. Bu resmi yardımlar resmi borçlar, yardımlar ve doğrudan yabancı sermaye yatırımı şeklinde gerçekleşmiştir. Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra birçok kalkınmakta olan ülke yabancı sermaye akımlarına serbestlik tanımıştır. Mundell'e göre finansal küreselleşmenin modern çağı 1973 yılında yaşanan petrol krizi ve Bretton Woods çökmesiyle başlamaktadır[21].

2.1.1.4. Bretton Woods Sonrası Dönem

Bretton Woods sistemi neredeyse otuz yıl boyunca uygulanmıştır ve bazılarına göre müdahaleci kapitalizmin altın çağı olarak adlandırılmasında önemli bir rol üstlenmiştir. Bu süreçte birçok hükümet para giriş ve çıkışlarını ülke sınırları içerisinde kontrol altına almıştır. Vergi oranlarındaki artışlarla sosyal devletin genişlemesi muazzam seviyeye ulaşmıştır. Ancak 1971 yılında Başkan Richard Nixon'ın altına dayalı sabit kur sistemini sonlandırması ile başlayan süreçte küresel ekonomik düzen değişmeye başlamış, Bretton Woods sistemi çökmüş ve serbest piyasa anlayışı hakim olmaya başlamıştır.

1970'li yıllarda küresel çapta ortaya çıkan yüksek enflasyon, düşük büyüme oranları, yüksek işsizlik oranları, kamu kesimi açıkları ve eşi görülmemiş iki petrol krizi ile yeni politika arayışları ortaya çıkmıştır. 1980'lerde ise devletin müdahalesini benimseyen ve laissez-faire anlayışını reddeden Keynesyen politikalar, iktisadi ve hatta siyasi arenada da yerini neoliberal anlayışa bırakmıştır. Özellikle 1980'li yıllarda İngiltere'de Margaret Thatcher ve ABD'de Ronald Reagen önderliğinde başlayan ve dünya geneline yayılan liberal ya da diğer bir ifadeyle yeni sağ politikalar ağırlık kazanmıştır[22].

Yeni sağ kavramı serbest piyasa liberalleri ile küçük devlet kavramını savunanların bir araya gelmesi ya da diğer bir ifadeyle klasik iktisadın günün şartlarına uyarlanmasıdır. Yeni sağ üç temel okuldan oluşmaktadır. Bunlar, Friedman ve Stigler'in Chicago Okulu, Mises ve Hayek'in Avusturya Okulu ile Buchanan ve Tullock'un Virginia Okuludur. Bu düşünce akımı talep yetersizliklerinin kamu müdahalesinden

[21] Das, s. 155
[22] Manfred B. Steger, **Globalization: A Very Short Introduction**, 2. Edition, New York: Oxford University Press, 2009, s. 39-41

kaynaklandığını savunur, bu nedenle devletin ekonomiye müdahalesini reddetmektedir. Rekabetin sürdürülebilmesi için serbest piyasa ekonomisinin önemine vurgu yapmaktadır. Bu düşüncelerle birlikte talep yönlü iktisat yerini arz yönlü iktisada bırakmıştır. Dahası 1980 ve 90'lı yallarda bu neoliberal söylemler genişleyerek özelleştirmeler ve devletin piyasadan çekilmesi kitlesel talep görmüştür[23]. Böylelikle makro iktisat alanında Yeni Klasik Okul ile Monetarizm yükselişe geçerek rasyonel beklentiler, reel iş çevrimleri ve beklentilerin eklendiği uzun dönem Phillips Eğrisi kabul gören teorik modeller haline gelmiştir.

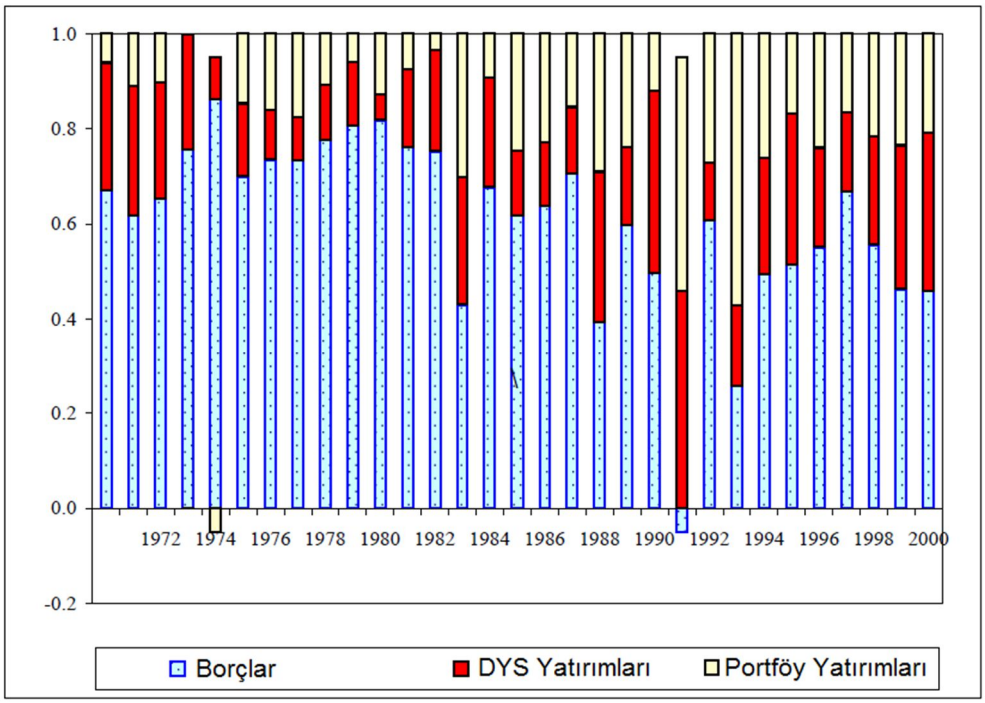
Bretton Woods'un çöküşü ile birlikte iktisat ve para politikasında da köklü değişimler yaşanmıştır. Keynesyen politikaların öngördüğü işsizliği önleyebilmek adına bir miktar enflasyona katlanılması gerektiği anlayışı petrol krizleriyle birlikte terk edilmiştir. Bu dönemde yüksek işsizlikle birlikte yüksek enflasyonun görülmesi Phillips eğrisinde öngörülen ilişkinin koptuğu anlamına gelmektedir. Bu nedenledir ki yeni politika arayışları başlamıştır.

Bu süreçte merkez bankalarının da görevlerinde değişiklikler olmuş, 80'li yıllarda para ve kur politikalarını düzenlemek, finansal sistemi, bankaları denetlemek ve bunların etkin çalışmasını sağlamak gibi görevler üstlenmiştir. 90'lı yıllarda ise kamu harcamalarının finansmanı, hükümete danışmanlık ve son borç mercii gibi fonksiyonları arka plana itilerek, parasal ve finansal istikrarı sağlamak ve korumak gibi temel amaçlar edinmiştir. Bu bağlamda dalgalı kur sistemine geçilmesiyle birlikte merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını temel para politikası aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Bununla birlikte zorunlu karşılıkların önemi azalarak açık piyasa işlemleri ile yeni araçlar ortaya çıkmıştır. Aynı süreçte merkez bankalarının bağımsızlığı ve şeffaflığı sağlanarak faiz, kur, enflasyon ve beklentiler üzerindeki kontrol gücü arttırılmıştır.[24]

1980'ler ile birlikte sermaye hareketleri de hız kazanmış teorik ve politik alandaki değişimler kendini sermayenin yapısı ve miktarında da göstermiştir. Özel sermayenin toplam sermaye akımı içindeki payı artmış bununla birlikte resmi yardım ve

[23] Nalan Ölmezoğulları, **Ekonomik Sistemler ve Küreselleşen Kapitalizm**, 4. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, 2003, s. 103-106
[24] Suat Oktar, Erkan Tokucu ve Zekai Kaya, **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, İstanbul: Nobel Yayıncılık, 2013, s. 45-47

borçların miktarı azalmış ya da aynı kalmıştır (bk. Grafik 2). Bununla birlikte 1982 yılında gelişmekte olan ülkelerin borç krizleriyle sermaye piyasalarındaki inişli çıkışlı süreç daha sık yaşanmaya başlamıştır (bk. Grafik 3). Borç krizleriyle birlikte takip eden yıllarda gerçekleştirilen ekonomik reformlar ve özellikle Amerika'da faiz oranlarının düşük olması nedeniyle Latin Amerika ülkelerine özel sermaye gitmeye devam etmiştir. 90'lı yıllarda ise döviz kuru krizleri döviz piyasalarını hem Avrupa'da hem Latin Amerika'da hem de Doğu Asya'da etkisi altına almıştır. Krizlerin nedeni olarak iki görüş ön plana çıkmıştır. Bunlardan biri (George Soros gibi) bankerlerin sebep olduğu ve başarılı ekonomilerin bu gibi kişilerin kurbanı olduğu görüşüdür. Diğeri ise yerel ekonomilerin kendisinden kaynaklanan ve global sermaye piyasalarının kötü hükümet politikalarını disipline ettiği gerçeğidir.[25]



Grafik 2. Türüne Göre Kişi Başına Sermaye Akışı, 1970-2000

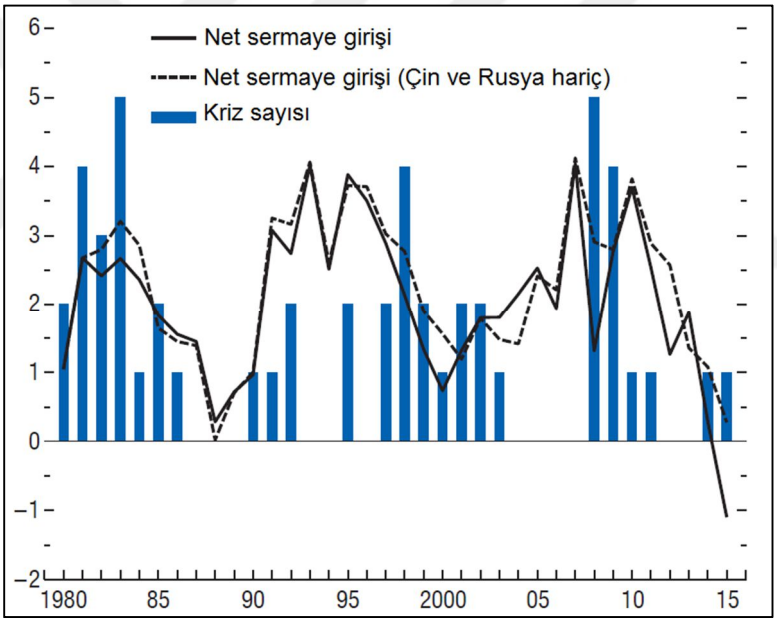
Kaynak: Alfaro, Ozan ve Volosovych, s. 44[26]

Ancak 1980'lerden başlayarak uluslararası sermaye hareketliliğinin faydalarına yönelik önemli tartışmalar yaşanmıştır. Özellikle Stanley Fischer, Maurice Obstfeld ve

[25] Maurice Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 6559, (May 1998), s. 21-22

[26] Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli Ozan ve Vadym Volosovych, "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions", Sebastian Edvards (Ed.), **Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences** içinde (19-72), Chicago: University of Chicago Press, 2007, s. 44

Kenneth Rogoff tasarrufların küresel çapta tahsisine ve finansal kaynakların üretken kullanımına yönelik engellerin kaldırılmasını, böylelikle dünya çapında ekonomik büyümenin ve refahın artacağını savunmuşlardır. Örneğin S. Fisher özellikle Asya Krizinin IMF'nin de yardımıyla uluslararası sermayenin önündeki engelleri kaldırarak ve finansal piyasaların kontrollü bir şekilde liberalizasyonu sağlanarak önüne geçilebileceğini savunmuştur. Krizin nedenleri arasında Asya ülkelerinin büyük dış açıkları, uyguladıkları kur rejimleri, piyasanın güvenini kaybetmeleri, zayıf finansal sistemleri ve özel sektörün yüksek miktardaki dış borçlanmalarını gösterilmiştir[27]. Obstfeld ve Rogoff yaptıkları çalışma ile, ciddi derecede kur dalgalanmalarına yol açsa da yabancı sermayenin üretim ve ticareti arttırarak hem yabancı hem yerli yatırımcı açısından refahı önemli derecede pozitif etkilediğini savunmaktadırlar[28].



Grafik 3. Gelişmekte olan ülkelere net sermaye girişleri ve yaşanan borç krizleri, 1980-2015 (GSYH'ya oranı)

Kaynak: IMF, "*World Economic Outlook"*, 2016, s. 64[29]

[27] Stanley Fischer, "The IMF and The Asian Crisis.", **IMF**, (20 March 1998), https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp032098 (2.8.2016), s. 8-10

[28] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, "Risk and Exchange Rate", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 6694, (August 1998), s. 27, 32

[29] Hong Yang, "Too Slow for Too Long", **World Economic Outlook**, Washington: IMF, (April 2016), s. 64

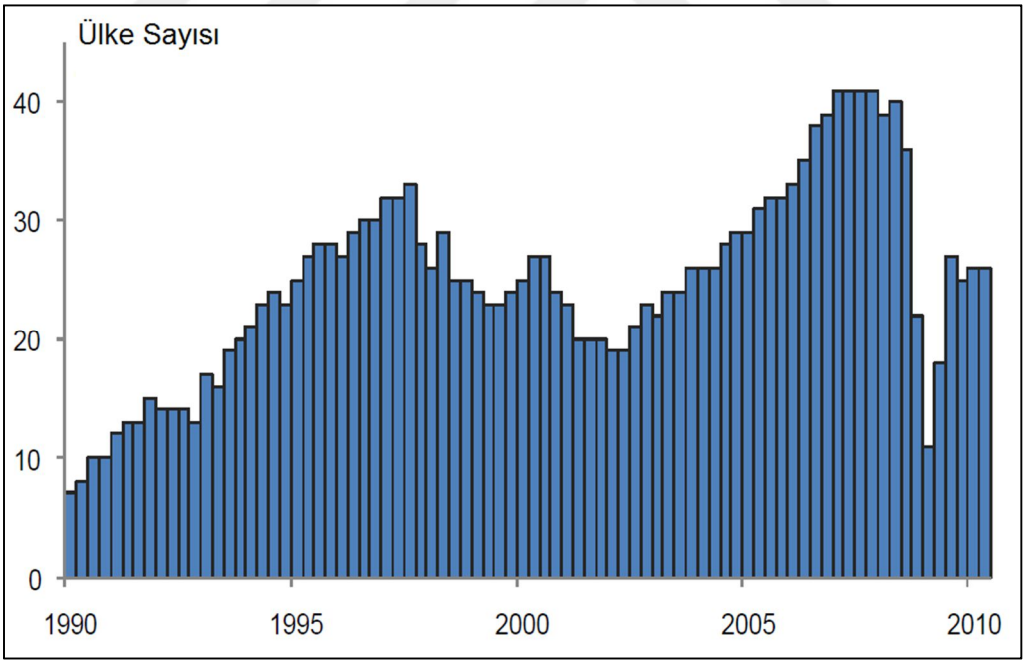
Buna karşın konuya şüpheci yaklaşan iktisatçılar da vardır. Örneğin Paul Krugman krizlerle karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkelerin sermaye akışına kontroller getirmesi gerektiğini savunmaktadır. Nitekim 1980'lerde yaşanan, birçok ülkenin karşı karşıya kaldığı borç krizlerinde ve 1995 yılında yaşanan Tekila Krizinde IMF'nin uyguladığı reçetelerin yetersiz kaldığı bu nedenle de Krugman'ın kendi ifadesiyle B planına ihtiyaç duyulduğunu vurgulamıştır[30]. Bu nedenle Krugman, Malezya Başbakanına yazdığı mektupta yaşadıkları krizin çözümüne yönelik sermaye kontrollerini tavsiye etmektedir[31]. Dani Rodrik ise finansal liberalleşmenin büyük riskler yaratabileceğini belirtirken ülkelerin sermaye hareketleri karşısında bağımsız bir para politikası izlemesinin zorlaştığını söylemektedir. Bunun yanında Rodrik'e göre ulusal paradaki kısa dönem likidite artışları krizlere yol açarken bu krizlerin diğer ülkelere sıçrama olasılığı da büyüktür[32].

Uluslararası sermaye akımları ve ekonomik büyümeye olan katkısına yönelik uluslararası makroekonomik literatürde çokça tartışılan bir konu olmakla birlikte tam anlamıyla bir fikir birliği sağlanmış değildir. Her ne kadar sonraki bölümlerde sermaye akımlarının makroekonomik etkilerini tartışacak olsak da bu fikir ayrılıklarında iktisatçıların farklı ülke gruplarını, farklı zaman dilimlerini ve farklı türdeki sermaye akımlarını incelediklerini göz önünde bulundurmak gerekir. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkelerin yapısı analizleri etkilerken, 1980'ler, 1990'lar ve 2000'li yıllar birbirinden farklılık gösterirken; sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırımlar, borçlar ve portföy yatırımları farklı özellikler taşırken sermaye akımının devlet ya da özel kaynaklı oluşu da yönünü, miktarını ve etkilerini değiştirebilmektedir[33].

Sermaye akımlarının tarihi gelişimine bakıldığında yakın zamanlara kadar ancak Birinci Dünya Savaşı öncesindeki seviyesine geldiğini görmekteyiz (bk. Grafik 1). Ancak günümüz sermaye akımları altın standardı döneminden farklılıklar arz

[30] Paul Krugman, "Saving Asia: It's Time To Get Radical" **Fortune Magazine**, Vol. 138, Issue. 5, (7 September 1998), 77-79
[31] Paul Krugman, "A letter to Malaysia's prime minister". **Fortune Magazine**, Vol. 138, Issue. 6 (28 September 1998), s. 35-36
[32] Dani Rodrik, "Symposium on globalization in perspective: an introduction", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No: 4, (Autumn 1998), s. 4-5
[33] Alfaro, Kalemli-Ozcan ve Volosovych, s. 20

etmektedir. Altın standardı döneminde uluslararası sermaye yapısı daha ziyade uzun dönemli sermaye iken son dönemde vade yapısı kısalmış ve daha geniş bir ülke grubuna yönelmiştir. Sermayenin gittiği ülke sayıları Grafik 4'te, sermayenin türüne göre ve hangi bölgelere ne miktarda gittiği ise Tablo 1'de net olarak görülmektedir. Bunun başlıca nedenleri arasında altın standardı döneminde sabit döviz kuru sisteminin olması ve ülkeler arasındaki faiz oranları farkının az olması sayılabilir. Altın standardında olduğu gibi Bretton Woods döneminde de faiz oranlarının oynak olmadığı söylenebilir. Oysa günümüz şartlarında ülkeler arasındaki faiz getiri oranlarının farklı olması sermayenin kısa vadeli olmasında önemli bir etken olmuştur. Bununla birlikte yalnız faiz oranları değil, uluslararası borç verme miktarındaki artış, finans ve telekomünikasyon alanındaki teknolojik gelişmeler de önemli unsurlar arasındadır. Bu nedenle uluslararası sermaye de reel yatırımlar yerine finansal varlıklara yönelmiştir. Reel yatırımların ise 1980'lerin ortasından başlayarak doğrudan yabancı yatırımlar olarak varlığını sürdürdüğü gözlenmiştir[34].



Grafik 4. Sermaye Akışının Yöneldiği Ülke Sayıları, 1990-2010
Kaynak: IMF, 2011[35]

[34] Paul Hirst, Grahame Thompson ve Simon Bromley, **Globalization in Question,** 3. Edition, Cambridge: Polity Press, 2015, s. 68, 91, 95
[35] IMF, Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, February 2011, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf (2.8.2016), s. 11

Tablo 1. Dönem ve Bölgeye Göre Net Sermaye Girişleri (kişibaşı ABD doları) (123 ülke, 1970-2000)

	1970-2000	1970-1980	1981-1990	1991-2000
Net Doğrudan Yabancı Yatırım				
ABD, Japonya, Batı Avrupa	-75.2	-2.4	15.9	-65.9
Latin Amerika ve Karayipler	70,3	28,2	28,2	31,6
Doğu Asya Pasifik	174,4	136,7	131,9	210,6
Güney Asya	3,4	n.a.	n.a.	2,4
Avrupa ve Orta Asya	104,6	-0,1	-0,1	4,4
Sahra Altı Afrika	13,9	31,3	31,1	22,3
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	85,9	-93,1	-92,9	-83,6
Net Portföy Nakit Girişi				
ABD, Japonya, Batı Avrupa	24.7	5.6	43.7	13.0
Latin Amerika ve Karayipler	-2,7	-0,1	0	-0,4
Doğu Asya Pasifik	-188,6	26,2	-2,8	-574,1
Güney Asya	2,3	n.a.	n.a.	2,3
Avrupa ve Orta Asya	15,1	n.a.	-0,9	15,2
Sahra Altı Afrika	3,1	0,5	-3,1	4,7
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	27,2	31,7	131,5	5,9
Net Borç Nakit Girişi				
ABD, Japonya, Batı Avrupa	74.2	104.7	150.1	-1.5
Latin Amerika ve Karayipler	13,6	115,9	-24,2	-3,9
Doğu Asya Pasifik	-16,9	124,1	55,8	-114,9
Güney Asya	11,3	9,5	14	9,9
Avrupa ve Orta Asya	54,9	26,1	-35,4	59,8
Sahra Altı Afrika	-0,2	21	5,1	-19,2
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-340,1	-1241,8	-348,4	188,5
Net Özsermaye Nakit Girişi				
ABD, Japonya, Batı Avrupa	-45.7	20.1	-26.6	-83.4
Latin Amerika ve Karayipler	69,6	24,7	30,9	117,5
Doğu Asya Pasifik	77,6	138,7	211,5	-57,3
Güney Asya	4,6	n.a.	2,5	6,2
Avrupa ve Orta Asya	117,1	-0,1	4,9	124,1
Sahra Altı Afrika	16,7	31,3	21,4	4,1
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	38	-151,6	-16,1	111
Net Sermaye Girişi				
ABD, Japonya, Batı Avrupa	73.8	187.4	155.6	-85.6
Latin Amerika ve Karayipler	29,3	140,1	-12,2	17,8
Doğu Asya Pasifik	31,3	211,7	161,8	-140,2
Güney Asya	13,4	10,2	15,1	13,7
Avrupa ve Orta Asya	-47	26,6	-34,2	-25,5
Sahra Altı Afrika	6,2	34,2	12,5	-18,9
Orta Doğu ve Kuzey Afrika	-373,7	-1519,5	-361,8	281,7

Kaynak: Alfaro, Ozan ve Volosovych, (2004)

Not: Veriler IMF'den alınmış olup 1995 yılı ABD doları cinsinden hesaplanmıştır. Doğrudan Yabancı Yatırımlar için veriler 72 ülkeyi; Portföy 68 ve borç verileri 123 ülkeyi kapsamaktadır

1980'lere kadar uzun dönem finansmanın ana kaynağı olarak resmi sermaye akımlarının varlığını sürdürdüğü görülmektedir; ancak 1990'lar ile birlikte durum değişmiş ve özel sermaye akımları filizlenmeye başlamıştır. 1990'da gelişmekte olan ülkelere net sermaye akımı 47,7 Milyar ABD doları iken 1996 yılında 212 milyar dolara yükseldiği tahmin edilmektedir[36].

Uluslararası alanda faaliyet gösteren firmaların sayılarında da büyük artış yaşanmıştır. Aynı anda birçok ülkede faaliyet gösteren firmaların sayısı 1960'larda 7.000 civarında iken 2003 yılında bu sayı 61.000'e ulaşmıştır. Firma sayılarındaki artışlara bağlı olarak doğrudan yabancı yatırımların miktarı 1970 yılında 13.257 milyon dolar iken 1990 yılında 204.905 milyon dolara, 2016 yılında ise 1.746.423 milyon dolara ulaşmıştır (bk. Tablo 2).

Tablo 2 Dünyada Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (1970-2016 – Milyon Dolar)

1970	13.257	**1982**	58.222	**1994**	254.920	**2006**	1.411.171
1971	14.241	**1983**	50.393	**1995**	341.527	**2007**	1.909.234
1972	14.760	**1984**	56.172	**1996**	388.819	**2008**	1.499.133
1973	20.366	**1985**	55.847	**1997**	481.490	**2009**	1.190.006
1974	23.871	**1986**	86.697	**1998**	690.690	**2010**	1.383.779
1975	26.392	**1987**	136.869	**1999**	1.076.318	**2011**	1.591.146
1976	21.931	**1988**	164.228	**2000**	1.360.254	**2012**	1.592.598
1977	27.044	**1989**	196.939	**2001**	772.783	**2013**	1.443.230
1978	34.244	**1990**	204.905	**2002**	594.929	**2014**	1.323.863
1979	41.887	**1991**	153.973	**2003**	558.864	**2015**	1.774.001
1980	54.396	**1992**	162.924	**2004**	697.170	**2016**	1.746.423
1981	69.580	**1993**	220.110	**2005**	958.516		

Kaynak: UNCTAD Veri tabanı[37]

Döneme damgasını vuran diğer bir gelişme ise bankacılık alanında yaşanmıştır. 20. yüzyılın ikinci yarısından sonra bankaların mevduatlarında yabancıların tasarrufları artan bir paya sahip olmuştur. Tasarruf sahipleri paralarını dünyanın herhangi bir yerindeki bankalara yatırma eğilimine girmiştir. Yerleşik olmayan kişilerin banka mevduatları içindeki payları 1964 yılında 20 milyar dolar iken 1995 yılında 7,9 trilyon

[36] Takatoshi Ito ve Anne O. Krueger (Ed.), **Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences**" 1. Edition, London: University of Chicago Press, 2001, s.2
[37] UNCTAD Veri tabanı: http://unctadstat.unctad.org (10.07.2017)

dolara yükselmiştir. Bu davranışlara neden olan ise teknolojik gelişme ile birlikte elektronik para transferlerinin ve bankaların sunduğu Chips (the Clearing House Interbank Payments System) ve Swift (the Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications) gibi hizmetlerdir[38].

2.2. YABANCI SERMAYE VE BÜYÜME İLİŞKİSİ

2.2.1. Büyüme Teorilerine Genel Bakış

Adam Smith 1776, Thomas Malthus 1798, David Ricardo 1817, Frank Ramsey 1928, Allyn Young 1928, Joseph Schumpeter 1934 ve Frank Knight 1944 yıllarında yayınladıkları çalışmaları ile modern ekonomik teorinin temellerini atmışlardır. Bu iktisatçıların ortaya koyduğu fikirler modern ekonomik büyüme teorilerinin oluşmasında katkı sağlamıştır. Bu iktisatçıların katkılarını şu şekilde özetleyebiliriz: rekabet ve denge dinamikleri, azalan verimler ve fiziki-beşeri sermaye birikimi ile ilişkisi; kişi başına gelir ile nüfus artış oranı arasındaki ilişki; işgücünde artan uzmanlaşma, yeni mal ve üretim yöntemlerinin teknolojiye etkisi; teknolojinin geliştirilmesini özendiren tekellerin rolü.

Bütün bu yapı taşları 1950'li yılların sonlarında neoklasik metodolojinin oluşmasında önemli bir etkendir. Neoklasik büyüme teorisi, tasarrufların, yatırımların ve ekonomik büyümenin nüfus artışı ile teknolojik gelişmelerden nasıl etkilendiğini açıklamaya çalışmaktadır. Modern büyüme teorisinin kurucuları, 1950'lerde yapmış oldukları çalışmalar ile Solow ve Swan görülse de, Ramsey'in 1928 yılında yayınladığı "A Mathematical Theory of Saving" makalesi başlangıç noktası olarak kabul edilebilir[39]. Ramsey'in hanehalkı optimizasyonu[40] değerlendirmesi yıllar sonra büyüme teorisine uygulanmıştır. Tüketim teorisinden, varlık fiyatlamasından hatta iş çevrimleri teorisinden bahsederken Ramsey'in optimal koşullarına değinmeden tartışmak zordur.

[38] Jan Aart Scholte, **Globalization: A Critical Introduction,** 2. Edition, Palgrave Macmillan, 2005, s. 105-110
[39] İlker Parasız, **Büyüme Teorileri**, 3. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2008, s.131, 135
[40] Frank Plumpton Ramsey, "A mathematical theory of saving." **The Economic Journal,** Vol. 38, No. 152 (December 1928), s. 543

Ramsey'in zamanlararası fayda fonksiyonu bugün Cobb-Douglas üretim fonksiyonunda kullanılmaktadır. Oysa Ramsey'in yaklaşımı 1960'lı yıllara kadar kullanılmamıştır[41].

Ramsey'den sonra ve modern büyüme teorisinden önce Harrod 1939 yılında, Domar ise 1946 yılında Keynesyen analizleri büyüme teorisinin unsurları ile bütünleştirmişlerdir. Büyük Bunalım sonrasına denk gelen bu analizler büyük ilgi görmüş olsa da çok azı günümüz düşüncesinde yer bulmuştur.

Büyüme teorisine sonraki yıllarda ve daha önemli katkılar Solow ve Swan tarafından 1956 yılında yapılmıştır. Solow-Swan'ın modeli ölçeğe göre sabit getiri, her girdi için azalan verimlerin ve bu girdilerin birbiri ile ikamesinin mümkün olduğu varsayımlarını yaparak üretim fonksiyonuna dahil etmiş, böylece neoklasik büyüme teorisinin yapısını oluşturmuştur. Bu modellerin ilk öngörüsü koşullu yakınsamadır. Kişi başına GSYH seviyesi başlangıçta ne kadar düşük olursa durağan duruma ulaşmak o kadar uzun sürer ve büyüme hızı daha büyük olur[42]. Bu özellik sermayenin azalan getirisi varsayımından kaynaklanmaktadır. İşçi başına daha az sermayeye sahip ekonomiler daha yüksek getiri ve büyüme oranlarına sahiptirler. Ancak yakınsama durumu işçi başına sermaye ve çıktının durağan duruma ulaşma süresi tasarruf oranına ve nüfusun artış hızına bağlıdır. Yani üretim fonksiyonunun durumu ülkeden ülkeye değişebilmektedir. 1960-1990 döneminde OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) ülkeleri için yakınsama hipotezi başarılı sonuçlar vermektedir, buna karşın bütün dünya ülkeleri ele alındığında hipotezin başarısız olduğu ortaya çıkmaktadır. Ancak son bulgular politika uygulamalarının ve beşeri sermaye stokunun da üretim fonksiyonuna eklenmesi gerektiği yönündedir. Bununla birlikte Solow-Swan modelinin ülkeler ya da bölgeler arasındaki ekonomik büyüme farklarını açıklama gücü kayda değer derecede yüksektir. Solow-Swan modelinin diğer bir öngörüsü ise teknolojik gelişmelerin devam etmemesi halinde ekonomik büyümenin duracağıdır. Malthus ve Ricardo da buna benzer öngörülerde bulunmuştur ve bu

[41] İsmail Şiriner ve Yılmaz Doğru, "Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamikleri Üzerine Bir Değerlendire", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt. 3, Sayı. 2, 2005, s. 163

[42] Meltem O. Dinçsoy, "Can ICT Economically Catalyze a Regional GDP Per Capita Convergence? A Case Study of Major East Asian Countries" **岡山大学大学院文化科学研究「北東アジア経済研究**, No.7, (2009), s.54

durumun temelinde sermayenin azalan getirisi varsayımı bulunmaktadır. Ancak bu öngörünün doğruluğu gözlenen durumla örtüşmemektedir[43].

Solow ve Swan'dan sonra gelen neoklasik teorisyenler de teknolojik ilerlemenin dışsal bir şekilde gerçekleştiğini varsayarak modele dahil etmemişlerdir. Bu nedenle uzun dönem büyümeyi belirleyen önemli bir unsur olan teknolojik gelişme ve nüfus artış oranı modelin dışında bırakılmıştır. Bu nedenle neoklasik büyüme teorisinin uzun dönem büyümeyi açıklama konusunda yetersiz olduğuna yönelik eleştiriler yöneltilmiştir.

Neoklasik büyüme teorisine önemli katkılar sağlayan Cass ve Koopmans 1965 yılında yaptıkları çalışmayla Ramsey'in tüketici optimizasyonu analizini neoklasik büyüme modeline eklemişler böylece tasarruf oranının içsel olarak belirlendiğini kabul etmişlerdir[44]. Bu girişim, koşullu yakınsama hipotezini savunma eğilimi olarak algılanmış ancak büyümenin dışsal teknolojik gelişmelere olan bağlılığını ortadan kaldırmamıştır.

Arrow 1962 yılında fikirlerin, yaparak öğrenme olarak tanımlanan bir mekanizmadan kaynaklanmadığı bir model inşa etmiştir. Bu modelde bir kişinin buluşu anında ekonominin tamamına yayılmaktadır. Ancak böyle bir durumda tam rekabet ortamı korunamamakta, büyüme oranı Pareto optimal olmamaktadır. Diğer bir ifadeyle keşifler kısmen ar-ge çalışmalarına bağlıysa ve eğer bu kişilerin keşifleri diğer üreticilere yayılıyorsa rekabetçi çerçeve bozulmaktadır[45]. Tek merkezden yayılan teknolojik ilerleme teorisi neoklasik büyüme modelin temel varsayımlarını değiştirmekte, ki bu eksik rekabet analizlerinin modele eklenmesidir. Bu teoriye yapılan eklemeler ancak 1980'lerin sonunda Romer tarafından yapılmıştır. Romer 1986 yılında bu durumda teknolojik ilerlemenin denge oranını korurken tam rekabet çerçevesinin korunabileceğini göstermiştir.

---

[43] Charles I. Jones, **İktisadi Büyümeye Giriş**, Şanlı Ateş ve İsmail Tuncer (çev.), İstanbul: Literatür Yayınları, 2001, s. 20-63

[44] David Cass, "Optimum Growth in An Aggregative Model of Capital Accumulation." **The Review Of Economic Studies** Vol. 32, No.3, (July 1965), s. 238, 240

[45] Kenneth Arrow, "Economic Welfare and The Allocation of Resources for Invention." NBER, **The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors** içinde (609-626), Princeton: Princeton University Press, 1962, s. 609-611.

Cass ve Koopmans'ın çalışmaları neoklasik büyüme modelini tamamlamıştır, ancak bundan sonra büyüme teorisi oldukça teknik bir hal alarak ampirik uygulamalarla arasındaki bağı kaybetmiştir. Bu süreçte kalkınma iktisadı teknik olarak basit ancak uygulamalarla bağını koparmamıştır ve büyüme iktisadı ile farklı alanlar haline gelmişlerdir. Makroekonomik araştırmalar uzun bir süre kısa dönem dalgalanmalara odaklanmıştır. Bu deneysel ilgisizlik rasyonel beklentiler devrimi gerçekleşene kadar devam etmiştir. Rasyonel beklentiler kuramının iş çevrimleri modeline dahil edilmesiyle birlikte politika yaklaşımları değişime uğramış ve reel iş çevrimleri teorisine genel denge yöntemleri uygulanmıştır.

1980'lerin ortalarından sonra, özellikle 1986 yılında Romer ve 1988 yılında Lucas'ın çalışmalarıyla, iktisadi büyüme ile ilgili yapılan çalışmalarda bir artış yaşanmıştır. Bu çalışmaların asıl amacı uzun dönem ekonomik büyümeyi belirleyen etkenlerin tetkik edilmesidir. Bu modellerin en önemli katkısı neoklasik öğretinin uzun dönem büyümenin dışsal olarak belirlenen teknolojik ilerlemelerden kaynaklandığı savından kurtulmasıdır. Yani bu modellerin en önemli katkısı, uzun dönem büyüme oranını belirleyen değişkenlerin modele eklenmesidir. Bu modellere içsel büyüme modelleri adı verilir.

Romer, Arrow'un 1962 yılında öne sürdüğü yaparak öğrenme düşüncesinden hareketle, teknik bilgi üretimini bir girdi olarak kabul ederek, maliyetleri düşüren ve kaliteyi arttıran bir unsur olarak kabul etmiştir. Teknik bilginin ise ekonomide diğer firmalara da yayılarak dışsallığın içsel hale geldiğini savunmuştur.

Romer'in düşüncelerine 1988 yılında Lucas ve 1991 yılında ise Rebelo katkılar sağlayarak beşeri sermayenin modele dahil edilmesini sağlamışlardır. Lucas beşeri sermayeyi fiziki sermaye gibi bir üretim faktörü olarak kabul ederek büyüme modeline dahil etmiştir. Rebelo ise beşeri sermayeyi modele dahil ederek daha büyük bir önem atfetmiştir. Rebeloya göre fiziki sermayenin beşeri sermayeye oranı azaldığında, diğer bir ifadeyle beşeri sermaye fiziki sermayeye oranla daha hızlı arttığında büyümenin hızlanacağını belirtmiştir[46].

[46] Yalçın Acar, **İktisadi Büyüme ve Büyüme Modelleri**, 5. Baskı, Bursa: Dora Yayıncılık, 2008, s. 127-128

Aslında bu modeller yeni bir teknolojik değişim teorisi ortaya koymamıştır. Romer, Lucas ve Rebelo'nun çalışmaları aslında Arrow ile Uzawa'nın katkıları üzerine inşa edilmiştir. Bu modellerde büyüme sonsuza kadar devam edebilir çünkü geniş bir sermaye malı yelpazesine (beşeri sermaye de bunlardan biridir) yapılan yatırımların getirileri azalmayabilir. Bilginin üreticiler arasında yayılması ve beşeri sermayenin sağladığı dışsal faydalar bu sürecin birer parçasıdır. Ancak modelde bu dışsallıklar yalnız sermaye birikiminin azalan verimini elimine etmektedir. Dikkat edilirse bu bahsedilenler Knight'ın 1944 yılında ortaya koyduğu fikirleriyle benzerlikler içermektedir.

Ar-ge teorilerinin ve eksik rekabet şartlarının büyümeye dahil edilmesi Romer'in 1987 ve 1990 yıllarında yaptığı çalışmalarla başlamış olsa da Aghion ve Howitt'in 1992, Grossman ve Helpman'ın 1991'de yapmış olduğu katkılar büyüktür. Bu modellerde teknolojik ilerleme Ar-Ge faaliyetlerinin sonucunda ortaya çıkmaktadır. Eğer ekonomi Ar-Ge faaliyetlerinden yoksun kalmaz ise büyüme oranı uzun dönemde pozitif seyredebilir. Bununla birlikte yeni buluşların ve dolayısıyla ekonomik büyüme Pareto Optimal'den uzaklaşmaktadır. Bunun nedeni yeni ürünlerin ve üretim yöntemlerinin yaratılmasındaki çarpıklıklardır. Bu çerçevede uzun dönem büyüme oranının korunabilmesi için vergilendirme, hukuk ve düzenin korunması, altyapı hizmetlerinin sağlanması, fikri mülkiyet haklarının korunması, uluslararası ticaretin ve finansal piyasaların düzenlenmesi gibi devlet faaliyetlerine bağlıdır. Bu nedenle devletlerin uyguladığı para ve maliye politikaları uzun dönem büyümeye iyi ya da kötü yönde etki edebilmektedir. Büyüme konusundaki araştırmalar 1990'lı yılarda da devam etmiştir. Jones 1999 yılında ölçek ekonomilerinin büyüme sürecindeki yerini, Acemoğlu ise 2002 yılındaki çalışmasında teknolojik ilerlemenin emeği mi sermayeyi mi arttırdığını sorgulamıştır.

Yeni araştırmalar teknolojik yayılma kuramlarını da çalışmalara dahil etmektedir. Lider ülkelerde teknolojik ilerleme yeni keşifler olarak kabul edilmekle birlikte takip eden ülkelerde teknolojik yayılma taklit etme biçimleriyle ilgilidir. Taklit etmek innovasyondan daha ucuz olduğu için, yayılma modelleri, neoklasik büyüme modellenin tahminlerini andıran koşullu yakınsama biçimini öngörmektedir.

Neoklasik büyüme modelinde diğer bir dışsal parametre nüfus artış hızıdır. Nüfus artış hızının yüksek olması sermayenin ve çıktının daha çabuk durağan duruma ulaşmasına neden olmaktadır. Bu nedenle sabit çıktı düzeyinde büyüme oranının azalmasına neden olmaktadır. Buna karşın neoklasik model kişi başına düşen gelir ve ücret oranlarının nüfus artışına etkisini dikkate almamaktadır. Son yapılan çalışmalardan bazıları doğum oranlarını neoklasik modele ekleyerek nüfus artışını içsel hale getirmektedir. Ampirik çalışmalarda elde edilen sonuçlar, kişi başına gelirin yüksek olduğu ülkelerde doğum oranlarının azalma, kişi başına gelirin düşük olduğu daha fakir ülkelerde ise doğum oranlarının artma eğiliminde olduğu göstermektedir. Emek arzının büyüme modelinde içselleştirilmesine yönelik diğer çalışmalar ise göç ve/veya çalışma-boş zaman tercihi konularıyla ilgilenmişlerdir.

1960'lı yılar ile 1990'lı yıllarda ortaya çıkan büyüme teorileri arasındaki temel fark, yeni araştırmaların ampirik uygulamalara daha fazla önem vermesi ve teori ile veri arasında ilişki kurmaya çalışmasıdır. Özetleyecek olursak, neoklasik teori ampirik uygulamalarını koşullu yakınsaklık tahminine dayandırırken, içsel büyüme teorileri deneysel çalışmalarını daha çok artan getiriler, Ar-Ge çalışmaları, beşeri sermaye ve teknolojik yayılma üzerine kurmaktadır[47].

2.2.2. Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi

Dünya genelinde yaşanan krizler sonrası serbest piyasaların gelişmekte olan ülke piyasalarına ve ekonomik büyümelerine olumlu katkıları olacağını savı tartışılmaya başlanmıştır. Yabancı tasarrufların olumlu ve olumsuz etkilerine yönelik yapılan birçok ampirik çalışma konuya net bir açıklama getirememiştir. Uluslararası sermaye hareketliliğinin getirilerini ölçmeye yönelik birçok çalışma, etki eden değişkenlerin çok olması ya da doğru değişkenlerin tespit edilmesi veya bu verilerin toplanmasındaki zorluklar nedeniyle oluşturulan modeller sermaye hareketlerinin etkilerini ölçmede zorluklara ve yanlış ölçümlere neden olabilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları dışında kalan özel sermaye akımları 1990'lı yılların başında önem kazandığı için bunlara ait zaman serileri yeni yeni oluşmaya başlamıştır. Yapılan çalışmalar ve

[47] Robert J. Barro ve Xavier Sala-i-Martin, **Economic Growth**, 2. Edition, The MIT Press, 2003, s. 16-21

elde edilen bulgular ışığında yabancı sermaye akımlarının faydaları yanında risklerinin de olduğu ortaya konmaktadır.

İktisat teorisi açısından, yabancı sermaye akımlarını türlerine ayırmaksızın incelendiğinde faydaları şu şekilde sıralanabilir:

- Yabancı sermaye yerli sermayeye katkı sağlayarak sermaye birikimini arttırmaktadır.
- Yabancı sermaye gittiği ülkede ekonomik etkinliği arttırmaktadır. Bunu kaynakların daha etkin dağılımını sağlayarak, yerel rekabeti arttırarak, beşeri sermayeye katkı sağlayarak, yerel finansal piyasaların derinleşmesini sağlayarak ve yerel firmalar için sermayenin maliyetini azaltarak yapmaktadır.
- Portföy çeşitliliğini arttırarak ekonomik birimler üzerindeki tüketim risklerini azaltır ve sermaye ihraç eden ile ithal eden taraflar arasında risklerin paylaşılmasına katkı sağlamaktadır.

Riskleri ise şu şekilde özetlemek mümkündür:

- Çarpık tüketim ve üretim kalıplarına neden olarak refah kaybına yol açmaktadır.
- Sermayenin ani şekilde ülkeden çıkışı üretim kayıplarına ve dolayısıyla iflaslara neden olmaktadır [48].

Küresel finansal piyasalar hızla bütünleşirken gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermayenin yapısında da değişimler meydana gelmiştir. Birçok ülkede yaşanan borç krizleri yabancı sermayeye karşı hükümetlerin tutumunu tekrar değerlendirmesine yol açmıştır. Her ne kadar hükümetler yabancı sermayeyi ülkeye çekmek adına özendirici davranmış olsalar da sermayeyi türlerine ayırarak arzulanan ya da daha az arzulanan şeklinde değerlendirmeye gitmişlerdir. Bunun nedeni ise özellikle 1980'li yıllardan başlayarak yabancı sermayenin zamanla uzun vadeden kısa vadeye, kamu sektöründen özel sektöre, banka kaynaklı doğrudan yatırımlardan banka dışı kanyaklı portföy yatırımlarına yönelmesidir. Bu ayırımı uluslararası ödemeler dengesi

[48] Helmut Reisen ve Marcelo Soto, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", **International Finance**, Vol.4, Issue.1, (Spring, 2001), s. 3

istatistiklerinde de görmek mümkündür. Bunları doğrudan yatırımlar, uzun vadeli yatırımlar, kısa vadeli yatırımlar ve portföy yatırımları olarak dört ana grupta sınıflandırabiliriz.

Makroekonomik açıdan bakıldığında gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler dengesizliğinin finansmanında özel sermaye akımının ana kaynak olarak yükselmeye başladığı söylenebilir. Özel sektör borçlarının 1980'lerde yüzde 25'lerden 1990'larda yüzde 50'lerin üzerine çıktığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle 1990'lardaki cari işlemler açığının büyük bir kısmı özel sektör yatırım-tasarruf kararlarına bağlıdır.

Bazı iktisatçılara göre sermayenin mobilitesindeki artış gelişmekte olan ülkeler için olumlu sonuçların yanında olumsuz sonuçlar da doğurabilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımı finansal sistemin kırılganlığını arttırarak ekonomik istikrarsızlıklara neden olabilmekte ve yalnız finansal sisteme bir tehdit olmaktan öte ekonomik gelişmeye de darbe vurabilmektedir. Sermayenin hızlı bir şekilde ülkeden kaçışı, yerel paranın ve varlık fiyatlarının beklenmedik şekilde değer kaybına neden olabilmektedir. Sonuç olarak dış borç yükümlülüklerine de olumsuz etki ederek finansal sistemin istikrarsız hale gelmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Buna karşın daha büyük oranda DYSY (doğrudan yabancı sermaye yatırımları) ile finanse edilmiş dış açık cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini sağlamaktadır. Kısa vadeli sermaye akımı ile karşılaştırıldığında doğrudan yabancı yatırımlar daha az oynaktır. Bu nedenle daha güvenli kabul edilirler.[49]

Yabancı sermayenin ekonomik büyümeye etkilerini analiz edebilmek adına ve yapılan çalışmaları sınıflayabilmek adına sermayeyi türlerine ayırarak incelemek daha doğru olacaktır. Nitekim literatürde de yer alan ampirik çalışmaların çoğu bu ayırımı yaparak yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini analiz etmeye çalışmıştır.

[49] Ahmad Z. Baharumshah ve M. Abdul-Malik Thanoon, "Foreign Capital Flows and Economic Growth in Eastern Asian Countries", **China Economic Review**, Vol. 17, Issue. 1, (2006), s. 70-71

2.2.2.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Büyüme

Yabancı sermaye yatırımları neoklasik büyüme modelinde yatırım ve yatırımın verimliğini artırdığı için ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. İçsel büyüme modelinde ise yabancı sermaye yatırımları teknolojinin gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yayılmasını sağladığından ekonomik büyümeye yol açmaktadır[50]. Neoklasik büyüme modellerinde uzun dönem büyüme, teknolojik ilerleme ve/veya nüfus artışından kaynaklanmaktadır. Ancak bu iki değişken de modelde dış etkenler tarafından belirlendiğinden, doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi kısa dönemde etkilediği sonucuna varılmaktadır. Neoklasik modelde sermaye, azalan verimler kanununa tabi olduğundan doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi uzun dönemde etkileyebilmesinin tek yolu teknolojik şokların sürekli olmasından geçmektedir. Neoklasik modelde büyümeyi etkileyen diğer bir değişken ise hükümetlerin politika eylemleridir. Ancak bu politika eylemlerinin büyümeye etkisi kısa vadeli olduğundan, doğrudan yabancı yatırımları özendirecek politikaların da etkisi kısa vadeli olacaktır.

İçsel büyüme modelleri, doğrudan yabancı yatırımların uzun dönemde büyümeye katkı sağlayacağı fikrini güçlendirmiştir. Büyümeyi belirleyen faktörler içsel olarak kabul edildiğinde, doğrudan yabancı yatırımlar sermaye stokunun, teknik bilginin ve teknolojinin bileşimi olarak teorik modellerde yer bulabilmekte ve büyümeye etki etmesi beklenmektedir. Ancak bu şekilde doğrudan yabancı yatırımın üretimdeki artan veriminden söz edilebilir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırım, yerli firmalarda daha fazla yeni teknoloji kullanımını ve işçilerin eğitimini teşvik ettiğinden beşeri sermayenin artırılmasında önemli bir rol oynadığı kabul edilir[51]. Bu söylenenler ışığında doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeyi verimlilik artışı sağlaması, teknoloji transferi, yeni üretim süreçleri, yönetim becerileri, yerel piyasada bilgi birikimi, işçilerin eğitilmesi, uluslararası üretim ağları ve uluslararası pazarlara ulaşımı açısından pozitif yönde etkilediği söylenebilir[52].

---

[50] Xiaoying Li ve Xiaming Liu. "Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship" **World Development,** Vol. 33, Issue. 3, (March 2005), s. 393

[51] Luiz R. De Mello, "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey" **The Journal of Development Studies**, Vol. 34, Issue. 1, (October 1997), s. 8

[52] Laura Alfaro ve diğerleri, "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets." **Journal of International Economics**, Vol. 64, Issue. 1, (October 2004), s. 90

Doğrudan yabancı yatırımlar sermaye birikimini artırmak yoluyla yeni teknolojilerin yeni girdilerle üretim fonksiyonuna eklenmesini sağlamaktadır. Çıktının üretiminde yeni girdilerle daha geniş bir ara mal kullanımını özendirerek yerli üretimin de verimliliğini arttırmak suretiyle büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bunun yanında yeni teknolojilerin transfer edilmesiyle bilgi transferi ve üretimde ar-ge çalışmaları ile ürünlerin inovasyonu sağlanmaktadır. Eski mal ve hizmetlerin yeni teknoloji ile üretilmesi artan getiriyi de beraberinde getirir ki bu durum yabancı yatırımların içsel büyümede izlediği yolu anlatmaktadır.

Bilgi transferi, bilgi birikimini artıracağından işçilerin eğitilmesi, becerilerinin geliştirilmesi ve yaygınlaştırılmasını mümkün kılarken, diğer taraftan yeni yönetim ve organizasyon kabiliyetleri de geliştirmektedir. Yabancı yatırımların fiziki sermaye birikimine neden olmadığı durumlarda dahi finansal kiralama, lisanslama, yönetim anlaşmaları ve ortak girişimler yolu ile de bilgi transferi sağlanabilmektedir. Bu gibi dışsallıklar ve etkileri içsel büyüme modellerinin önemli unsurlardır. Çünkü yabancı yatırımlar ile ortaya çıkan yeni girdilerin, bilgi ve teknoloji transferlerinin büyümeye en önemli katkıları yapan dışsallıklar olması beklenmektedir[53].

DYSY'nin büyüme üzerine etkilerini test eden birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Örneğin Borenztein, Gregorio ve Lee (1998) gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı yatırımları 69 ülke için test etmişlerdir. Yapmış oldukları çalışmada yabancı yatırımların teknolojinin transfer edilmesinde önemli bir araç olduğunu ve ekonomik büyümeye katkısının yerli yatırımlardan daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak beşeri sermaye stokunun belli bir eşiğin altında olduğu ülkelerde doğrudan yabancı yatırımların sağladığı üretkenlik artışı negatif olarak ölçülmüştür. Yani yabancı yatırımların verimli olabilmesi ev sahibi ülkenin belli bir beşeri sermaye seviyesine sahip olmasından geçer ve yalnız belli bir seviyeden sonra iki değişken arasında pozitif ilişki kurulabilmektedir. Çalışmada ayrıca

[53] De Mello, (1997), s. 9-10

yabancı yatırımların yerli yatırımların tamamlayıcısı olduğu ve dışlama etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır[54].

Findlay (1978), neoklasik model çerçevesinde yapmış olduğu değerlendirmede doğrudan yabancı yatırımların teknolojik ilerlemeye neden olduğu ve bunu çokuluslu şirketler üzerinden yaptığı sonucuna varmıştır. Çokuluslu şirketler yeni teknolojileri yerli firmalara aktarmakta ve ekonominin durağan duruma geçme süresini uzatmaktadır[55]. Xu'nun (2000) çalışmasında da benzer sonuçlar elde edilmiştir. Xu ABD menşeili çokuluslu şirketlerin, gelişmekte olan kırk ülkede yarattığı teknolojik ilerlemeyi incelemiş ve bu teknolojilerin ev sahibi ülkelerde verimlilik artışına yol açtığını ortaya koymuştur. Ancak bu teknoloji transferinden yararlanmak için belli bir seviyede beşeri sermaye stokuna ihtiyaç duyulduğunu da belirtmiştir[56].

Markusen ve Venables (1999), çalışmalarında doğrudan yabancı yatırımların girdikleri endüstride üretilen ürünlerde rekabeti arttırdığını ve yerel firmaların karlarını azalttıklarını tespit etmişlerdir. Ancak bu endüstrilere girdi sağlayan firmaların girdi maliyetleri azalırken karları artmakta yani bu firmaların verimliliklerini artırmaktadırlar. Doğrudan yabancı yatırımlar faaliyet yaptıkları sanayi dallarında rekabeti artırmakta, yerli firma ve piyasaların etkinliğini arttırmakta ve hatta bu sanayi dallarında reel ücretlerle birlikte ülkenin ihracat performansını da iyileştirmektedirler[57].

Marwah ve Tavakoli'nin (2004) çalışmasında DYSY ile ithal girdilerin dört Asya ülkesi için ekonomik büyümeye etkisi test edilmiştir. Elde edilen bulgular göre toplam sermaye stoku verimliliğindeki artışın dörtte biri DYSY'den kaynaklanmaktadır. İthalatta meydana gelen yüzde birlik artış ise bir birim büyüme içerisinde 0,26 ile 0,44

[54] Eduardo Borensztein, Jose De Gregorio ve Jong-Wha Lee. "How does foreign direct investment affect economic growth?" **Journal of international Economics**, Vol. 45, Issue.1, (June 1998), s. 115, 133-134
[55] Ronald Findlay, "Relative Backwardness, Direct Foreign İnvestment, and The Transfer of Technology: A Simple Dynamic Model." **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 92, No.1, (February 1978), s. 12-15
[56] Bin Xu, "Multinational Enterprises, Technology Diffusion, and Host Country Productivity Growth." **Journal of Development Economics**, Vol. 62, Issue. 2, (August 2000), s. 477, 491
[57] James R. Markusen ve Anthony J. Venables. "Foreign Direct Investment as A Catalyst for Industrial Development." **European Economic Review**, Vol. 43, Issue. 2, (February 1999), s. 352

aralığında bir değer artışına neden olmaktadır. Yabancı yatırımlar ve ithalatın toplam etkisi değerlendirildiğinde bir birimlik büyümenin neredeyse yarısını açıklamaktadır[58].

Blomström, Lipsey ve Jezan'ın (1992) çalışmasında DYSY'nin göreceli yüksek milli gelire sahip gelişmekte olan ülkelerin büyümesine pozitif etki ettiği ancak çok düşük gelirli ülkelerin büyümesine etki etmediği sonucuna varılmıştır. Bunun yanında yüksek eğitim seviyesi, işgücüne katılım oranı, gelir arttıkça büyüme daha hızlanmaktadır[59].

Balasubramanyam, Salisu ve Sapsford (1996) ise farklı dış ticaret politikası uygulayan ülkeler açısından DYSY'nin büyümeye etkisini analiz etmişlerdir. 46 gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada ithal ikameci mi yoksa ihracata dayalı dış ticaret politikası mı DYSY'nin büyümeye daha fazla etki edeceğini ölçmeye çalışmışlardır. Buna göre ihracata dayalı politika izleyen ülkelerde DYSY daha büyük oranlarda ekonomik büyümeye yol açmıştır[60]. Bu yazarların yaptığı bir diğer çalışmada da aynı sonuçlara ulaşılmıştır. Ancak ilave olarak ev sahibi ülkenin piyasasındaki rekabet yapısı ve bu piyasanın büyüklüğü yabancı sermaye ile büyüme arasındaki ilişkiyi kuvvetlendiren önemli etmenlerdir vurgusu yapılmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımı ile beşeri sermaye arasında özel bir ilişkinin varlığından bahsedilmiştir[61].

Nair-Reichert ve Weinholdun (2001) yirmi dört gelişmekte olan ülke için DYSY ile büyüme arasında ilişkiyi test etmek adına nedensellik testi uygulamış ve yerli yatırım ile DYSY'ından büyümeye doğru pozitif nedensellik tespit etmişlerdir. Ancak yerli yatırımlar büyümeye gecikmeksizin etki ederken uzun dönem ilişkisi zayıf

[58] Kanta Marwah ve Akbar Tavakoli. "The Effect of Foreign Capital and Imports on Economic Growth: Further Evidence from Four Asian Countries (1970–1998)." **Journal of Asian Economics**, Vol. 15, Issue. 2, (April 2004), s. 410-411

[59] Magnus Blomström, Robert E. Lipsey ve Mario Zejan, "What Explains Developing Countries Growth?", **National Bureau of Economic Research (NBER)**, Working Paper No. 4132, (August 1992), s. 23

[60] Venkataraman N. Balasubramanyam, Mohammed Salisu ve David Sapsford, "Foreign Direct Investment and Growth in EP And IS Countries" **The Economic Journal**, Vol. 106, No. 434, (January 1996), s. 98,103

[61] Vudayagiri N. Balasubramanyam, Mohammed Salisu ve David Sapsford. "Foreign Direct Investment as An Engine of Growth." **Journal of International Trade & Economic Development**, Vol. 8, Issue.1, (March 1999), s. 31-38

bulunmuş, buna karşın dışa daha açık ülkelerde yabancı yatırımların yerli yatırımlara göre daha etkili olduğu belirtilmiştir[62].

Carkovic ve Levine (2003) ise DYSY'nin dışsal etkisini zayıf ancak pozitif bulmakla birlikte modellerde içselleştirilmesinin zor olduğu ve ancak dolaylı etkilerinin ekonomik büyümeye katkı sağladığını savunmaktadırlar. Onlara göre DYSY'nin büyümeyi etkileyebilmesi için milli gelir, eğitim, yerel finansal piyasaların derinliği, serbest dış ticaret ve bunlardan öte daha sağlıklı verilerin varlığı gerekmektedir[63].

Makki ve Somwaru 2004 yılında altmış altı ülke için yapmış oldukları çalışmada doğudan yabancı sermaye yatırımlarının ve dış ticaretin ev sahibi ülkede ekonomik büyümeye kayda değer katkılar yaptığı sonucuna varmışlardır. Elde edilen bulgular ışığında doğrudan yabancı yatırımlar beşeri sermaye ile etkileşime girerek yerli yatırımların ve dış ticaretin artmasına yol açarken makroekonomik politikaların ve kurumsal altyapının önemli etkenler olduğu ortaya konmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun ve vergilerin düşürülmesi ile birlikte devlet harcamalarındaki artışlar da ekonomik büyümeye olumlu katkılar sağlamaktadır[64].

Desai ve diğerleri (2005) DYSY'nin yerli yatırımlar üzerindeki etkisini ölçmeye çalışmışlardır. Elde edilen bulgular OECD ülkelerine giden doğrudan yabancı yatırımlar ile bu ülkelerdeki yerli yatırımları ikame ettiği yönündedir. Buna karşın ABD'de doğrudan yabancı yatırımlar ile yerli yatırımlar tamamlayıcı konumundadır. Her bir dolarlık yabancı yatırıma karşılık 3,5 dolar yerli yatırım yapılmaktadır[65].

De Mello'nun 1999 yılında yaptığı çalışmada DYSY'nin büyümeye etkisini belirleyen en önemli faktör gönderen ile ev sahibi ülke arasındaki teknoloji açığıdır. Teknolojik fark arttıkça DYSY'nin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi azalmaktadır.

---

[62] Usha Nair-Reichert ve Diana Weinhold. "Causality Tests for Cross-Country Panels: a New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries." **Oxford Bulletin Of Economics And Statistics**, Vol. 63, Issue. 2, (May 2001)s. 198-169

[63] Maria Carkovic ve Ross Levine, "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?", Theodore H. Moran, Edvward M. Graham ve Magnus Blomström (Ed.), **Does Foreign Direct Investment Promote Development?** içinde (195-220), Washington: Institute for International Economics Center for Global Development, 2005, s. 197-198, 219

[64] Shiva S. Makki ve Agapi Somwaru. "Impact of Foreign Direct Investment and Trade on Economic Growth: Evidence from Developing Countries" **American Journal of Agricultural Economics**, Vol. 86, Issue. 3, (August 2004), s. 795, 800

[65] Mihir A. Desai, C. Fritz Foley ve James R. Hines Jr, "Foreign Direct Investment and The Domestic Capital Stock", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 11075 (January 2005), s. 1, 11

Çalışmada OECD üyesi olan ve olmayan ülkeler için yapılan değerlendirmede OECD üyesi olmayan gelişmekte olan ülkelerde DYSY'nin büyümeye etkisi daha az bulunmuştur. Diğer bir bulgu ise yabancı yatırımlar ile yerli yatırımlar arasındaki tamamlayıcılık ya da ikame ilişkisinin, teknoloji ve bilgi transferinden daha önemli olduğu ortaya konmuştur. Sonuç olarak bu çalışmada OECD üyesi olmayan ülkelerde DYSY'nin büyüme üzerinde pozitif etkisi tespit edilememiştir[66].

Alfaro ve diğerleri (2004) yapmış olduğukları çalışmada iyi bir finansal sisteme sahip ülkelerin DYSY'den daha etkin şekilde faydalanma imkanı bulacakları sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte finansal sistemin kötü işlediği ülkelerde yalnız DYSY ile ekonomik büyümenin sağlanabileceği kesin değildir[67]. Buna benzer bir çalışmayı Hermes ve Lensink de yapmıştır. Onların çalışmasında da iyi bir finansal sisteme sahip ülkelerin DYSY yoluyla büyümeye pozitif katkılar sağlayacağı vurgulanmıştır. Dahası gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesabını liberalize etmeden önce finansal piyasalarını reformize etmeleri gerektiğini vurgulamışlardır[68].

Diğer bir çalışmada, Lensink ve Morrissey (2001) yabancı sermaye yatırımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Buna rağmen doğrudan yabancı sermayedeki dalgalanmaların ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği sonucuna varmışlardır. Bu noktada DYSY'nin dalgalanmasının nedeni olarak ev sahibi ülkedeki politik istikrarsızlıkları göstermişlerdir. Buna ek olarak, sözedilen çalışmada DYSY ile beşeri sermaye arasında bir ilişki kurulamamıştır[69].

Yapılan ampirik çalışmalardan da anlaşılacağı üzere DYSY'nin ekonomik büyüme üzerine pozitif etki ettiğine yönelik kesin kanıtlar sunulamamaktadır. Çalışmaların çoğunda DYSY'nin yarattığı dışsallıklar (teknoloji, ar-ge, beşeri sermaye gibi) üzerinden büyümeye katkısı sağladığı ve ancak bu şekilde modellerde içselleştirilebildiğini söylemek mümkündür. Ancak dış yardımların azaldığı ve kısa

[66] Luiz R. e Mello, "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data." **Oxford Economic Papers**, Vol. 51, Issue. 1, (January 1999), s. 147-148
[67] Alfaro ve Diğerleri, s. 108
[68] Niels Hermes ve Robert Lensink. "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth" **The Journal of Development Studies**, Vol. 40, Issue. 1, (October 2003), s. 158-159
[69] Robert Lensink ve Oliver Morrissey "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility and Growth in Developing Countries", **Centre for Research in Economic Development and Growth (CREDIT)**, Research Paper No. 01/06, (2001), s. 24-25

vadeli yabancı sermayenin negatif etkileri düşünüldüğünde, ülkelerin DYSY'yi teşvik ettiklerini gözlemlemekteyiz.

2.2.2.2. Portföy Yatırımları ve Büyüme

Kapalı bir ekonomide ulusal tasarrufların yatırımlara eşit olması ve cari işlemler hesabının sıfır olması beklenmektedir. Tasarruflarda meydana gelen bir artışın ise yatırımlarda aynı miktarda artışa yol açacağı düşünülmektedir. Bunun yanında tasarruflar ile yatırımlar arasında bir fark olduğunda cari işlemler hesabında dengenin bozulması kaçınılmazdır. Gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi sağlayabilmek ya da daha hızlı bir ekonomik büyüme için yabancıların tasarruflarını yatırımları finanse etmek adına kullanabilirler. Üstelik bunu yaparken tüketimden de vazgeçmemiş olurlar. Yabancı tasarruflar böylece tasarruf yatırım kısıtının daha üst seviyeye taşınmasında olanak sağlarlar.

Uluslararası sermaye akımları oldukça eskilere uzansa da, 14. yy'da İtalyan bankerlerin Avrupa'ya yüksek miktarlarda borç vermeleriyle yabancı finansman büyük ölçüde kullanılır hale gelmiştir. Ancak finansal sermayeye yönelik yaklaşımların geliştirilmesinde özellikle cari işlemler hesabındaki dengesizliklerin ortaya çıkmasına neden olan 1973-1974 ve 1979-1980 petrol krizlerinin büyük önemi vardır. Bununla birlikte büyüme hamlelerinde gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye ihtiyaç duymaları sermaye hesaplarını liberalize etmelerine önayak olmuş ve dünya finansal piyasaları günden güne daha fazla entegre olmuştur[70].

Sermaye hesabının küresel çapta liberalize edilmesi ile birlikte sermayenin dünya genelinde optimal şekilde dağılacağı beklenmektedir. Finansal sermayenin de sermaye/emek oranının düşük ve marjinal verimin yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelere giderek yüksek getiri amacıyla hareket edeceği düşünülmektedir. Diğer taraftan bu sermayeyi çeken ev sahibi ülkeler ise tüketim ve yatırım dengesini bir düzen

[70] Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff. "The Intertemporal Approach to The Current Account", Gene M. Grossman ve Kenneth Rogoff (Ed.), **Handbook of International Economics, Volume 3** içinde (1731-1799), 1. Edition, Amsterdam: North-Holland, 1995, s. 1732,1776-1780.

içerisinde optimal şekilde ayarlayarak daha yüksek yatırım ve büyüme oranlarına erişebileceklerdir[71].

İlk çalışmaları ortaya koyan iktisatçılar konuya yabancı sermayenin ev sahibi ülkenin tasarruflarına ve büyüme oranlarına yaptığı etki üzerinden yaklaşmışlardır. Bu çalışmaların ortak özellikleri tasarruf yatırım ilişkisinde yerli tasarrufların ekonomik büyümeyi belirleyen temel etmen olduğu yönündeki yaklaşımlarıdır ve bu nedenle yabancı tasarrufların yerli tasarruf oranı üzerinde yaratacağı etki üzerinden hareket etmektedirler. Bunun yanında çalışmaların yabancı sermayeyi dışsal olarak modellere dahil ettikleri görülmektedir. Ancak bahsi geçen ilk çalışmaların portföy yatırımlarını tek başına değil, doğrudan yabancı yatırımlarla birlikte incelediklerini belirtmek gerekir. Literatürde yer alan bu çalışmalardan, Papanek (1972)[72], Dawling ve Hiemenz (1983)[73], Levy[74] (1988), Rana ve Dowling (1988)[75], Islam (1992)[76], Irandoust ve Ericsson (2005)[77] özel yabancı sermaye akımları yerli tasarrufları arttırarak yerli yatırımları özendirmekte ve büyümeye katkı sağlamaktadır sonucuna ulaşmaktadır. Ancak yabancı sermayenin yerli sermayeden daha önemli olmadığı ve büyümenin en önemli kaynağını yerli tasarrufların oluşturduğunu vurgulamışlardır. Buna karşın Chenery (1967)[78], Griffin ve Enos (1970)[79], Weisskoff (1972)[80], Feldstein ve Horioka (1980)[81], Fry

[71] Alberto Gabriele, Korkut Baratav ve Ashok Parikh, "Instability and Volatility of Capital Flows to Developing Countries" **The World Economy**, Vol. 23, Issue. 8, (August 2000), s. 1032

[72] Gustav F. Papanek, "The effect of aid and other resource transfers on savings and growth in less developed countries." **The Economic Journal**, Vol. 82, Issue. 327, (September 1972), s. 947

[73] John Malcolm Dowling ve Ulrich Hiemenz. "Aid, savings, and growth in the Asian region." **The Developing Economies**, Vol. 21, Issue. 1, (March 1983): s. 11-12

[74] Victor Levy, "Aid and growth in Sub-Saharan Africa: The recent experience." **European Economic Review,** Vol.32, Issue.9, (November 1988), s. 1777

[75] B. R. Praduma ve J. Malcolm Dowling Jr, "The Impact of Foreign Capital and Growth: Evidences From Asian Developing Countries." **The Developing Economies**, Vol.26, Issue. 1, (March 1988), s. 9-10

[76] Anisul Islam, "Foreign aid and economic growth: an econometric study of Bangladesh." **Applied Economics**, Vol. 24, Issue. 5, (May 1992), s. 544

[77] Manuchehr Irandoust ve Johan Ericsson. "Foreign aid, domestic savings, and growth in LDCs: An application of likelihood-based panel cointegration." **Economic Modelling**, Vol. 22, Issue.4, (July 2005), s. 622-623

[78] Hollis B. Chenery "Foreign Assistance and Economic Development", John H. Adler ve Paul W. Kuznets (Ed.), **Capital Movements and Economic Development** içinde (268-292), 1. Edition, London: Palgrave Macmillan, 1967, s. 274-280

[79] Keith B. Griffin ve John L. Enos. "Foreign Assistance: Objectives and Consequences." **Economic Development and Cultural Change**, Vol.18, Issue. 3, (April 1970), s. 326-327

[80] Thomas E. Weisskopf, "The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Underdeveloped Countries" **Journal of International Economics**, Vol. 2, Issue. 1, (February 1972), s. 36-37

[81] Martin Feldstein ve Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows." **The Economic Journal**, Vol. 90, (June 1980), s. 327-328

(1980)[82], Giovannini (1985)[83], Schmidt-Hebbel, Webb, ve Corsetti (1992)[84] çalışmalarında yabancı sermaye ile ev sahibi ülkenin tasarrufları, dolayısıyla büyüme oranı arasında nötr veya negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varmaktadırlar. Portföy yatırımlarının ülkeye gelmediği durumlarda yerli tasarrufları yine yerli yatırımların teşvik edeceğini belirtmişlerdir.

90'lı yıllarda yabancı sermaye akımları içerisinde doğrudan yatırımların payı azalarak portföy yatırımlarının artması, çalışmalarda da özellikle yabancı portföy yatırımlarına ayrı bir önem atfedilmesine neden olmuştur. Dahası yaşanan krizler nedeniyle portföy yatırımlarının yalnız etkileri değil neden özellikle belli ülkelere yöneldikleri sorusunu da tartışmaya açmıştır. Bird ve Rowlands'a (2002) göre IMF'nin bu tür sermaye akımını harekete geçirmede önemli bir etkisinin olduğunu ve IMF programlarının uygulandığı ülkelere portföy yatırımlarının özel bir ilgi gösterdiğini savunmuşlardır. Ancak bu ilgi, ülkenin gelir seviyesi düştükçe azalmakta, yükseldikçe daha da artmaktadır[85]. Brennan ve Cao'ya (1997) göre ise yabancı portföy yatırımcıları gelişmekte olan ülkelere yüksek karlılık nedeniyle gitmektedir[86]. Buna karşın Mody ve Murshid (2005) portföy yatırımlarındaki artışı yatırımcıların portföylerini çeşitlendirerek optimize ettikleri ve riski dağıtmak istedikleri şeklinde açıklamıştır. Yani aslında portföy yatırımlarının amacı yüksek kar ya da faiz geliri elde etmek değildir. Çalışmalarında elde ettikleri sonuçlara göre ise 1990'lı yıllarda yabancı portföy yatırımlarının bu amaçla hareket ettiği ve yerli yatırımları çok az etkilediği şeklindedir. Ancak iyi politikalar ve piyasaların daha fazla dışa açık olması durumunda bu tür yabancı sermayenin pozitif etkisi yükselmektedir[87]. Bekaert ve Harvey (1998) de hisse senedi ve tahvile yönelen yabancı sermayeyi oldukça geniş bir değişken demeti ile karşılaştırmıştır. Onlara göre yatırımcı için hisse senedi ve tahviller arasında önemli bir

[82] Maxwell J. Fry, "Saving, Investment, Growth and The Cost of Financial Repression." **World Development**, Vol. 8, Issue. 4, (April 1980), s. 317
[83] Alberto Giovannini, "Saving and The Real Interest Rate in LDCs." **Journal of Development Economics**, Vol. 18, Issue. 2-3, (August 1985), s. 197
[84] Klaus Schmidt-Hebbel, Steven B. Webb ve Giancarlo Corsetti "Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence" **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, (September 1992), s. 543-544
[85] Graham Bird ve Dane Rowlands "Do IMF Programmes Have a Catalytic Effect on Other International Capital Flows?" **Oxford Development Studies**, Vol. 30, Issue. 3, (2002), s. 241, 245
[86] Michael J. Brennan ve H. Henry Cao. "International Portfolio Investment Flows." **The Journal of Finance**, Vol. 52, Issue. 5, (1997), s. 1851
[87] Ashoka Mody ve Antu Panini Murshid, "Growing up with capital flows" **Journal of International Economics**, Vol. 65, Issue. 1, (January 2005), s. 262

fark gözlenmemiştir. Portföy yatırımlarının yöneldiği ülkelerde ise sermayenin maliyeti azalmakta, yüksek getiri oranları ortaya çıkmakta, enflasyon düşmekte, GSYH'ya oranla büyük bir pazar oluşmakta, ticaret artmakta, döviz kuru dalgalanmaları azalmakta ve kişi başı gelir yükselmektedir[88].

1980'lerden sonra gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye akımları sık sık adından söz ettirmeye başlamıştır. 1990'lardan sonra ise tahvil, hisse senedi, mevduat sertifikaları ve finansman bonoları şeklinde ortaya çıkan portföy yatırımları artarak doğrudan yabancı yatırımların miktarına ulaşmıştır. Bu gelişmelerle eş zamanlı olarak bir çok ülkede ortaya çıkan krizler, portföy yatırımlarının mercek altına alınarak vade yapılarının daha ayrıntılı incelenmesine yol açmıştır. Bazı çalışmalar özellikle kısa vadeli portföy yatırımlarının ekonomik krizlere yol açtığı yönünde yeni deliller sunarken sermaye türlerine ve vade yapılarına göre iyi veya kötü huylu benzetmesi yapılmıştır. Doğal olarak ülkeler de sermaye akımlarının kontrol edilmesi için uygulamalar geliştirmişlerdir[89]. Kısa vadeli sermaye akımlarının spekülatif ve tersine dönebilir olduğu buna karşın uzun vadeli yabancı sermayenin ancak temel yapıdaki değişimlerden yurtdışına çıkacağı kabul edildiğinden finansal akımlar karakteristik özelliklerine göre sınıflandırılmıştır. Bu nedenle sermaye hesabı işlemleri çoğu zaman politika müdahalesine konu olmakta ve bu müdahaleler akımın türüne göre farklılık göstermektedir. Örneğin stopaj vergisi bazı sermaye türlerine uygulanırken diğerleri için uygulanmamaktadır. Buna karşın başka özel sektör yükümlükleri devlet garantisi altına alınarak sübvanse edilmektedir. Vergi imtiyazları ya da devletin sunduğu bazı imkanlardan yararlanmak da bunlar arasında sayılabilir. Bütün bu müdahaleler aslında belli türdeki sermaye akımlarını özendirmek veya engellemek içindir. Ne zaman ki bir yabancı sermaye akımı sıcak para olarak tanımlansa kısıtlamalara tabi olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere döviz kuru yönetimiyle, sterilizasyon, mali kısıtlar, vergilendirme, yabancı borçların yasaklanması, zorunlu rezervler ile sıcak paraya müdahale etmeye çalışmaktadırlar.

[88] Geert Bekaert ve Campbell R. Harvey, "Capital Flows and The Behavior of Emerging Market Equity Returns", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No: 6669, (July 1998), s. 20-21
[89] Elizabeth Asiedu ve Donald Lien, "Capital Controls and Foreign Direct Investment", **World Development**, Vol. 32, Issue. 3, (March 2004), s. 479

Cleassens, Dooley ve Warner (1995) bu konuya değinmişler, çalışmalarında uzun ve kısa vadeli sermaye akımları arasında ciddi bir fark (volatilite farkı) bulamamışlardır ve bir proje üzerinden örnek vermişlerdir. Bir proje düşünelim ki 30 yıl vadeli hazine bonosu ile finanse edilmiş olsun. Bu hazine bonosunun ikincil piyasada kısa vadeli varlık olarak sürekli el değiştirdiğinde aslında uzun vadeli varlıklarla eşdeğer şekilde değerlendirilebilir. Buna karşın doğrudan yabancı sermaye yatırımının bozulduğunu ve ani bir şekilde ülkeden ayrıldığını düşünürsek kısa vadeli akımdan farkı kalmayacaktır. Onlara göre konu bu açıdan değerlendirildiğinde vadenin yapısı önceden kestirilemez ve kısa vadeli akımların dalgalanmalara neden olduğu savı da kesinlik içermemektedir[90]. Buna karşın artan miktarda çalışmada büyük miktarda yabancı sermaye akımına maruz kalan ülkelerin durumu hem teorik hem de uygulanan politikalara yönelik olarak değerlendirilmiştir.

McKinnon ve Pill (1997) çalışmalarında Şili, Meksika ve Arjantin'in gerçekleştirdiği reformlar sonrasında krizlerle nasıl karşı karşıya kaldıklarını incelemiştir. Krizlerin üç nedeni şu şekilde sıralanmıştır: İlk olarak, bu üç ülkede yapılan ekonomik reformlar neticesinde yerli tasarruflar azalmış ve bu tasarruf açıkları aşırı miktarda yabancı sermaye ile finanse edilmiştir. Bankacılık sektöründeki sorunlar göz ardı edildiğinde dahi tüketimin aşırı miktarda yabancı sermaye ile karşılandığı göze çapmaktadır. İkinci olarak bankaların aşırı miktarda borç vermesi ve bu durumun hanehalkı ile firmalar tarafından makroekonomik durum hakkında yanlış fikirler edinmesine yol açmasıdır. Son olarak, ahlaki risk ortaya çıktığından yabancı sermaye girişi bankaların aşırı miktarda borç vermesine neden olmuştur[91].

Rodrik ve Velasco (1999) da kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomide yaratacağı etkiler üzerine çalışmıştır. 32 ülke için 1988-1998 yılları arasında yapılan çalışmada yerli bankaların bilançolarında yüksek miktarda kısa vadeli yabancı sermayenin varlığı ve bunların ülkeden ani şekilde çıkması durumunda ekonominin likidite sorunu ile karşı karşıya kalacağı ve gelir ile servette bir düşüş yaşanacağı ortaya

[90] Stijn Claessens, Michael P. Dooley ve Andrew Warner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", **The World Bank Economic Review**, Vol. 9, Issue. 1, (January 1995), s. 153-155

[91] Ronald I. McKinnon ve Huw Pill, "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing" **The American Economic Review,** Vol. 87, No. 2, (May 1997), s. 189,193

konmuştur. Buna karşın ticarete konu olan kısa vadeli akımların diğerleri gibi olumsuz bir etkisi gözlenmemiştir[92].

Marcelo Soto'nun (2000) OECD için yaptığı çalışmada ise sermaye türlerinin ayrı ayrı büyümeye etkisi değerlendirilmiş ve yabancı sermaye ile ilintili tavsiyeler verilmiştir. Soto, ilk olarak doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyümesine pozitif etki ettiğini tahmin etmiştir. İkinci olarak bankalarla ilintili kısa ve uzun vadeli akımların büyümeye negatif etkisinin olduğunu tespit etmiştir. Ancak bu negatif etki yalnız yerel bankaların sermaye miktarı düşük olduğunda söz konusu olmaktadır. bankaların sermaye miktarının yeterli olduğu ülkelerde söz konusu akımlar büyümeye pozitif etki edebilmektedir. Bu nedenlerden dolayı gelişmekte olan ülkelere yabancı portföy yatırımlarının özendirilmesi tavsiye edilmektedir. Çünkü bu akımlar yerel sermaye birikimine katkı sağlayarak piyasanın likiditesini arttırmaktadır. Ancak bu faydaların ortaya çıkabilmesi için bankaların ve finansal yapının iyi çalışıyor olması gerekmektedir[93].

Singh ve Weisse (1998) ise finansal liberalleşmenin iki öğesi olan borsanın gelişmesi ve yabancı portföy akımlarındaki artışın gelişmekte olan ülke ekonomilerinin hızlı ve uzun dönemdeki büyümesine katkı sağlamayacağı sonucuna ulaşmışlardır. Onlara göre borsaların aşırı dalgalanması yani fiyatlardaki dalgalanmalar, kaynakların optimal dağılımını sağlamaktan ziyade, piyasaların bir kumarhaneye dönüşmesine vesile olacaktır. Piyasaların bu durumu uzun vadeli yatırımlardan çok kısa vadeli kar elde etme arzusunu harekete geçirecektir. Portföy yatırımları spekülatif olacağından sürekli olarak iç ve dış şoklar yaratarak menkul kıymet piyasasında ve döviz kuru piyasasında dengesizliklere yol açarak Latin Amerika ülkelerinin yaşadığı krizlerin tekrarlanmasına neden olacaktır[94].

Choong ve diğerleri (2010) ise doğrudan yabancı yatırımların, portföy yatırımlarının ve dış borçların hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin ekonomik

[92] Dani Rodrik ve Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 7364, (September 1999), s. 2
[93] Marcelo Soto, "Capital Flows and Growth in Developing Countries", **OECD Development Center**, Working Paper No. 160, (July 2000), s. 24
[94] Ajit Singh ve Bruce A. Weisse, "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economie Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives", **World Development**, Vol.26, Issue.4, (April 1998), s. 618

büyümesine olan etkisini ve menkul kıymetler borsasının önemini incelemişlerdir. Vardıkları sonuç doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye pozitif ancak portföy yatırımlarının ve dış borçların negatif yönde etki ettiğidir. Bulgular menkul kıymet borsalarının yabancı sermaye-büyüme ilişkisinde önemli bir aktarım kanalı olduğu yönündedir[95].

Aizenman ve diğerlerinin (2013) yaptığı çalışmada da yabancı sermaye akımı üç türe ayrılmış ve bunların ayrı ayrı ekonomik büyümeye etkisi incelenmiştir. Yüz ülkeyi ve 1990-2010 yılları arasını kapsayan bu çalışmada doğrudan yabancı yatırımların büyümeyi güçlü bir şekilde desteklediği, portföy yatırımlarının ise büyümeye katkısının pozitif ancak küçük olduğu, buna karşın kısa vadeli yabancı borçların hiçbir etkisinin olmadığı ortaya konmuştur. Ancak kriz dönemlerinde yabancı borçların etkisi hızla negatif olarak değişebilmektedir[96].

Durham (2003) da 1977-2000 yılları arasında 88 ülke için gerçekleştirdiği çalışmasında yabancı portföy yatırımlarının ve yabancı banka borçlarının büyüme üzerindeki etkisini analiz etmiş, büyümeye sağladıkları katkının pozitif ancak istatistiki açıdan önemli büyüklükte olmadığı sonucuna ulaşmıştır[97].

Ampirik çalışmalar ışığında portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkisi için ortak bir sonuca ulaşmanın ne kadar zor olduğu ortaya çıkmaktadır. Buna karşın portföy yatırımlarının etkileri konusunda yapılan çalışmalar doğrudan yabancı yatırımlara oranla daha az sayıda ve daha karmaşıktır. Ancak uzun vadeli yabancı portföy yatırımlarının büyümeye pozitif etki ettiği buna karşın kısa vadeli sermaye hareketlerinin aynı etkiyi göstermediği sonucuna ulaşılmaktadır.

2.2.2.3. Dış Borçlar ve Büyüme

1973 yılında ilk petrol krizi ile birlikte petrol ithal eden birçok ülke büyük cari açıklar vermiştir. Buna karşın petrol ihraç eden ülkeler ise büyük miktarda cari fazlaya

[95] Chee-Keong Choong ve Diğerleri, "Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis" **Japan and The World Economy**, Vol.22, Issue.2, (March 2010), s. 116-117

[96] Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak ve Donghyun Park. "Capital Flows and Economic Growth in The Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010", **Open Economies Review**, Vol.24, Issue.3, (July 2013), s. 389-390

[97] J. Benson Durham, "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth", **FRD International Finance Discussion Papers,** No. 757, (February 2003), s. 16-18

sahiptiler. Bu ülkeler cari fazlalarını ilk olarak gelişmiş ülkelerin büyük ve güvenilir bankalarında kısa vadeli likit varlıklar olarak biriktirmeye başlamıştır. Gelişmiş ülkeler ise bu likit fonları hızla büyüyen ve gelişmekte olan ülkelere, cari açıklarını finanse etmeleri için borç vermişlerdir. Her ülke bu fonları farklı amaçlarla kullanmıştır. Bazıları aynı tüketim kalıplarını devam ettirmek, bazıları yatırım yapmak, diğerleri ise devlet harcamalarını finanse etmek adına bu fonlardan faydalanmışlardır. Kimi ülkeler için bu fonların yüksek karlılık ve verimlilikteki yatırımlar için kullandığı söylenebilir. Ancak geri kalanlar için 1970'lerin sonlarında borç sorunlarına yol açmışlardır. 1970'lerde bu borçlanmalar genel olarak sabit faiz oranlarıyla yapılmış ve petrol fiyatlarının artmasıyla birlikte artan enflasyon karşısında bu borçların reel faizi aslında negatif seyretmiştir. Bu nedenle bu borçların sürdürülemez olduğunu söylemek zordur.

1979 ve 1980 yılındaki petrol krizi ise öncekinden farklılıklar içermektedir. İlk olarak petrol ve enerji fiyatlarındaki artış öncekine göre daha düşük olsa da ithalat ile harcamalar içindeki payı daha büyüktür. Enerji fiyatlarındaki artış ilk olarak cari açıkları hızla arttırırken dünya çapında resesyonun da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerin enflasyonu önlemeye çalışan politikaları faiz oranlarının hızla yükselmesine, dünya ticaretinin azalmasına, emtia fiyatlarının düşmesine ve resesyonun daha da uzun sürmesine neden olmuştur. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkeler borçlarını, rezervlerini kullanarak ve/veya istemeseler de kısa vadeli borçlar alarak ödemeye çalışmış ancak reel faiz oranlarındaki büyük artışlar nedeniyle ilk petrol krizi sonrasına göre cari açıklarını sürdüremez duruma gelmişlerdir. Ödemeler dengesi krizlerine yol açan bu durum neticesinde birçok ülke uzun ya da kısa vadeli kredi bulamaz duruma gelmiş ve ekonomik büyüme oranları negatife dönmüştür[98].

Bu gelişmeler borçlanmanın büyüme üzerindeki etkilerini tartışmaya açmış ve konu çok sayıda ampirik literatür çalışmasında yerini almıştır. Bu ampirik çalışmalardan bahsetmeden önce borç kavramının teorik açıdan nasıl geliştiği konusuna kısaca değinmek gerekir.

[98] Anne O. Krueger, "Debt, Capital Flows, and LDC Growth", **The American Economic Review**, Vol.77, No.2, (May 1987), s. 159-161

Hatırlanacağı üzere Klasik İktisat, devletin ekonomi içerisindeki yerini sorgulamış ve minimum seviyede ekonomiye müdahalesini savunmuştur. Buna karşın Keynesyen İktisat, devlet müdahalesinin gerekli olduğu durumları izah ederek devletin harcamalarını savunmuş, kaynağı ne olursa olsun harcamaların ekonomi ya da bireyler üzerinde bir yük oluşturmayacağını söylemişlerdir. Bu kaynaklardan biri olan borç konusunda, Paul Samuelson (1958) bir yaklaşım geliştirmiştir. Farklı yaş gruplarındaki bireylerin birbirlerine tüketim amacıyla verdikleri borçların, faiz oranını belirleyen en önemli faktör olduğunu savunmuştur. Samuelson modelini bireylerin emeklilik için biriktirdikleri paraları girişimcilere dayanıklı sermaye malı oluşturmaları için borç vereceği tezi üzerine kurmuştur[99]. Neoklasik çerçeve içerisinde, Franco Modigliani devlet borçlarını büyüme modeline dahil ederek bu borçlanma karşılığında ödenecek faizin finansmanında kullanılacak vergilerin etkisinden söz etmiştir. Modigliani'ye göre dış borçlar uzun dönemde bireylerin toplam faydasını azaltmaktadır. İç borçlar ise fayda düzeyinde daha büyük bir azalmaya neden olmaktadır. Dış borçlar uzun dönemde iki şekilde etki etmektedir: Birincisi faiz ödemelerini karşılayacak vergilerin artması bu vergileri ödeyecek bireylerin hayat boyu yapacakları tüketim miktarının toplamda azalmasıdır; ikincisi bu vergi artışından dolayı bireylerin harcanabilir gelirleri azalacağından, tasarruf oranları düşerek sermaye stokunda da azalmaya neden olacaktır[100].

Benzer bir teorik çalışma Diamond (1965) tarafından yapılmıştır. O'na göre dış borçlar faiz oranlarının büyüme oranından bağımsız hareket etmesine neden olmakta ve bireylerin elde edeceği faydayı azaltmaktadır. Borçların finansmanı vergilerle sağlandığından bireylerin uzun dönem dengeleri etkilenecektir. Ancak dış borçlar sermaye piyasasının arz yönünü etkilerken iç borçlar yalnız talep yönünü etkilemektedir. Elde edilen bulgular dış borçların tüketim alışkanlıklarını fazla

[99] Paul A. Samuelson, "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without The Social Contrivance of Money", **Journal of Political Economy**, Vol.66, No.6, (December 1958), s. 472-473
[100] Franco Modigliani, "Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt", **The Economic Journal**, Vol.71, No.284, (December 1961), s. 730, 735-750

etkilemeyeceği kısa dönemde üretim artışına neden olurken uzun dönemde tasarrufların azalması nedeniyle büyümeye olumsuz etki edeceği şeklinde yorumlanabilir[101].

Lin ve Sosin (2001) 77 ülkeyi kapsayan ampirik çalışmalarında devletlerin dış borçları ile kişi başı GSYH'nin büyüme oranı ile arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Dış borçların etkisi tüm örnek ülkeler için negatif bulunmuş ancak herzaman için anlamlı çıkmamıştır. Örneğin Afrika ülkeleri için kişi başı gelir ile dış borç negatif ilişki iken bulgular önemli derecede anlamlı çıkmış ancak gelişmiş ve Latin Amerika ülkeleri için ilişki negatif iken istatistiki olarak anlamlı bulunmamıştır. Asya ve geri kalan ülkeler için ilişki pozitif bulunmasına rağmen ilişki anlamsızdır[102].

Reinhart ve Rogoff (2010) yüz yıllık bir zaman dilimini kapsayan ve kırk dört ülke için yaptıkları çalışmada borçlar ile büyüme ve enflasyon arasındaki test etmişlerdir. Elde ettikleri bulgular büyüme ve toplam kamu borcu arasında zayıf bir ilişki olduğu yönündedir. Ayrıca bu ilişki gelişen ve gelişmiş ekonomiler için aynı seviyededir. Eğer ülkelerin toplam kamu borcu GSYH'sının yüzde 90'ını aşarsa gelişmiş ülkelerin büyüme oranında yüzde 1 gelişmekte olan ülkelerin büyüme oranında yüzde 2'lik bir azalma gerçekleşmektedir. Oysa yalnız dış borçlanma dikkate alındığında dış borç GSYH'nin yüzde 60'nı aştığında ekonomik büyüme ciddi şekilde kötüleşmekte, yüzde 90'ı aştığında ise büyüme hızlı bir şekilde negatife dönmektedir. Deinhart ve Rogoff elde ettikleri sonuçlar ışığında 1970'lerden sonra yaşanan krizlerin nedeninin bu olduğuna ve Maastricht kriterinin yüzde 60 ve altında belirlenmesinin doğruluğuna vurgu yapmışlardır[103].

Cohen ve Sachs ise 1986 yılında dış borç verenler ile dış borç alanların ilişkisini inceleyerek borcu alan ülkelerin borcunu geri ödememe kararı alabilme ihtimaline karşı neden borç verenlerin istekli olduğu konusunda sonuçlar elde etmiştir. Bu sonuçlara göre borç verenler borç verdikleri ülke büyümeye devam ettiği sürece borç vermeye devam ederler. Ancak bu dış borç – büyüme ilişkisinin iki aşaması vardır.

[101] Peter A. Diamond, "National Debt in a Neoclassical Growth Model", **The American Economic Review**, Vol.55, No.5, (December 1965), s. 1147-1148
[102] Shuanglin Lin ve Kim Sosin. "Foreign Debt and Economic Growth", **Economics of Transition**, Vol.9, Issue.3, (2001), s. 652
[103] Carmen M. Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt", **The American Economic Review**, Vol.100, No. 2, (May 2010) s. 575-577

İlk aşamada borç hızla artarken ekonomik büyüme de onu takip etmekte ancak ikinci aşamada hem borç hem de büyüme daha yavaş ancak aynı hızda büyürler[104]. Cohen'in 1995 yılında yapmış olduğu çalışmada da eğer borçlu ülke etkin bir şekilde borcunu geri ödeme eğilimindeyse dış borç yatırımlarda bir artışa neden olacaktır ancak borçlu ülkenin borç yükü çok fazla olursa borcun piyasa değeri düşecek ve yatırımların azalmasına neden olacaktır[105].

Chowdhury'nin 2001 yılındaki çalışmasında aşırı borçlu fakir 35 ülke ile 25 düşük ve orta gelirli ülkeyi karşılaştırarak dört farklı borçlanma verisi ile ekonomik büyümeleri arasında ilişkiyi ve yönünü tespit etmeye çalışmıştır. Elde edilen sonuçlar tüm ülkeler için dış borçlanmanın ekonomik büyümeyi negatif etkilediği yönündedir. Bunun yanında bu ülkelerde dış borçlanma, potansiyel kişi başı büyümeyi de düşürmektedir[106].

Clement ve diğerlerinin 2003 yılında yapmış olduğu çalışma ise düşük gelirli ülkeleri kapsamakta ve dış borçlanmanın iki değişken, kamu yatırımları ve büyüme üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Dış borçların büyüme üzerindeki etkisine bakıldığında, aşırı borçlanma belli bir eşiği aştığında kişi başı gelirde daha düşük büyüme oranlarına neden olmaktadır. Bu eşik GSYH'nin yüzde 30-37'si ya da ihracatın yüzde 115-120'sine tekabül etmektedir. Bununla birlikte aşırı borç yükü bulunan fakir ülkelerde dış borcun GSYH'ya oranı yüzde 60'lardan yüzde 30'lara düştüğünde ekonomik büyümede doğrudan yüzde 0,8 ile yüzde 1,1 oranında yıllık artışa neden olmaktadır. Dolaylı etkileri hesaba katıldığında ise bu büyümeye katkısı daha da artmaktadır. Bu dolaylı etki ikinci değişken olan kamu yatırımları üzerinden test edilmiştir. Sonuçlara göre dış borçların kamu yatırımları üzerinde önemli bir etkisi bulunamamıştır. Ancak yüksek orandaki borç geri ödemeleri kamu yatırımlarını dışlamaktadır. Örneğin borç ödemelerinin GSYH'ya oranında yüzde birlik artış, kamu yatırımlarının GSYH'ya oranında yüzde 0,2'lik azalmaya neden olmaktadır.

[104] Daniel Cohen ve Jeffrey Sachs, "Growth and External Debt Under Risk of Debt Repudiation", **European Economic Review**, Vol.30, Issue.3, (June 1986), s. 548
[105] Daniel Cohen, "Large External Debt and (Slow) Domestic Growth A Theoretical Analysis", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.19, Issue.5-7, (July-September 1995), s. 1141, 1142, 1154, 1155
[106] Abdur Chowdhury, "External Debt and Growth in Developing Countries: A Sensitivity and Causal Analysis", **United Nations University-World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)**, WIDER-Discussion Papers, No. 95, (2001), s. 11

Özetleyecek olursak, yüksek seviyedeki borçluluk düşük gelirli ülkelerde ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Dış borçların bu doğrudan etkisi yanında farklı yan etkileri vardır[107].

Pattillo ve diğerlerinin (2011) yaptığı çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. 93 ülke için 1969-1998 yılları arasında dış borç ile büyüme arasında hörgüç şeklinde bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Dış borçlar ihracatın yüzde 160-170'ini ya da GSYH'nin yüzde 35-40 eşiğini aştığı takdirde ekonomik büyüme üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Eşik özerindeki borç seviyesinde borç miktarının iki katına çıkması kişi başına büyümeyi yüzde 0,5 oranında azaltabilmektedir[108].

Pattillo ve diğerlerinin (2004) yaptığı bir diğer çalışma dış borcun hangi yollardan büyümeyi etkilediğini tespit etmeyi amaçlamıştır. Yine 1969-1998 yıllarını kapsayan ve 61 ülke için yaptıkları çalışmada yüksek dış borçlar fiziki sermaye birikimini ve toplam faktör verimliliğindeki büyümeyi negatif etkilemek yoluyla ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Dış borcun iki katına çıkması büyüme oranında yaklaşık olarak yüzde 1'lik bir azalmaya yol açmaktadır. Bununla birlikte dış borcun büyüme üzerindeki etkisinin üçte biri fiziki sermaye birikimdeki ve üçte ikisi ise toplam faktör verimliliği üzerindeki negatif etkisinden kaynaklanmaktadır[109].

Bu çalışmalara ek olarak "Portföy Yatırımları ve Büyüme" başlığı altında bahsedilen bazı ampirik çalışmaların kapsamında da dış borçlara değinilmiştir. Aynı çalışmaların iki kez tekrar edilmemesi adına bu başlık altında söz konusu çalışmalar ele alınmamıştır.

[107] Benedict J. Clements, Rina Bhattacharya ve Toan Quoc Nguyen. "External Debt, Public İnvestment, and Growth in Low-Income Countries", **International Monetary Fund**, Working Paper No. 3-249, (2003), s. 9-20
[108] Catherine Pattillo, Helene Poirson ve Luca Antonio Ricci, "External Debt and Growth." **Review of Economics and Institutions**, Vol.2, No.3, (Fall, 2011), s. 25-26.
[109] Catherine Pattillo, Helene Poirson ve Luca A. Ricci. "What are The Channels Through Which External Debt Affects Growth?", **International Monetary Fund**, Working Paper No. 4-15, (2004), s. 15-20

2.3. TÜRKİYE'DE YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

2.3.1. 1923-1980 Arası Türkiye'de Yabancı Sermaye

Türkiye Cumhuriyetinin ilanıyla birlikte iktisadi yapının inşa edilmesi zorunluluğu doğmuştur. Bir tarafta neredeyse yok denecek milli ekonomik hayatın tekrar oluşturulması diğer taraftan Osmanlı İmparatorluğundan miras kalan borçların ödenmesi gereği, dönemin önemli sorunlarından olmuştur.

Osmanlı İmparatorluğunun Kırım Savaşı ile başlayarak son dönemlerinde yaşanan savaşların ortaya çıkardığı maliyetler daha ziyade dış borçlanma yoluyla finanse edilmiştir. Alınan borçların yine borcu veren ülkelerden mühimmat ve silah satın alımında kullanılması borçlanmanın kolay olmasına neden olduğu gibi Osmanlı yöneticilerinin tekrar tekrar borçlanmaya yönelmelerine yol açmıştır. Osmanlı İmparatorluğunun 1875 yılında moratoryum ilan etmesiyle birlikte alacaklarını tahsil derdine düşen ülkeler Osmanlı ile anlaşmaya giderek imparatorluğun vergi gelirleri borçlara karşılık olarak alacaklılara bırakılmıştır. Vergi gelirlerinin ve borç ödemelerinin takibi için 1881 yılında Düyun-u Umumiye İdaresi kurulmuştur ve borç ancak 1954 yılında kapatılabilmiştir.[110]

19. ve 20. yüzyılda yabancı sermayenin kaynaklarından önemli olan bir türü de DYSY idi. Osmanlı Devletinin yıkılacağına kesin gözüyle bakıldığından ve parçalanma sonrası fırsatları değerlendirmek ve pay almak amacıyla birçok ülke sermayesini bölgeye getirmiştir. Düyun-u Umumiye'nin sağladığı güven ve yabancı ülkelerin Osmanlı Devletinden elde ettiği ayrıcalıklar ile kapitülasyonlar da yabancı yatırımları teşvik etmiştir. Diğer taraftan Avrupa ülkelerinin hammadde ihtiyacını karşıladığı ticaret yollarının Osmanlı topraklarından geçmesi altyapının iyileştirilmesi ihtiyacını da doğurmuştur. Osmanlı açısından bakıldığında, siyasi ve iktisadi açıdan bağımsızlığını kaybetmiş, ticaret ve üretimi yabancıların eline teslim etmiş, kalkınma için yeterli kaynağı olmadığından yabancı yatırımları kabul ve teşvik etmek zorunda kalınmıştır.

[110] Biltekin Özdemir, **Osmanlı Devleti Dış Borçları: 1854-1954 Döneminde Yüzyıl Süren Boyunduruk**, 2. Basım, Ankara: Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, 2010, s.45-73

Yabancı sermayenin kaynağına bakıldığında 1881 yılında en büyük dış borçların sırasıyla Fransa, İngiltere, Hollanda, Belçika, Almanya, İtalya gibi ülkelerden alındığını 1914'lere doğru ise özellikle İngiltere'nin payının büyük oranda azalarak en büyük payları sırasıyla Fransa, Almanya, Belçika gibi ülkelerin aldığını görebiliriz. Buna karşın aynı yıllar için doğrudan yabancı yatırımlarda en büyük paya sahip olan ülkeler ise İngilizler ve Fransızlar olurken Birinci Dünya Savaşına doğru Almanların payının arttığını görmekteyiz[111]. Aşağıda verilen Tablo 3'te de Osmanlı İmparatorluğunda 1914 yılı için mevcut yabancı sermayenin kaynakları ve sektörel dağılımı paylarıyla birlikte verilmiştir.

Bahsi geçen şartlarda temeli atılan Yeni Cumhuriyet yabancıların denetimini ve müdahalesini ortadan kaldırmak için çabalamıştır. Bu nedenle Cumhuriyetin ilk yıllarında yabancı sermayeye karşı tavır alındığı ve 1923-1950 yılları arasında ülkeye yeni doğrudan yabancı yatırımın gelmediği konusunda bir görüş oluşmuştur. Oysa 1923 yılında düzenlenen İzmir İktisat Kongresi'nde gerek Mustafa Kemal Atatürk'ün gerek İktisat Vekili Mahmut Esat'ın açıkça ifade ettiği üzere yabancı sermayeye olan ihtiyaç vurgulanmış buna karşın yabancı sermayenin Türk vatandaşlarına tanınan ayrıcalıktan fazla bir ayrıcalık beklemeden kanunlara uyması beklentisi dile getirilmiştir. Ancak yerli sermaye ile gerçekleştirilebilecek yatırımların ve stratejik sektörlerde yabancı sermayenin varlığı ya da payının belli bir oranı geçmesi de arzulanmamıştır. Bu bağlamda Cumhuriyetin kuruluşundan sonra da millileştirme faaliyetleri dikkati çekmektedir[112].

[111] V. Necla Geyikdağı, **Osmanlı Devleti'nde Yabancı Sermaye 1854-1914**, 1. Basım, İstanbul: Hil Yayın, 2008, s. 63-96

[112] A.Gündüz Ökçün, **1920-1930 Yılları Arasında Kurulan Türk Anonim Şirketlerinde Yabancı Sermaye**, 2. Basım, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 82, 1997, s. 1-7

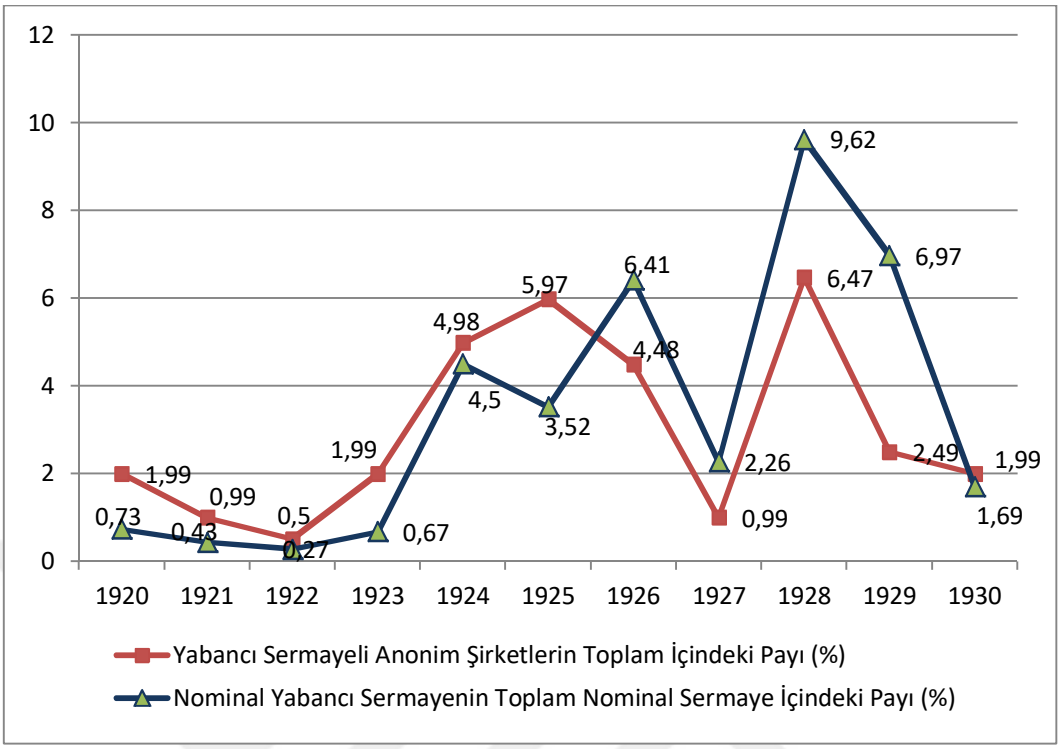
Tablo 3. 1914 Yılında Osmanlı Devletinde Yabancı Sermaye Yatırımları

Miktarlar İtibarıyla Dağılım (Osmanlı Lirası)				
Yatırımın Türü	**Fransa**	**İngiltere**	**Almanya**	**Ülkeler Toplamı**
Kamu Borcu (Portföy Benzeri)	**107.994.365** (2,454,417,377 F.F.)	**25.409.992** (577,499.821 F.F)	**38.173.674** (867,583,506 F.F.)	**171.578.031** (3.899.500.704 F.F.)
Özel Yatırım (Direkt Yatırım)	**39.727.292** (902,893,000 F.F)	**10.140.182** (230,458,675 F.F.)	**24.316.732** (552,653,000 F.F)	**74.184.205** (1.686.004.675 F.F.)
Toplam	**147.721.656** (3,357,310,377 F.F.)	**35.550.174** (807,958,496 F.F.)	**62.490.406** (1,420,236,506 F.F.)	**245.762.236** (5.585.505.379 F.F.)
Ülkelerin Yatırım Türü İtibarıyla Payı (%)				
Yatırımın Türü	**Fransa**	**İngiltere**	**Almanya**	**Ülkeler Toplamı**
Kamu Borcu (Portföy Benzeri)	73,10	71,57	61,08	69,81
Özel Yatırım (Direkt Yatırım)	26,9	28,43	38,92	30,19
Toplam	100,0	100,0	100,0	100,0
Ülkelerin Toplam İçindeki Payı (%)				
Yatırımın Türü	**Fransa**	**İngiltere**	**Almanya**	**Toplam**
Kamu Borcu (Portföy Benzeri)	43,94	10,35	15,53	69,81
Özel Yatırım (Direkt Yatırım)	16,17	4,11	9,90	30,19
Toplam İçindeki Payı	60,11	14,46	25,43	100,0
Ülkelerin Özel Yatırımlar İçindeki Payı (%)				
Fransa		**İngiltere**	**Almanya**	
53,55		13,67	32,78	
Özel Yatırımların Sektörel Dağılımı ([175])				
		Miktar (Osmanlı Lirası)	Payı (%)	
Demiryolları		53.310.000	63,0	
Banka ve Sigorta		8.200.000	9,8	
Sanayi (Reji dahil)		6.500.000	7,7	
Elektirik-Tramvay-Su		5.700.000	6,7	
Liman ve Rıhtım		4.710.000	5,5	
Madenler		3.580.000	4,2	
Ticaret		2.660.000	3,1	
Toplam		**84.660.000**	**100,0**	

Not: 1 Osmanlı Lirası = 22,7272 F.F. (F.F.=Fransız Frangı)

Kaynak: Özdemir (2009) "Osmanlı Devleti Dış Borçları: 1854-1954 Döneminde Yüzyıl Süren Boyunduruk." s. 97

Grafik 5'te 1920-1930 yılları arasında Türkiye'de kurulan, kurucusu, hissedarı ve yönetim kurulunda yabancılar bulunan yabancı sermayeli anonim şirketlerin kurulan tüm yerli ve yabancı sermayeli şirket içerisindeki oranı ve bu anonim şirketlerin her yıla düşen nominal sermayenin toplam nominal sermayeye oranı verilmiştir.



Grafik 5. 1920-1930 Yılları Arasındaki Yabancı Sermayeli Anonim Şirketlerin ve Nominal Sermayesinin Toplama Oranı

Kaynak: Ökçün, (1997), s.122-123

Türkiye'de yabancı sermaye ile ilgili kanuni düzenlemelerin ilk olarak 1930 yılında 1567 sayılı kanun ile başladığı söylenebilir. Her ne kadar yabancı sermayeyi doğrudan ilgilendiren bir düzenleme olmasa da yabancı sermaye ile ilgili değerlendirmeler yapılmaktadır. Sonrasında ise 1947 yılında Türk Parasının Değerinin Korunması amacıyla 13 sayılı kararda ilk kez yabancı sermayeyi ilgilendiren hükümler bulunmaktadır.

Yabancı sermayeyi doğrudan ilgilendiren ve ülkeye girişini kolaylaştırmak adına Mart 1950 tarihinde 5583 sayılı "Hazinece, Özel Teşebbüslere Kefalet Edilmesine Ve Döviz Taahhüdünde Bulunulmasına Dair Kanun" yürürlüğe konmuştur[113]. İki maddeden oluşan bu kanunun ilk maddesinde, ülke için faydalı olacak alanlarda üretim ve ihracatı arttırmak amacıyla yurtdışından uzun vadeli yapılacak borçlanmalar için 300 milyon doları geçmemek kaydıyla devlet tarafından kefil olunacağı; ikinci maddede ise aynı amaç doğrultusunda ülkeye gelecek olan yabancı sermayenin elde edeceği kar ya

[113] Daim Demircan, **Türkiye'de Yabancı Sermaye**, İstanbul: Dilek Matbaası, 1971, s. 14

da kendisinin yurtdışına transferinde Maliye Bakanlığınca güvence altına alınmıştır. Ancak bu kanun ile yeterli miktarda yabancı sermaye ülkeye çekilememiş, yalnız birkaç küçük şirketin bu kanundan faydalandığı görülmüş ve bir buçuk yıl kadar yürürlükte kalan bu kanun yürürlükten kaldırılmıştır.

5583 sayılı kanunun 8 Eylül 1951 tarihinde yabancı sermayeyi ilgilendiren hükümler yeniden düzenlenerek 5821 sayılı "Yabancı Sermaye Yatırımlarını Teşvik Kanunu" yürürlüğe girmiştir. Bu kanunda yabancı yatırım alanları belli sektörlerle ve yurtdışına kar transferlerinin yüzde 10'u geçmemesi şeklinde sınırlandırılmıştır Ancak bu kanunun da zamanla ihtiyaçları karşılamadığı ortaya çıkmış ve yeniden düzenlenme ihtiyacı doğmuştur[114].

1954 yılında yabancı sermayeyi daha açık şekilde teşvik amacıyla yasal düzenlemeler yapılarak 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu" çıkarılmıştır. Yasaya göre ekonomik kalkınmaya katkıda bulanacak, tekel veya ayrıcalık yaratmayacak ve yalnız özel girişime açık alanlarda faaliyet yapacak yabancı sermaye yatırımlarına izin verilmiştir. Bu çerçevede izin alan yabancı yatırımcılara şu haklar tanınmıştır: Kar ve tasfiye gelirlerini transfer etmek; izinle alınmış dış borçların faiz ve anapara ödemelerini transfer etmek; karların sermayeye eklenmesi; yabancıların istihdam edilmesi ve bu çalışanların gelirlerinin transferi; yerli yatırımlarla eşit sayılması gibi haklar[115].

1954 yılında yürürlüğe giren ve yabancı sermaye yatırımlarını düzenleyen bir diğer kanun 6326 sayılı Petrol Kanunudur. Bu kanunla yabancı yatırımcılara petrol arama, ruhsat alma ve belge talep etme hakkı tanınmıştır. Bunun yanında yabancı yatırımcılar petrol aradıkları araziyi satın alabilecek, petrol araması için ihtiyaç duyacağı tüm malzemeleri gümrük vergisi ödemeden ithal edebilecek, karlarını kanunda öngörülen şekilde yurtdışına transfer edebilecektir. Kanun kapsamında birçok petrol

[114] İTO, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Şubesi Bülteni**, 16 Kasım 2006, http://www.ito.org.tr/itoyayin/0025097.pdf (28.3.2017), s. 2
[115] OECD, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımı: Yeni Ekonomik Program Çerçevesinden Değişen Koşullar**, İstanbul: YASED, 1983, s. 9

şirketi başvuruda bulunmuş ancak bunların çok küçük bir kısmı faaliyete geçebilmiştir. Faaliyete geçen şirketlerin bir kısmı ise daha sonra piyasadan çekilmiştir[116].

6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu kapsamında yabancı sermaye faaliyetlerine oldukça liberal düzenlemeler getirilmiştir. Ancak 1950-1972 yıllarında Türkiye'ye gelen yabancı sermaye miktarının az olduğu söylenebilir. Bu yıllar arasında kararnameler ile toplam 260 milyon dolar kadar yabancı sermaye yatırımına izin verilmiş ancak bunların ancak yarısı gerçekleşmiştir. 1950-1972 yılları arasında dış borçlar da miktar olarak küçüktür. Bu yıllarda kararnameler ile yaklaşık olarak 144 milyon dolar dış borç izni verilmiş ancak bunların 42 milyon dolar kadarı ülkeye gelmiştir. Kıyaslama yapıldığında izin verilen yabancı yatırımların gerçekleşme oranı yüzde 50 iken dış borçların gerçekleşme oranı yüzde 29 seviyesinde kalmıştır[117].

Cumhuriyetin kuruluşundan 1980 yılına kadarki dönemde yabancı sermayenin miktarı beklenen ve istenen düzeye ulaşamamıştır. 1979 yılı sonuna kadar ülkeye girmesine izin verilen yabancı sermayenin toplamı 228 milyar dolar seviyesindeyken 24 Ocak 1980 kararlarıyla birlikte 1980 yılında 97 milyar dolar ve hemen ardından 1981 yılında 336,9 milyon doların Türkiye'ye girmesine izin verilmiştir. Tablo 4'te görüleceği üzere yabancı sermaye 1980'lere kadar düşük seyretmesi yanında 1974 ve 1979 yıllarında yabancı sermaye ülkeden çıkmıştır[118].

6224 sayılı kanuna rağmen 1980 yılına kadarki dönemde Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin az olmasındaki başlıca neden bakanlar kurulundan izin alınması zorunluluğudur. Bu yıllarda iç pazar küçük olduğundan ya da bölge ihracata yönelik bir üretim merkezi olmadığından yabancı sermayenin Türkiye'ye yönelmemesi diğer bir neden olarak sayılabilir. Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye, doğal kaynaklar açısından çok zengin olmaması ya da eğitimli iş gücünün yetersizliği bakımından büyük

[116] T. Güngör Uras, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, 1. Basım, İstanbul: Formül Matbaası, 1979, s. 113-114, 184
[117] Mehmet Şahin, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ankara: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, Yayın No:3, 1975, s. 189-190
[118] Rıdvan Karluk, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, 1. Basım, İstanbul: Taştan Matbaası, 1983, s. 115-117

sermayeli yabancı yatırımları kısıtlamıştır. Üstelik yabancı sermayenin önem verdiği siyasi istikrarsızlıklar da bu dönemin bir parçasıdır[119].

Tablo 4. 6224 Sayılı Kanun Kapsamında Türkiye'ye Girişine İzin Verilen Yabancı Sermaye

	Yıllık		Birikimli	
Yıllar	**Dolar ($)**	**TL**	**Dolar ($)**	**TL**
1954 öncesi	2,8	7,9	2,8	7,9
1954	2,2	6,1	5	14
1955	1,2	3,3	6,2	17,3
1956	3,4	9,4	9,6	26,7
1957	1,3	3,6	10,9	30,3
1958	1,1	4,5	12	34,8
1959	3,4	20,5	15,4	55,3
1960	1,9	16,3	17,3	71,6
1961	1,2	10,9	18,5	82,5
1962	4,2	37,4	22,7	119,9
1963	4,5	40	27,2	159,9
1964	11,9	103,9	39,1	263,8
1965	11,6	88,8	50,7	352,6
1966	9,7	86,9	60,4	439,5
1967	9	80,3	69,4	519,8
1968	13,9	107,7	83,3	627,5
1969	13,2	109,6	96,5	737,1
1970	9	89,4	105,5	826,5
1971	11,7	150,7	117,2	977,2
1972	12,8	173,2	130	1150,4
1973	67,3	918,7	197,3	2069,1
1974	-7,7	-106,7	189,6	1962,4
1975	15,1	215	204,7	2177,4
1976	8,9	140,3	213,6	2317,7
1977	9,2	162,6	222,8	2480,3
1978	11,7	275	234,5	2755,3
1979	-6,4	-237,8	228,1	2517,5
1980	97	-	325,1	-
1981	336,9	-	662	-

Kaynak: Rıdvan Karluk, 1983, s.116

Diğer taraftan Türkiye 1950'li yıllardan itibaren dış ticaret ve kambiyo kontrollerini kurma çabasında olmuştur. 1960'lardan 1980'li yıllara kadar ithal ikameci

[119] Şahin, s. 189-191

sanayileşme stratejisi izlemiştir. İthal ikameci strateji politikaları belirlemiş ve dış kaynak kullanımı sanayileşmede dış finansman olarak kabul edilmiştir[120]. Bu dönemde döviz işlemleri Merkez Bankasının kontrolünde olmuş ve sermaye hareketleri kambiyo denetimlerine tabi olmuştur. İthal ikameci politikalar, sermaye hareketlerinin ve dış ticaretin kontrol edilmesi yalnız Türkiye ekonomisi için değil dünya genelinde uygulanan politikalar olmuştur. 1970'lerin başından itibaren ülkelerin yaşadığı cari açıklar sürdürülemez hale geldiğinden krizlere neden olmuş, bu durum dünya ekonomilerini daha rekabetçi, liberal ve dünyaya entegre olmaya itmiştir. Böylelikle müdahaleci anlayış ülkeler tarafından terk edilerek, küreselleşmenin yolu açılmıştır. Türkiye de 1980'li yılların ortasından başlayarak bu küreselleşme ve serbestleşme hareketlerine ayak uydurmuş ve bunun sonucunda sermaye akımlarının boyutları, türleri ve yarattığı sonuçlar değişmiştir. Sermaye hareketleri, miktar olarak artarken resmi yollardan ülkeye giren yabancı sermaye özel kanallara evrilmiş ve vade yapısı değişmiştir[121].

2.3.2. 1980-2001 Arası Türkiye'de Yabancı Sermaye

Türkiye'de yabancı sermaye hareketleri açısından 1980 yılı önemli bir dönüm noktası olmuştur. 24 Ocak 1980 yılında kapsamlı İstikrar Kararları hayata geçirilmiş, ithal ikameci sanayileşme stratejisi terk edilerek dışa açık sanayileşme ve büyüme stratejisine geçilmiş, kapsamlı bir liberalleşme hamlesi başlatılmıştır. Bu bağlamda yabancı sermaye hareketlerinde de köklü değişimler gözlenmiştir. 25 Ocak 1980 tarihinde Başbakanlığa bağlı Yabancı Sermaye Dairesi kurulmuş, 1991 yılında Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü adı altında Devlet Planlama Teşkilatına, 1994 yılında ise Hazine Müsteşarlığına bağlanmıştır. 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı yabancı sermaye kanunu da 1986, 1992 ve 1995 yıllarında önemli değişiklikler geçirmiştir[122].

---

[120] Enver Erdinç Dinçsoy, "The Spatial Dimension of Development: Entrepreneurship Analysis of NUTS Level-3 TR212 Regıon 1", **IIB International Refereed Academic Social Sciences Journal**, Vol. 6, Issue.20, (2015), s. 91-92

[121] Taner Berksoy ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticret Odası, Yayın No. 1998-58, 1998, s. 45-47

[122] Gülden Ülgen, "Yabancı Sermayenin İstihdam Üzerine Etkileri." **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.20, Sayı.1, (2005), s. 38

Bunların yanında 1987 yılında 3453 sayılı kanunla Dünya Bankası'nın yan kuruluşu olan Çok Taraflı Yatırım Garanti Anlaşmasına imza atılmış ve ticari olmayan risklere karşı yatırımcıların korunması sağlanmıştır. 1988 yılında yine Dünya Bankası'nın bünyesinde olan Yatırım Anlaşmalarının Çözümü için Uluslararası Merkez ile işbirliğinin sağlanması amacıyla 3460 sayılı kanun çıkarılmıştır. Dahası OECD kodları olarak bilinen ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonu için uluslararası anlaşmalara taraf olunmuştur[123].

Yabancı sermayenin özendirilmesine yönelik çalışmaların yanında 1980 sonrası yasal ve yapısal reformlar kapsamında finansal kısıtlamalar da kademeli olarak kaldırılmıştır. 24 Ocak kararlarının ardından finansal serbestleşme adına mevduat ve kredi faizleri serbest bırakılmıştır. Faizlerin serbest bırakılmasıyla izleyen yıllarda tasarruflar bankacılık sistemine yönelmiştir. 1982 yılında bankaların döviz bulundurmasına izin verilerek yabancı paranın ülkeye gelmesine ve sermaye kaçışının önlenmesine çalışılmıştır. 1983 yılının Aralık ayında 28 Sayılı Karar ve 1984 yılının Temmuz ayında 30 Sayılı Karar ile Türkiye'de yaşayan yabancıların dövizle işlem yapmalarına ve bankalarda döviz hesabı açmalarına izin verilmiş; bankaların YP (yabancı para) cinsinden işlem yapmasının önü açılmış, yabancıların döviz ve transfer işlemlerini bankalar yoluyla yapması halinde gayrimenkul satın almasına müsaade edilmiş; her çeşit menkul kıymet işlemine imkan sağlanarak yabancıların hisse senedi satın almasına, ticari faaliyetlerde bulunmasına, şube ve temsilcilik açmasına izin verilmiştir[124]. 28 ve 30 sayılı kararlar kısmen sermaye hareketlerini serbestleştirmiş ancak bu serbestleşme 1989 yılının Ağustos ayında çıkarılan 32 Sayılı Kararname ile tamamlanabilmiştir. 32 sayılı kararname gerçekleştirilen düzenlemeler şu şekildedir[125]:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalardan ve finans kurumlarından herhangi bir kısıt olmaksızın döviz alabilirler ve döviz bulundurma konusundan herhangi bir kısıtları yoktur.

[123] Murat Çetinkaya, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dünü ve Bugünü", Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri** içinde (519-558), 1. Basım, Konya: Çizgi Kitabevi, 2007, s. 535

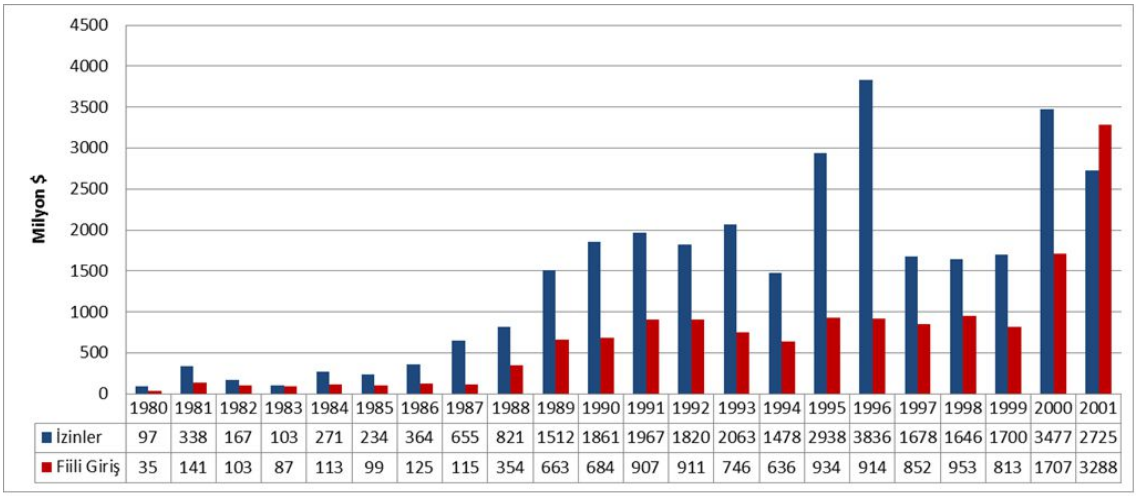
[124] B. Kılınç Savrul, Halil Özekicioğlu ve Hasan A. Özel, "Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi." **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı.38, (Ekim 2013), s. 231-232

[125] TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, 1. Basım, Ankara: Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, 2002, s.16-17

- Türkiye'de yerleşik kişiler, yabancılara sundukları hizmet karşılığında elde ettikleri dövizi ülke içine getirebilirler.
- Yurtdışında yerleşik kişiler, her türlü menkul kıymeti alıp satabilirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla yabancı borsalardan menkul kıymet alım satımı yapabilirler ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer edebilirler.
- Türkiye'de yerleşik kişiler, yurtdışında menkul kıymet çıkarabilir ve satabilirler. Aynı şekilde yurtdışından menkul kıymet getirip yurtdışına çıkarabilirler.
- Yabancı sermaye satışından veya tasfiyesinden elde edilen gelirler bankalar ya da özel finans kurumları yoluyla yurtdışına transfer edilebilirler.
- Yurtdışından YP cinsinden kredi alınabilir.
- Yabancılar TL (Türk Lirası) cinsinden hesap açabilir, anapara ve faizini istedikleri döviz cinsinden transfer edebilirler.
- Gayrimenkul alımlarında herhangi bir kısıtlama yoktur ve gayrimenkul satışından elde edilen gelirler transfer edilebilir.
- Yabancıların döviz alması, yurtdışına döviz veya TL göndermesinde bir kısıt yoktur.
- Bankalar ve özel finans kurumları ihracat, ithalat ve görünmez transferler hariç 500 bin Amerikan dolarını aşan döviz transferlerini bildirmekle yükümlüdür.
- Türkiye'de yerleşiklerin yurtdışında temsilcilik ve büro açmasında bir kısıt yoktur.

İzlenen liberal politikaların da etkisiyle ilk başlarda durağan seyreden yabancı sermaye girişleri Grafik 6'da görüldüğü gibi 1987 yılından itibaren hızla artmaya başlamıştır. 1980 ile 2001 yılları arasında girişine izin verilen yabancı sermayenin toplam miktarı 29 milyar 27 milyon dolara ulaşırken Türkiye'ye fiili giriş yapan yabancı sermaye miktarı 15 milyar 180 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte 1980'de 78 olan yabancı sermayeli firma sayısı 2001 yılında 5841 olmuştur. 22 yıllık bu süre zarfında Türkiye'de izin verilen toplam yabancı sermayenin yaklaşık

olarak yüzde 52'si imalat sanayiine, yüzde 45'i hizmet sektörüne, yüzde 2'si tarım sektörüne ve yüzde 1'i de madencilik sektörüne yönelmiştir[126].



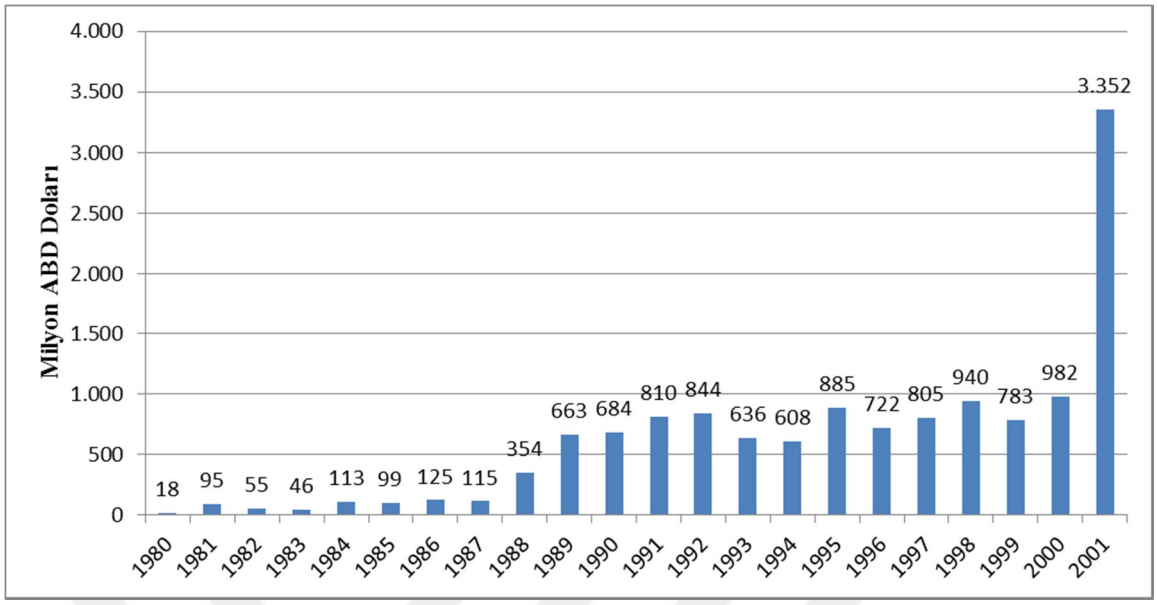
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
İzinler	97	338	167	103	271	234	364	655	821	1512	1861	1967	1820	2063	1478	2938	3836	1678	1646	1700	3477	2725
Fiili Giriş	35	141	103	87	113	99	125	115	354	663	684	907	911	746	636	934	914	852	953	813	1707	3288

Grafik 6. Türkiye'de 1980-2001 Arası İzin Verilen ve Fiili Giriş Yapan Yabancı Sermaye Miktarı

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü Yabancı Sermaye Raporu 2002

Grafik 7'de gösterilen 1980-2001 yılları arasında Türkiye'de gerçekleşen DYSY incelendiğinde yapılan yasal düzenlemelerin yabancı yatırımcıyı çekme konsunda çok da başarılı olmadığı görülmektedir. Buna karşın 1989 yılında yapılan düzenlemelerin sonucunda doğrudan yatırımlarda bir miktar sıçrama görülmektedir. Ancak Türkiye, diğer gelişmekte olan ülkeler ile karşılaştırıldığında doğrudan yatırımları çekme konusunda başarılı olmuş sayılamaz. 2001 yılına kadar DYSY'nin yıllık 1 milyar doları aşmadığı görülmektedir.

[126] Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, "**Yabancı Sermaye Raporu 2002**", Şubat 2003, s.45-46



Grafik 7. 1980-2001 Yılları Arasında Türkiyede Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Kaynak: TCMB

Dış borçlar konusuna bakıldığında 1980 yılı ile birlikte dış borç stokunun da yapılandırılmaya çalışıldığı görülmektedir. 1978 yılının sonunda dış borçların yüzde 51,5'i kısa vadeli iken 1983 yılı sonunda bu oran yüzde 12 seviyelerine düşürülmüş ancak izleyen yıllarda yüzde 20'ler seviyesinde seyretmiştir (bk. Tablo 5). 1984 ve 1989 yıllarında 24 Ocak kararlarının devamı olan yeni tedbirler ile dış finansmanın çeşitlendirilmesi hedeflenmiş ve döviz işlemlerinin serbestleşmesiyle yeni bir dönem başlamıştır. Alınan dış borçların miktarındaki artışların yanında yapısında da bazı değişiklikler meydana gelmiştir. 1980 öncesi alınan dış borçların çoğunluğunu hükümet kredileri ve uluslararası kuruluşlardan alınan krediler oluşturmaktaydı. Ancak özellikle 1983 yılından sonra ticari bankalardan alınan kredilerin miktarı artmış, 1990 sonrasında ise uluslararası tahvil piyasalarından elde edilen borçlar ön plana çıkmıştır.

1980-1989 yılları arasında gerçekleştirilen yasal ve yapısal reformlar sonucunda faiz oranları yükselmeye başlamış, kamu açıkları artmış, ihracat için gerekli ara malı ithalatı yükselmiş buna karşın ihracattan elde edilen gelirler ve iç tasarruflar yeterli seviyeye ulaşamamıştır. 1990'lı yıllarda politik istikrarın sağlanamaması da ekonomik büyüme üzerinde önemli baskılar yaratmıştır. Zaten ithal ikameci strateji ile istediğini elde edemeyen ve gerçekleştiremediği sanayi atılımıyla liberal politikalara

start verilen dönemde, tasarruf açıklarının kapatılmasında, kamu açıklarının finansmanında, dış ticaret açıklarının giderilmesinde başvurulan başlıca finansman dış kaynaklar olmuştur. Bu nedenle 2001 yılına kadarki süreçte Türk ekonomisinin karakteristik özellikleri yüksek açıklar, hızlı borçlanma, kayıt dışı ekonomi olmuştur. Rant ekonomisinin ortaya çıkmasıyla birlikte Türkiye ekonomisi uluslararası spekülatif sermaye akımlarına maruz kalmış ve sıcak paraya bağımlı hale gelmiştir[127].

Tablo 5. Türkiye'de Brüt Dış Borç Stoku (1983-2001)

Yıllar	Kısa Vade (Milyon $)	Orta ve Uzun Vade (Milyon $)	Toplam (Milyon $)	Stokun Vade Yapısı	
				Kısa Vade (%)	Orta ve Uzun Vadeli (%)
1983	2,281	16,104	18,385	12,4	87,6
1984	3,180	17,479	20,659	15,4	84,6
1985	4,759	20,717	25,476	18,7	81,3
1986	6,349	25,752	32,101	19,8	80,2
1987	7,623	32,805	40,428	18,9	81,1
1988	6,417	34,305	40,722	15,8	84,2
1989	5,749	36,006	41,755	13,8	86,2
1990	9,500	39,535	49,035	19,4	80,6
1991	9,117	41,372	50,489	18,1	81,9
1992	12,660	42,932	55,592	22,8	77,2
1993	18,533	48,823	67,356	27,5	72,5
1994	11,310	54,291	65,601	17,2	82,8
1995	15,701	57,577	73,278	21,4	78,6
1996	17,072	62,284	79,356	21,5	78,5
1997	17,691	66,524	84,215	21	79
1998	20,774	75,643	96,417	21,5	78,5
1999	22,921	80,106	103,027	22,2	77,8
2000	28,301	90,505	118,806	23,8	76,2
2001	16,403	97,498	113,901	14,4	85,6

Kaynak: Karagöl, 2010, "Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar."[128]

1990'lı yıllarla birlikte kısa vadeli sermaye girişlerinin arttığı görülmektedir. 1991 Körfez Krizi ve 1994 yılında yaşanan finansal krizle birlikte kısa vadeli akımlar azalmış olsa da 1995 yılından sonra portföy akımlarıyla birlikte büyük oranda artışa

[127] Gülden Ülgen, "Dış Borçlanmanın Analizi ve Türkiye'de Dış Borç Stoku", Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri** içinde (269-315), 1. Basım, Konya: Çizgi Kitabevi, 2007, s. 293-297

[128] Erdal Tanas Karagöl, **Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar**, Seta Analiz, Sayı: 26, Agustos 2010, s. 8

geçmiştir. Artış eğilimine giren cari açık 1993 yılında devalüasyonla birlikte 1994 yılında pozitif olsa da izleyen yıllarda yine negatife dönmüş ve ödemeler dengesi kırılgan bir hal almıştır.

Toplam talep açısından 90'lı yıllar değerlendirildiğinde tüketim alışkanlıklarının değiştiği görülmektedir. İlk başta bankacılık sektöründeki yanlış politikalar sonucu bankaların varlık ve borçlarının vade yapısının bozulduğu görülmektedir. Buna karşın tüketici kredileri hızla artmış ve özel kesim tüketim harcamaları önemli ölçüde yükseltmiştir. Önemli husus ise tüketim harcamalarının özellikle ithal mallara yönelmesidir. Bu dönemde reel döviz kuru değerlenirken ithal edilen tüketim mallarının toplam ithalat içindeki payı da artarak dış ticaret dengesi de bozulmuştur. Yatırım cephesinde ise 1980'den beri süregelen zayıflık 90'lı yıllarda da devam etmiş, büyüme oranları ile birlikte istikrarsız bir gelişme kaydetmiştir. Spekülatif sermaye girişleri yüksek faiz oranlarına neden olurken yatırımlar özendirilememiştir. Faiz oranlarının yüksek olması ve döviz kurundaki oynaklık da yatırımın reel sektöre değil spekülatif amaçlı finansal kar peşinde koşmasına yol açmıştır. İhracata yönelik verilen destekler ve yapılan düzenlemeler de yatırımların arttırılmasında etkili olamamıştır.

Finansal liberalizasyondan etkilenen diğer bir gösterge ise kamu sektörü borçlanma gereğidir. 90'lı yıllara kadar kamu borçlanma gereğinin GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla)'ya oranı yüzde beşlerde seyrederken sonrasında hızla yüzde onlara yükselmiştir. Bununla birlikte kamu bütçe açıkları da hızla artmıştır. Aynı şekilde faiz ödemeleri de kamu harcamaları içerisinde önemli bir yer edinmiştir. Faiz ödemelerindeki artışının ana nedeni ise kamu açıklarının daha fazla borçla finanse edilmesidir. Bu dönemde kamu borçlarının finansmanı incelendiğinde iç borçların dış borçlardan fazla olduğu görülür ancak borcu veren yerli kurumlar yurt dışından borçlanarak bu finansmanı sağlamaktaydılar. Alınan borçların vade yapısı ise kısa vadeli yabancı sermaye ile benzer yapıya sahip olmuştur. Vade yapılarının kısa olması elbette faiz oranlarının yükselmesine zemin hazırlamıştır.

Bunlara ek olarak yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmeye devam etmesi uluslararası rezervleri arttırmıştır ancak merkez bankasının etkin bir para politikası

izleyememiş olması ile parasal büyüklükler üzerinde olumsuz etkiler doğurmuştur. Döviz mevduatlarının hızla artması dış varlıkların kontrolsüz artmasına ve yerli paranın YP ile ikame edilmesine neden olmuştur. Yüksek oranda para ikamesi ya da diğer bir ifadeyle dolarizasyon yerli paraya olan güvenin de sarsılmasına yol açmıştır.[129]

Böyle bir süreç aynı zamanda finansal krizlerin de yaşandığı dönem olmuştur. Ekonomik göstergelerdeki kötü durum yetmezmiş gibi mali genişleme de oy kazanmak uğruna popülist amaçlarla kullanılmıştır. Kamu harcamalarındaki bu artışlar kısa vadede siyasilere oy kazandırsa da orta vadede hem seçmenini kaybetmesine hem de ekonomik performansın kötüleşmesine neden olmuştur. Reel döviz kurlarının değeri yükselirken bu anlayıştaki mali genişlemeler ödemeler dengesinin bozulmasına, borç krizlerine neden olurken IMF politikalarına ister istemez razı olmayı beraberinde getirmiştir. Her ne kadar IMF reçetelerinin amacı cari dengeyi ve mali disiplini sağlamak olsa da kısa zamanda büyüme, istihdam ve gelir dağlımı üzerindeki etkileri de o kadar maliyetlidir.

Cumhuriyetin kuruluşundan 1980'lere kadarki dönemde de ekonomik krizler yaşanmıştır ancak bunlar sabit döviz kurunun ve sermaye kontrollerinin olduğu ortamda gerçekleşmiş, bu nedenle etkileri kısıtlı kalmıştır. Oysa 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz öncekilerden farklı olarak gözetimli döviz kurunun ve dışa açık bir sermaye hesabının varlığında ortaya çıkmıştır. Buna ek olarak riskli olan kısa vadeli sermaye akımları, kamu harcamalarının finansmanında kullanılmıştır. Bu nedenle krizin yaşanmasında siyasiler kapalı ekonomi varsayımı altında ekonomi politikası izliyormuş gibi davranmakla suçlanmıştır[130]. Ancak ne yazık ki izleyen yıllarda da siyasiler gereğini yapamamışlardır.

1990'lı yıllar Türkiye açısından kamu kesimi dengelerinin ciddi seviyede bozulduğu yıllar olmuştur. Konsolide bütçe harcamalarının dağılımına bakıldığında 1990 – 2000 yılları arasında en büyük artışın borç faiz ödemelerinde yaşandığı görülmektedir. Bu dönemde her yıl alınan yeni borçlar, toplam iç borç stokunun yarısını aşmaktadır. İç borç stokunun GSYH'ya oranı 2001 yılında yüzde 68 seviyelerine

[129] Nurhan Yentürk, "Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in The 1990s", **The Developing Economies**, Vol.37, Issue.1, (March 1999), s. 96-100
[130] C. Emre Alper ve Ziya Onis, "Financial Globalization, The Democratic Deficit, and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience in The Aftermath of Capital Account Liberalization", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol.39, Issue.3, (May-June 2003), s. 3,7-8

yükselirken, iç borç faiz ödemeleri ise 2001 yılında yüzde 22 ulaşmıştır. Haziran 2002'de ise iç borç faiz ödemeleri vergi gelirlerinin yüzde 120'sine denk gelmektedir. Diğer taraftan bütçede faiz dışı fazla yaratmak pahasına konsolide bütçedeki yatırım harcamaları azaltılmıştır. Yatırım harcamaları 1985 yılında yüzde 20 seviyelerinde iken 1995 yılından sonra yüzde 6 seviyelerini aşmamıştır. 2000'li yıllara doğru ise en düşük seviyelerini görmüştür. Türkiye Cumhuriyetinin içinde bulunduğu finansal serbestleşme döneminde yatırımların artması beklenmekteydi. Oysa devlet iç borçlanma senetlerinin faiz arbitrajına zemin hazırlaması, sermaye hareketlerine spekülatif gelir kaynağı yaratmıştır. Bazı yıllarda bu finansal arbitraj yüzde 80'lere kadar net kazanç elde etmiştir[131].

1990'larda sıkça yaşanan siyasi istikrarsızlıklar, seçim ekonomilerinin ön palan çıkmasına neden olurken makro ekonomik istikrarı sağlamak adına spekülatif faaliyetler öne çıkmıştır. Reel ekonomi arka plana itilirken, kısa vadeli sermayeye dayalı kısa ömürlü ve geçici büyüme politikaları uygulanmıştır. Bu yapı reel ve finansal sistemi zayıflatmıştır. Bunun sonucunda risk ve güvenilirlik azalırken belirsizlik, enflasyon ve kriz beklentisi artmıştır. Ekonomiyi bu süreçten kurtarmak adına Aralık 1999 yılında yeni bir istikrar programı uygulamaya konmuştur. Bu programın amacı enflasyonla mücadele etmek, kamu borçlarını sürdürülebilir hale getirmek ve sürdürülebilir büyümeyi tesis etmektir. Bu amaçla faiz ve ücretler serbest bırakılırken döviz kurunun sabit oranda artırılması öngörülmüştür.

2000'li yılların ortalarına kadar istikrar programı enflasyon ve faiz oranları üzerinde etkili olmuş ve olumlu sonuçlar elde edilmiştir. Ancak Kasım ayında finansal sistemden kaynaklanan kriz patlak vermiştir. Bankaların açık pozisyonlarını kapatmak ve ihtiyaç duydukları likiditeyi sağlamak adına yüksek faizli borç arayışı döviz talebini arttırmış, yabancı bankalar ise hazine kağıtlarını satarak piyasadan çıkmışlardır. Bu gelişmelere karşın Merkez Bankası piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi zamanında sağlayamamıştır. Bu ortamda istikrar programına karşı güven azalırken, reel sektörde talep daralmış ve dövize spekülatif yönelim ortaya çıkmıştır. Bundan üç ay sonra

[131] Ebru Voyvoda ve Erinç Yeldan. "Türkiye Ekonomisi için Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri" **İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt.17, Sayı.200, (Kasım 2002), s. 19-20

yaşanan siyasi tartışmalarla birlikte kriz, döviz krizine dönüşmüştür. 21 Şubat 2001'de istikrar programı tamamıyla sona ermiştir[132].

2.3.3. 2001 Sonrası Türkiye'de Yabancı Sermaye

1998 yılında IMF gözetiminde başlatılan enflasyonla mücadele programları, siyasi istikrarsızlıklar ve ard arda yaşanan iki deprem nedeniyle istenilen başarıyı elde edememiştir. Bu nedenle hükümet IMF öncülüğünde ve desteğinde 1999 yılının Aralık ayında yeni bir enflasyonla mücadele programı başlatarak 2002 yılının sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi hedeflemiştir. Her iki program da döviz kurunun sabitlenmesi yoluyla enflasyonun ve parasal büyüklüklerin kontrol altına almasını amaçlamıştır. Ancak programın Kasım 2000 tarihinde şiddetli bir finansal kriz sonucu bölünmesiyle Türkiye'den 6 milyar dolar değerinde kısa vadeli sermaye çıkışı olmuştur ve piyasalar ciddi bir likidite sıkıntısı yaşamıştır. Hükümetin talebi üzerine aynı yılın Aralık ayında IMF tarafından program revize edilerek ek 7,5 milyar dolar kaynak verilerek piyasaların ateşinin düşmesi sağlanmıştır. Buna karşın 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki yaşanan tartışma ile piyasalar tekrar çalkalanmıştır.

Bununla birlikte MB (Merkez Bankası), TL'ye destek olmak adına rezervlerininin büyük bir kısmını kullanmış ancak kısa vadeli faiz oranları yüzde 5000'in üzerine çıkmıştır. Gelişmeler sonucunda baskılara daha fazla dayanamayan hükümet ise 22 Şubat 2001 tarihinde sabit döviz kuru rejimini terk ettiğini duyurmuş ve döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır. 15 Mayıs 2001'de IMF ile yeni bir programa başlama kararı duyurulmuştur. Güçlü ekonomiye geçiş programı olarak tanıtılan bu program yine enflasyonla mücadeleyi ana hedefi olarak belirlemiş, ancak öncekilerden farklı olarak önemli yapısal reformları ve farklı araçların kullanımını öngörmüştür[133]. Bu program çerçevesinde bankacılık sisetimi ve kamu kesimi finansamanında değişimlere öncelik verilerek, MB'nın fiyat istikrarına yönelik araçların kullanımında bağımsız olması için gerekli yasal zemin oluşturulmuştur. IMF ile yapılan stand-by

[132] Zeynep Karaçor, "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri" **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.16, (2006), s. 385-388

[133] A. Erinc Yeldan, "On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or A Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?", Bilkent University, (September 2001), http://www.networkideas.org/featart/dec2001/Erinc_Yeldan.pdf (12.6.2017), s. 2-3

anlaşması sonucunda 16 milyar dolarlık yeni bir kaynak yaratılmış ve bunun 6 milyar dolarıyla borç ödemesi yapılmıştır. Geriye kalan kredinin kullanımı ise koşullara bağlanmıştır. Krizden en çabuk şekilde çıkış yolu olarak ise yabancı sermaye yatırımlarının özendirilmesi ve dış ticaretin desteklenmesi görüşü öne çıkmıştır[134].

IMF programlarının başarıları değerlendirildiğinde gerek Türkiye gerek diğer gelişmekte olan ülkeler için olumlu yorumların yapılmadığı ve birçok iktisatçı tarafından eleştirilerin yöneltildiği görülmektedir. 2001 yılında Türikiye ile IMF arasında yapılan bu stand-by anlaşmasının başarısı tartışılabilir, ancak kriz sonrası öngörülen reformların gerçekleştirildiği görülmektedir. Finansal sektördeki düzenlemelerin yanısıra siyasi ortamda da istikrarın sağlanması ile kriz sonrası gerekli adımlar atılabilmiştir. Ancak yine eklemek gerekir ki dünyada yaşanan gelişmeler de krizden çıkışı kolaylaştıran önemli etmenlerdendir.

1990'lı yıllarda hızlanarak artan finansal serbestleşme gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarına katkı sağlamış ve büyümenin finansmanında önemli ölçüde etkili olmuştur. Faiz, döviz kuru gibi fiyatlar dünya çapında serbest piyasa koşullarında belirlenmeye başlamış, teknolojideki hızlı ilerlemenin de yardımıyla sermayenin dolaşım hızı ve miktarı artmıştır. Bu gelişmeler neticesinde arz ve talep hızlı bir şekilde artarak özellikle 2001 sonrası gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarına önemli katkılar sağlamıştır. 2001 yılı ile birlikte gelişmiş ülkelerin uyguladıkları genişletici para politikası da bu büyüme olanaklarında belirleyici olmuştur.

Dünya ekonomilerinin içine girdiği resesyondan kurtulabilmesi adına ilk olarak FED (Federal Reserve Bank) politika değişikliğine giderek faiz oranlarını radikal şekilde düşürmüş ve ABD'yi diğer gelişmiş ülkelerin merkez bankaları takip etmiştir. Tablo 6'dan de göreceğiniz üzere FED'in 2000 yılında uyguladığı faiz oranı yüzde 6,50 iken, 2001 yılında yüzde 1,75'e, 2002'de yüzde 1,25'e, 2003'te ise yüzde 1'e düşürülmüştür. İngiltere Merkez Bankası ise faiz oranlarını 2000 yılında yüzde 6 iken 2003 yılında yüzde 3,75'lere kadar düşürmüştür. Uygulanan bu düşük faiz politikası

[134] Merih Celasun, "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değrlendirme", 2002, http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf (12.6.2017), s. 2

sonucunda dünya çapında ucuz ve bol dolar likiditesi ortaya çıkmış, böylece dünya finansal piyasalarında likidite bolluğu yaşanmıştır[135]. Henüz 2001 krizinin etkilerinden kurtulmaya çalışan Türkiye açısından da bu konjonktür bir avantaj sağlayarak, ekonomik krizin etkilerinden arınmasına ve yabancı sermayenin Türkiye'ye yönelmesine olumlu katkıları olmuştur.

Tablo 6. Bazı Gelişmiş Ülkelerin Merkez Bankaları için Faiz Oranları

	ABD Merkez Bankası (FED)	AVRUPA MERKEZ BANKASI (ECB)	JAPONYA MEKEZ BANKASI (BOJ)	İNGİLTERE MERKEZ BANKASI (BOE)
2000	6,50	3,00	0,25	6,00
2001	1,75	3,25	0,00	4,00
2002	1,25	2,75	0,00	4,00
2003	1,00	2,00	0,00	3,75
2004	2,00	2,00	0,00	4,75
2005	4,00	2,25	0,00	4,50
2006	5,25	3,25	0,25	5,00
2007	4,25	4,00	0,50	5,50
2008	0,25	2,50	0,10	2,00
2009	0,25	1,00	0,10	0,50
2010	0,25	1,00	0,10	0,50
2011	0,25	1,00	0,10	0,50
2012	0,25	0,75	0,10	0,50
2013	0,25	0,25	0,10	0,50
2014	0,25	0,05	0,10	0,50
2015	0,50	0,05	0,10	0,50
2016	0,75	0,00	0,00	0,25
2017	1,00	0,00	0,00	0,25

Kaynak: http://www.global-rates.com[136]

2001 krizi sonrası Türkiye'de dış borç stoku Tablo 7'de incelendiğinde kısa vadeli borçların toplam içindeki payının 2004 yılında yüzde 20'ler seviyesine yükseldiği görülmektedir. Ancak 2007 yılından sonra azalırken 2010 yılı ile birlikte artışa geçerek, 2012 yılıyla birlikte yüzde 30 seviyesini aşmıştır. Kısa vadeli borçlanmanın son yıllarda düşme eğiliminde olmasına rağmen 1990'lı yıllarda dahi

[135] Can Fuat Gürlesel ve Kerem Alkin, **Türkiye İçin Yeni Bir Büyüme Modeli**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Türkiye Ekonomisi Araştırmaları Yayın No: 2010-21, 2010, s. 26-27
[136] http://www.global-rates.com (02 Mayıs 2017)

yüzde 30 seviyesine ulaşmamış olması kaygı vericidir. Kısa vadeli borçlanmadaki bu artışın ise özel sektörden daha doğrusu bankacılık sektöründen kaynaklandığı görülmektedir. 2001 krizi sonrası bankaların kısa vadeli borçları toplam borç stoku içerisinde yüzde 30 seviyelerinde iken son yıllarda yüzde 70 düzeyine ulaşmıştır. Özel sektörün uzun vadeli borçlarına bakıldığında kısa vadeli borçlara göre daha hızlı arttığı göze çarpmaktadır. 2002 yılında özel sektörün uzun vadeli borçları 29 milyar dolar iken 2016 yılında 202 milyar doları aşmıştır. Ancak uzun vadeli borçları, borçlu açısında incelediğimizde kısa vadeli borçlananlardan farklılıklar göstermektedir. Kısa vadeli dış borçlanmanın neredeyse tamamı bankalar tarafından yapılırken, uzun vadeli dış borçların yüzde 40 kadarı bankacılık dışı kurumlar tarafından yapılmıştır. Özel sektörün dış borçlanmasındaki artışın nedenlerinden biri de yukarıda bahsedildiği gibi yurtdışından düşük faiz ile borçlanabilme imkânının özellikle 2001 sonrası artmış olmasıdır. Bununla birlikte dış borçlanmanın dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

Tablo 7. Türkiye'de Brüt Dış Borç Stoku ve Dağılımı (Milyon ABD Doları)

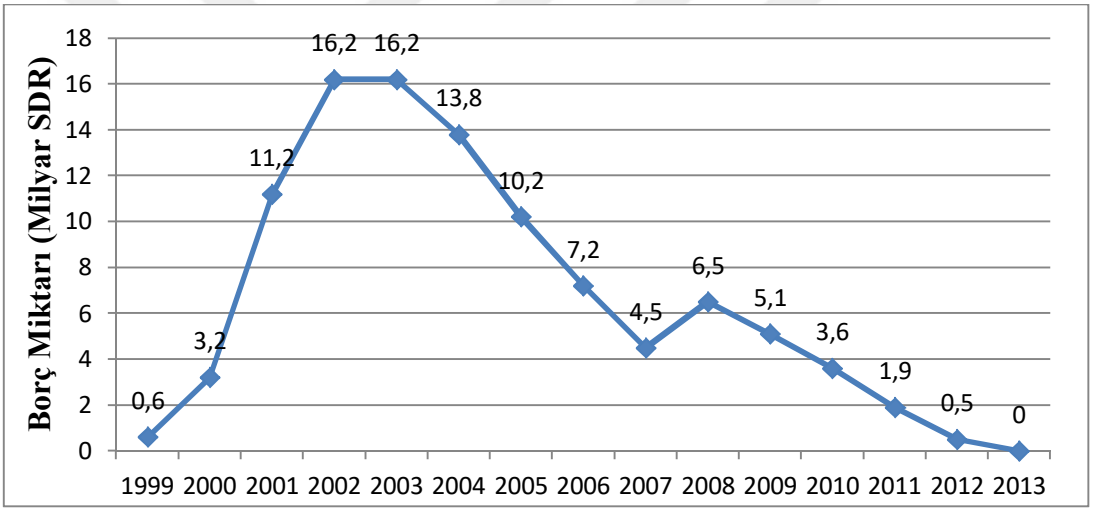
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KISA VADE	16.424	23.013	32.203	38.914	42.853	43.142	52.512	48.977	77.232	81.556	100.155	130.291	131.565	101.880	97.967
Kamu	915	1.341	1.840	2.133	1.750	2.163	3.248	3.598	4.290	7.013	11.040	17.605	17.866	14.550	16.279
TCMB	1.655	2.860	3.287	2.763	2.563	2.282	1.874	1.764	1.553	1.239	1.036	833	342	176	110
Özel	13.854	18.812	27.076	34.018	38.540	38.697	47.390	43.615	71.389	73.304	88.079	111.853	113.357	87.154	81.578
UZUN VADE	113.177	121.149	128.941	131.834	165.141	206.777	228.256	219.710	214.412	222.124	239.338	259.528	270.317	294.170	306.215
Kamu	63.618	69.503	73.828	68.278	69.837	71.362	75.086	79.915	84.819	87.266	92.983	98.340	99.845	98.569	102.932
TCMB	20.348	21.513	18.123	12.662	13.115	13.519	12.192	11.398	10.012	8.095	6.052	4.401	2.142	1.151	711
Özel	29.212	30.134	36.990	50.893	82.190	121.896	140.978	128.396	119.581	126.762	140.303	156.787	168.329	194.449	202.572
BRÜT DIŞ BORÇ STOKU	129.601	144.162	161.144	170.748	207.994	249.919	280.768	268.687	291.644	303.680	339.493	389.819	401.882	396.050	404.182
Kamu	64.533	70.844	75.668	70.411	71.587	73.525	78.334	83.513	89.109	94.279	104.023	115.945	117.711	113.119	119.211
TCMB	22.003	24.373	21.410	15.425	15.678	15.801	14.066	13.162	11.565	9.334	7.088	5.234	2.484	1.327	821
Özel	43.066	48.946	64.066	84.911	120.730	160.593	188.368	172.011	190.970	200.066	228.382	268.640	281.686	281.603	284.150
DIŞ BORÇ STOKUNUN YÜZDE DAĞILIMI															
Toplam	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Kısa Vade	12,67	15,96	19,98	22,79	20,60	17,26	18,70	18,23	26,48	26,86	29,50	33,42	32,74	25,72	24,24
Uzun Vade	87,33	84,04	80,02	77,21	79,40	82,74	81,30	81,77	73,52	73,14	70,50	66,58	67,26	74,28	75,76
Kamu	49,79	49,14	46,96	41,24	34,42	29,42	27,90	31,08	30,55	31,05	30,64	29,74	29,29	28,56	29,49
TCMB	16,98	16,91	13,29	9,03	7,54	6,32	5,01	4,90	3,97	3,07	2,09	1,34	0,62	0,34	0,20
Özel	33,23	33,95	39,76	49,73	58,04	64,26	67,09	64,02	65,48	65,88	67,27	68,91	70,09	71,10	70,30
DIŞ BORÇ STOKUNDAKİ YÜZDE DEĞİŞİM															
Toplam	14,09	11,24	11,78	5,96	21,81	20,16	12,34	-4,30	8,54	4,13	11,79	14,82	3,09	-1,45	2,05
Kısa Vade	0,13	40,12	39,93	20,84	10,12	0,67	21,72	-6,73	57,69	5,60	22,81	30,09	0,98	-22,56	-3,84
Uzun Vade	16,45	7,04	6,43	2,24	25,27	25,21	10,39	-3,74	-2,41	3,60	7,75	8,44	4,16	8,82	4,09
Kamu	36,93	9,78	6,81	-6,95	1,67	2,71	6,54	6,61	6,70	5,80	10,33	11,46	1,52	-3,90	5,39
TCMB	-9,64	10,77	-12,16	-27,95	1,64	0,79	-10,98	-6,43	-12,14	-19,29	-24,06	-26,16	-52,55	-46,56	-38,14
Özel	2,26	13,65	30,89	32,54	42,18	33,02	17,30	-8,68	11,02	4,76	14,15	17,63	4,86	-0,03	0,90

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Kamu kesimi incelendiğinde 2002 yılında kamu kesiminin kısa vadeli dış borç stoku 915 milyon dolar iken 2016 yılında 16,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli borçların toplam borç stoku içerisindeki payı ise 2002 yılında yüzde 50

seviyelerinden, günüzde yüzde 30'un altına indiği görülmektedir. Kamu kesimi uzun vadeli borç stoku 2002 yılında 63,6 milyar dolar iken 2016 yılının sonunda 102,9 milyar dolardır. Kamu kesimi borçlu açısından incelendiğinde kısa vadeli dış borçlanmanın neredeyse tamamının kamu bankalarınca yapıldığı ancak uzun vadeli dış borçların büyük bir kısmının merkezi yönetim tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

TCMB'nin aldığı dış borçlar incelendiğinden hem miktar olarak hem oran olarak ciddi miktarlarda bir azalma göze çarpmaktadır. TCMB'nin 2002 yılındaki dış borcu 22 milyar dolar iken 2016 yılında 821 milyon dolar seviyesine gerilemiştir. Bunun yanında Grafik 8'de de görüldüğü üzere, yıllardır IMF ile süregelen stand-by anlaşmaları neticesinde alınan krediler geri ödenerek 2013 yılında borçlar kapatılmıştır.



Grafik 8. Türkiye'nin IMF Borcu (1999-2013)

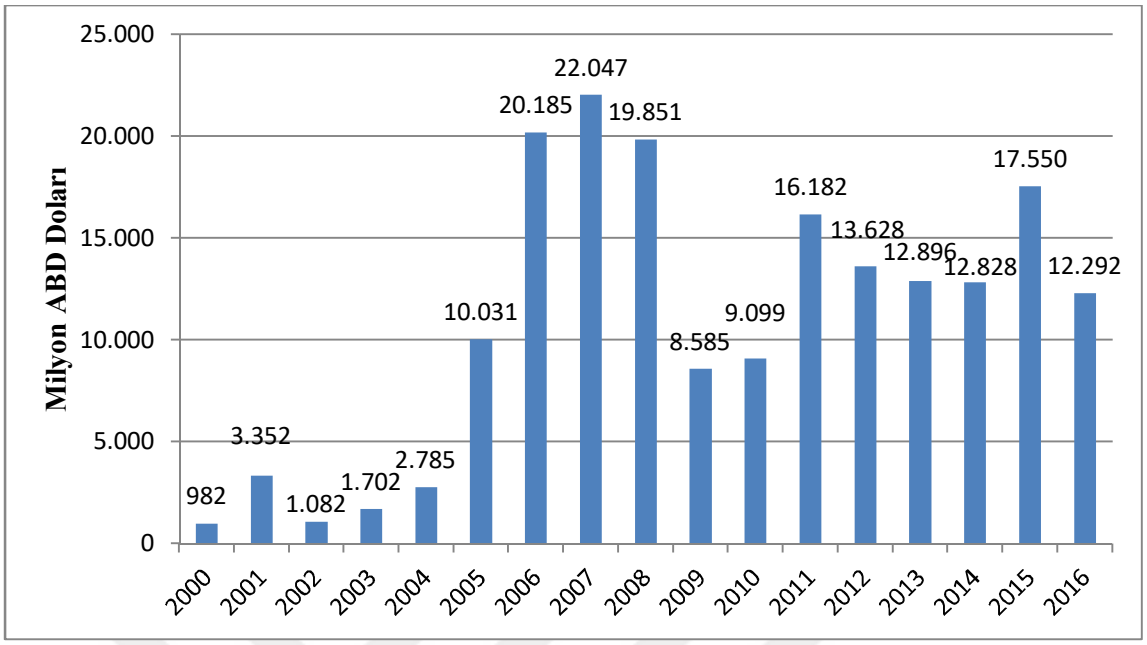
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Doğrudan yabancı yatırımlar açısından Türkiye'nin 2005 yılına kadar başarı sağladığı söylenemez. 1990'lı yıllarda ekonomik ve siyasi ortamın belirsizliklerle dolu olması 1994 ve 2001 krizleri Türkiye'nin cezbedici olmasına en büyük engel olmuştur. Yabancı yatırımcılar için yalnız makroekonomik ve siyasi belirsizlikler değil, yatırımların yasal ve hukuki zorlukları da etkili olmuştur. Üstelik 1998 Rusya krizinin etkileri ve 1999 depreminin Türkiye'de üretimi etkilemesi sonucu doğrudan yabancı yatırımların başka ülkelere yönelmesine neden olmuştur.

Buna karşın 2001 krizi sonrası uygulanan yeni politikalar, finansal sistemdeki yapısal düzenlemeler öncekilerin aksine ciddiyetle uygulandığından, ayrıca 2002 yılı sonunda yapılan seçimlerde tek parti iktidarının kurulmasıyla başlayan siyasi istikrarın ardından doğrudan yabancı yatırımlar yavaşça artmaya başlamıştır. Bunun yanında kamu kuruluşlarının özelleştirmesine hız verilmiştir. 1990-2001 yılları arasında gerçekleşen özelleştirmelerden elde edilen gelir 7.3 milyar dolar iken 2001 yılından 2008 yılına kadar özelleştirmelerden elde edilen gelir 28,9 milyar dolardır. 17 Aralık 2004 tarihinde Avrupa Birliği ile tam üyelik müzakerelerinin başlatılması ise doğrudan yabancı yatırımlar için bir dönüm noktası olmuştur. AB (Avrupa Birliği)'nin bu kararı uluslararası yatırımcıların ve uluslararası şirketlerin Türkiye'de yatırım yapmasını daha da teşvik etmiştir[137].

Grafik 9 incelendiğinde 2005 yılı ile birlikte doğrudan yabancı yatırımlardaki artış görülmektedir. 2004 yılında 2 milyar 785 milyon dolar olarak gerçekleşen doğrudan yabancı yatırımlar 2005 yılında 10 milyar doların üzerine çıkmış ve 2007 yılında en yüksek seviyesine ulaşarak 22 milyar doları aşmıştır. Ancak dünya genelinde yaşanan ekonomik kriz sonucu yabancıların yatırımları düşüşe geçmiştir. Türkiye bu krizden göreli olarak az etkilenen ülkelerden olmasına karşın 2009 yılında yabancı sermaye yatırımları önceki yıla göre yarı yarıya azalmış ve 8,5 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda dünya ekonomisindeki toparlanma ile birlikte tekrar yükselişe geçmesine rağmen Türk ekonomisi ve siyasetinde yaşanan bazı olumsuz gelişmelerle birlikte eski seviyesine ulaşamamıştır. 2016 yılında ise 12,2 milyar dolar düzeyinde yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir.

[137] Ümit İzmen, ve Kamil Yilmaz. "Turkey's Recent Trade and Foreign Direct Investment Performance", **TÜSİAD-KOÇ University Economic Research Forum**, Working Paper 0902, (March 2009), s. 19-22



Grafik 9. 2000-2016 Yılları Arasında Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Kaynak: TCMB

2016 yılında 12,2 milyar dolar olarak gerçekleşen uluslararası doğrudan yatırımların 6,7 milyar doları sermaye yatırımı, 2,1 milyar doları bu firmaların yabancı ortaklarından aldıkları krediler ve 3,9 milyar doları gayrimenkul yatırımı olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılında gerçekleşen tasfiye miktarı ise 609 milyon dolardır.

6,7 milyar dolar olan uluslararası doğrdudan yatırımların 1,7 milyar doları imalat sanayiine, 1,6 milyar doları ise mali aracı kuruluşların faaliyeterine yönelmiştir (bk. Tablo 8). 2016 yılında Türkiye'ye giriş yapan nakit sermayenin yüzde 56'sının kaynağı AB ülkeleridir. AB ülkelerinin ardından en büyük pay Asya ülkeleri, özellikle Yakın ve Orta Doğu Asya bölgesindedir (bk. Tablo 9). Yine 2016 yılı sonunda Türkiye'de 5369 uluslararası şirket ve/veya şube kurulmuş, 198 adet yerli şirkete uluslararası sermaye iştirak etmiş ve toplamda 5567 şirket Türkiye'de yatırım yapmıştır (bk. Tablo 10). Bu 5567 şirketin 3198'i Yakın ve Ortadoğu ülkelerinden 1099'u AB ülkelerinden, 379'u ise diğer Asya ülkelerindendir. 500 bin dolardan fazla yatırım yapan şirket sayısı ise 167'dir[138].

[138] Ekonomi Bakanlığı, **Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni**, Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Müdürlüğü, Şubat 2017, s. 4-7

Tablo 8. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörlere Göre Dağılımı (Milyon Dolar)

Sektörler	2012	2013	2014	2015	2016
Tarım, Avcılık, Ormancılık ve Balıkçılık	**43**	**47**	**61**	**31**	**26**
Madencilik ve Taşocakçılığı	**188**	**717**	**382**	**207**	**149**
İmalat Sanayii	**4519**	**2209**	**2742**	**4225**	**1723**
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	2201	400	451	983	587
Tekstil Ürünleri İmalatı	376	60	137	433	39
Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı	579	272	491	340	273
Makine ve Teçhizat İmalatı	32	5	4	34	24
Elektrikli Optik Aletler İmalatı	143	607	926	142	264
Motorlu Kara Taşıtı, Römork ve Yarı-Römork İmalatı	121	97	78	147	61
Diğer İmalat	1067	768	655	2146	475
Elektrik, Gaz ve Su	**773**	**1831**	**1134**	**1340**	**717**
İnşaat	**1427**	**178**	**232**	**106**	**332**
Toptan ve Perakende Ticaret	**221**	**379**	**1136**	**598**	**611**
Oteller ve Lokantalar	**16**	**59**	**24**	**11**	**261**
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	**130**	**364**	**594**	**1524**	**598**
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	**2084**	**3415**	**1470**	**3516**	**1576**
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	**174**	**128**	**252**	**171**	**212**
Sağlık İşleri ve Sosyal Hizmetler	**546**	**106**	**204**	**58**	**266**
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	**640**	**457**	**400**	**287**	**253**
Toplam	**10761**	**9890**	**8631**	**12074**	**6724**

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

Tablo 9. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Ülkelere Göre Dağılımı (Milyon Dolar)

Ülke	2012	2013	2014	2015	2016
AB Ülkeleri	**7305**	**5296**	**5328**	**7014**	**3766**
Almanya	491	1970	606	355	430
Avusturya	1519	667	31	80	361
Fransa	86	217	286	164	88
Hollanda	1381	918	2022	1184	956
İngiltere	2044	300	1051	585	961
İtalya	154	148	488	180	79
Diğer AB Ülkeleri	1630	1076	844	4466	891
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB Hariç)	**622**	**1128**	**1041**	**966**	**499**
Afrika Ülkeleri	**0**	**221**	**42**	**0**	**0**
ABD	**439**	**326**	**334**	**1619**	**391**
Kanada	**32**	**16**	**0**	**0**	**55**
Orta-Güney Amerika ve Karayipler	**20**	**1**	**0**	**11**	**2**
Asya	**2337**	**2899**	**1886**	**2464**	**2006**
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	1593	2286	1336	1317	1251
Körfez Ülkeleri	*940*	*880*	*364*	*460*	*445*
Diğer Yakın ve Ortadoğu Ülkeleri	*653*	*1406*	*954*	*850*	*804*
Diğer Asya Ülkeleri	744	613	550	1147	755
Diğer Ülkeler	**3**	**3**	**0**	**0**	**5**
Toplam	**10761**	**9890**	**8631**	**12074**	**6724**

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

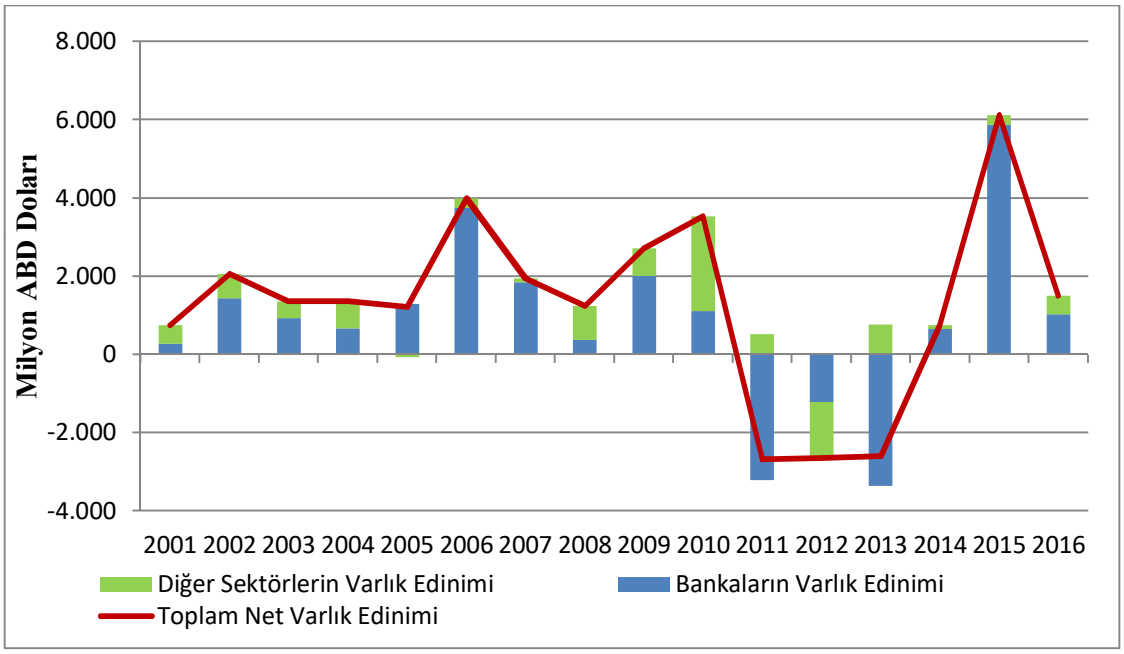
Tablo 10. Uluslararası Sermayeli Firma Sayılarının Sektörlere Göre Dağılımı

Sektörler	1954-2011 (birikimli)	2012	2013	2014	2015	2016	1954-2016 Toplam
Tarım, Avcılık, Ormancılık ve Balıkçılık	**465**	**54**	**39**	**70**	**47**	**83**	**758**
Madencilik ve Taşocakçılığı	**627**	**20**	**24**	**17**	**26**	**20**	**734**
İmalat Sanayii	**4714**	**322**	**323**	**382**	**464**	**424**	**6629**
Gıda Ürünleri ve İçecek İmalatı	501	20	16	13	15	12	577
Tekstil Ürünleri İmalatı	468	19	18	40	64	70	679
Kimyasal Madde ve Ürünlerin İmalatı	520	36	37	49	36	29	707
Makine ve Teçhizat İmalatı	395	28	28	37	28	23	539
Motorlu Kara Taşıtı, Römork ve Yarı-Römork İmalatı	249	12	11	10	20	18	320
Diğer İmalat	2581	207	213	233	301	272	3807
Elektrik, Gaz ve Su	**666**	**150**	**141**	**141**	**179**	**132**	**1409**
İnşaat	**2730**	**336**	**304**	**357**	**492**	**559**	**4778**
Toptan ve Perakende Ticaret	**9132**	**1888**	**1637**	**2171**	**2399**	**2396**	**19623**
Oteller ve Lokantalar	**1776**	**93**	**83**	**100**	**113**	**137**	**2302**
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama Hizmetleri	**2668**	**437**	**393**	**506**	**590**	**564**	**5159**
Mali Aracı Kuruluşların Faaliyetleri	**318**	**28**	**25**	**12**	**17**	**19**	**419**
Gayrimenkul Kiralama ve İş Faaliyetleri	**4683**	**693**	**642**	**718**	**964**	**933**	**8633**
Diğer Toplumsal, Sosyal ve Kişisel Hizmet Faaliyetleri	**1490**	**236**	**171**	**232**	**307**	**300**	**2736**
Toplam	**29269**	**4258**	**3782**	**4706**	**5598**	**5567**	**53180**

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı

Yabancı portföy yatırımları incelendiğinde iki temel kalem göze çarpmaktadır. Bunlardan birincisi yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında yaptıkları yatırımlardır ve ödemeler dengesinde varlık edinimi olarak kayıt altına alınmaktadırlar. Buna karşın yurtdışı yerleşiklerin yurtiçinde yaptıkları portföy yatırımları ise yükümlülük olarak kaydedilmektedir. Türkiye ekonomisindeki portföy yatırımlarının seyrini yabancıların yurtiçinde yaptıkları yatırımlar yani yükümlülükler belirlemektedir. Yabancı portföy

yatırımlarından bahsetmeden önce net varlık edinimine Grafik 10 üzerinde inceleyelim. Görüldüğü gibi son 15 yıl içerisinde varlık ediniminde en büyük paya bankalar sahiptir. Bununla birlikte yurtiçi varlık edinimi yükümlülüklere göre oldukça düşük miktarlarda seyretmektedir. Üstelik gerek portföy yatırımları hem edinim hem de yükümlülükler olarak oldukça dalgalı olduğu görülmektedir.

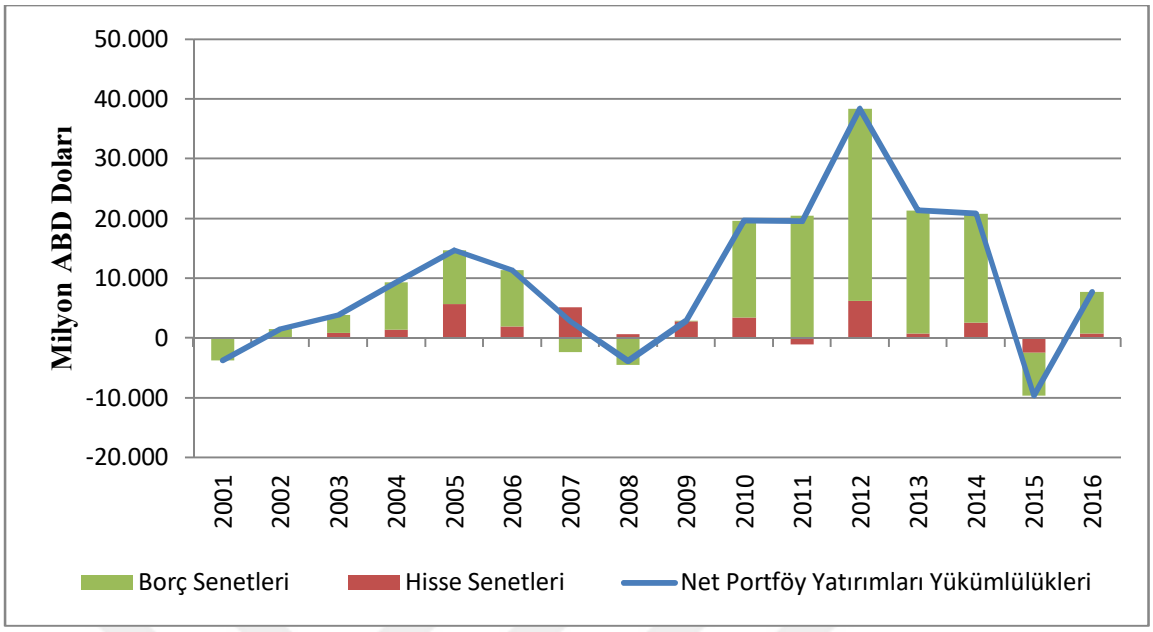


Grafik 10. Portföy Yatırımları Net Varlık Edinimi

Kaynak: TCMB

Yabancı portföy yatırımlarının son 15 yıl içerisinde oldukça dalgalı olduğu söylenebilir. 2001 krizi sonrası ülkeden çıkan yabancı yatırımcılar 2002 yılı ile birlikte tekrar Türkiye'ye dönmeye başlamıştır (bk. Grafik 11). Yabancılar 2002 yılında 16 milyon dolar değerinde hisse senedini satarak 1 milyar 519 milyon dolarlık borç senedi satın almışlardır[139]. Sonraki yıllarda net portföy yatırımları hızlanarak artmıştır. 2005 yılında AB ile tüm üyelik müzakereleri için tarih alındığından yıl sonunda 1,9 milyar dolar değerinde hisse senedi ve 9 milyar dolar değerinde DİBS (Devlet İç Borçlanma Senedi) yabancılar tarafından satın alınarak[140], net portföy yatırımları 14,7 milyar dolar seviyesine ulaşarak 2000'li yılların zirvesine ulaşmıştır.

[139] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, Aralık 2002, s. 23
[140] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2005-IV, s. 20



Grafik 11. Yurtdışı Yerleşiklerin Türkiye'de Net Portföy Yatırımları
Kaynak: TCMB

2006 yılının Mart ayında ECB ve FED'in faiz oranlarında artışa gitmesi ve bu artışların devam edeceği beklentisi ile yabancı yatırımcılar gelişmekte olan ülke piyasalarında olduğu gibi Türkiye'den de çıkmaya başlamıştır[141]. 2008 yılında yaşanan küresel gelişmeler sonucunda belirsizlik artmış, risk algısı yükselmiş, portföy ve kredilerin risk primleri yükselmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak Türkiye'den portföy kaynaklı çıkışlar gözlenmiştir[142]. Gelişmiş ülkelerin 2008 ile birlikte tekrar faiz oranlarını düşürmesi ve genişletici para politikası uygulamaları sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları artmaya başlamıştır. Bu dönemde Türkiye'nin risk primi, diğer gelişmekte olan ülke ortalamaları ile kıyaslandığında, daha iyi olduğundan yabancı portföy yatırımlarında 2010 ve 2012 yıllarında büyük artışlar olmuştur ve rekor seviyelere ulaşmıştır[143].

2015 yılı ise Çin ve enerji ihraç eden ülkelerdeki büyüme oranlarına yönelik endişeler ortaya çıkmış, Türkiye ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı portföy yatırımları negatif yönde etkilenmiştir[144]. Bunun yanında ülke ekonomisi ve

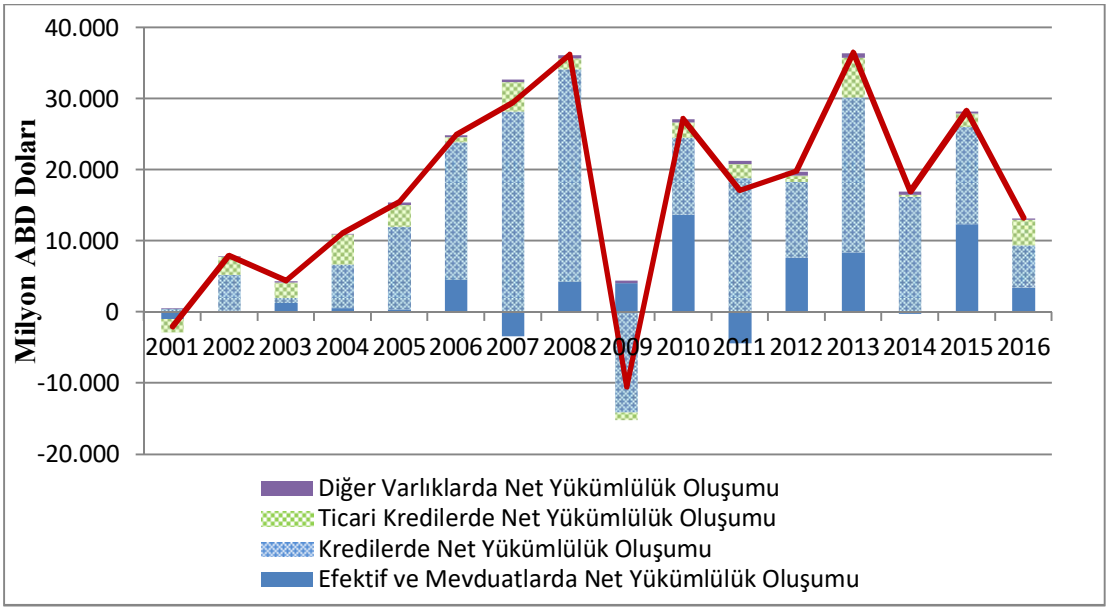
[141] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2006-I, s. 22
[142] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2008-IV, s. 21
[143] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2010-IV, s. 16
[144] TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu,** 2015-IV, s. 25

siyasetindeki gelişmeler de Türkiye'nin risk priminin diğer gelişmekte olan ülke ortalamasının altında gerçekleşmesine neden olmuştur.

Türkiye'de portföy yatırımları genel olarak değerlendirildiğinde yabancı yatırımcıların devlet tahvili ve hazine bonosuna, hisse senetlerinden daha fazla ilgi gösterdiği görülmektedir.

Ödemeler dengesi finans hesabı içerisinde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları dışında bir kalem daha vardır ki bu kalem diğer yatırımlar adı altında kredileri, ticari kredileri, efektif ve mevduatlar kalemlerini içermektedir.

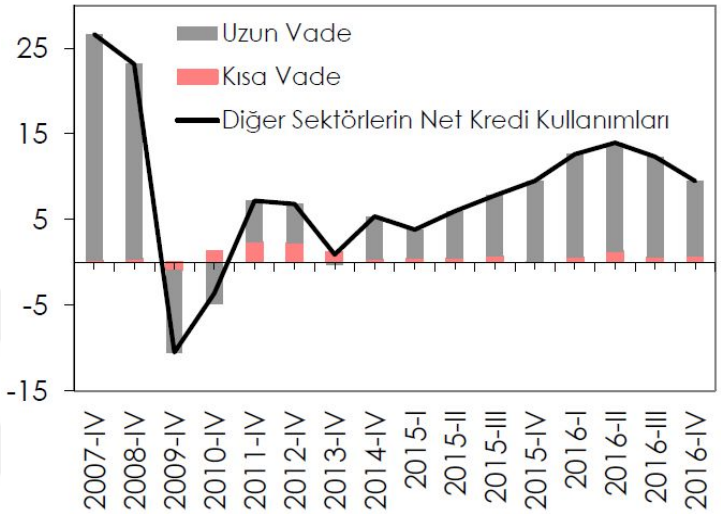
Grafik 12, doğrudan yabancı yatırım ve yabancı portföy yatırımı dışında kalan yabancı yatırımları ve türlerine göre dağılımını göstermektedir. Efektif ve mevduatlar kalemi yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye'deki mevduatlarından oluşmaktadır. Krediler ise hükümetin, merkez bankasının ve/veya bankaların kullandığı kredileri ifade eder. Ticari krediler ise şirketlerin yurtdışından aldığı kredileri göstermektedir. Grafikte de görüleceği üzere diğer yatırımlar içerisinde en büyük paya bankaların yurtdışından aldığı krediler sahiptir.



Grafik 12. Diğer Yabancı Yatırımlar

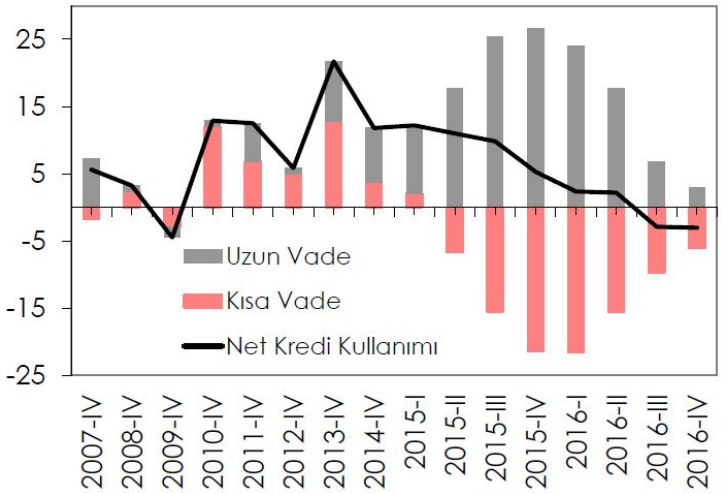
Kaynak: TCMB

Vade yapıları açısından bakıldığında Efektif ve Mevduatların son 10 yıl içerisinde daha çok uzun vadeli olduğu görülmektedir (Grafik 13). Yabancı banka ve kişilere ait mevduatlar 2009 öncesi yüksek iken 2009 yılında hızla yurtdışına çıkmıştır. Sonraki yıllarda yavaşça artmışsa da 2016 yılında tekrar azalışa geçmiştir.

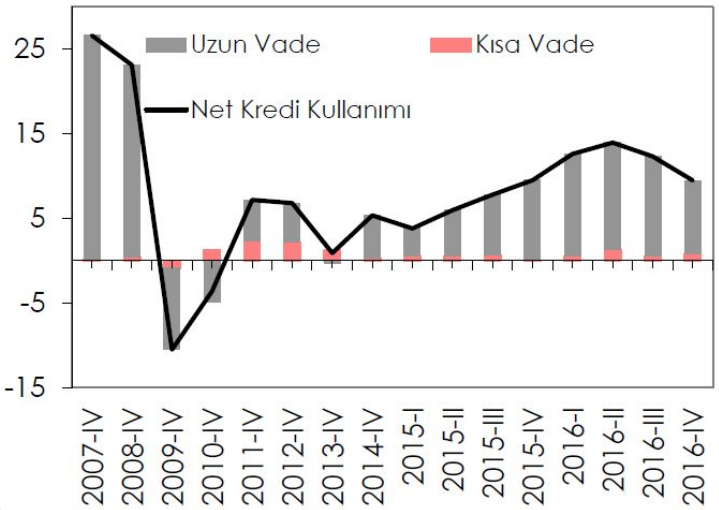


Grafik 13. Efektif ve Mevduat Yükümlükleri (Milyar ABD Doları)
Kaynak: TCMB

Türkiye'ye kredi girişleri incelendiğinde 2009'da ve 2016 yılının ortalarından sonra bankacılık sektörüne net girişler eksiye dönmüştür (Grafik 14). Buna yanında diğer sektörlerin dışardan kredi kullanımı da azalmaya başlamıştır (Grafik 15).



Grafik 14. Bankaların Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları)
Kaynak: TCMB



Grafik 15. Diğer Sektörlerin Net Kredi Kullanımı (Milyar ABD Doları)
Kaynak: TCMB

2016 yılının son çeyreğinde bankalar 253 milyon dolar krediyi geri öderken, diğer sektörler 714 milyon dolar net kredi kullanmışlardır[145].

2.4. SERMAYE HAREKETLERİNİN TÜRKİYE EKONOMİSİNDE BÜYÜMEYE ETKİSİ

1990'lı yıllarla birlikte artan yabancı sermaye akımları gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler dengesini rahatlatmıştır. Yatırım için gerekli sermayeyi bulmakta zorlanan bu ülkeler yeni akımlarla yatırımlarını kayda değer şekilde artırmışlardır. Önceki bölümlerde de bahsedildiği gibi özellikle DYSY'nin etkileri hem teorik hem de ampirik çalışmalarda diğer yabancı sermaye akımlarına göre daha etkili olduğu kabul edilmiştir. Buna karşın son yıllarda doğrudan yatırımların etkisinin giderek azaldığını savunan çalışmalar da mevcuttur. Dünya genelinde yeterli miktarda sermaye akımı olduğu kabul edildiğinde, DYSY'nin büyüme üzerindeki etkisinin neden zayıfladığı sorusu, yeni araştırmaların yolunu açmaktadır.

Sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkisinin zayıflaması yabancı sermayenin yeni yatırımlara etkin şekilde yönlendirilememesi, uluslararası rezervlerin

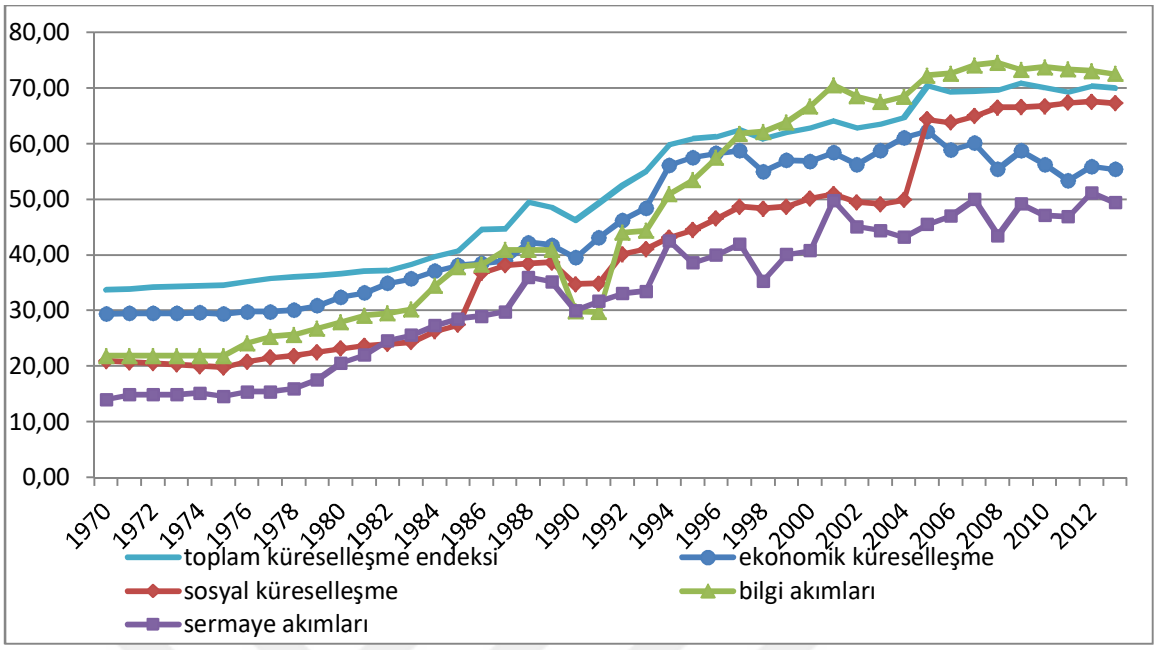
[145] TCMB, **Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu**, 2016-IV, s. 12-13

arttırılmak istenmesi ya da yerli yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek adına sermayesini yurtdışına çıkarması gibi nedenlere bağlıdır.

Yabancı yıtırımcıların davranışları incelendiğinde yatırımları finanse etmekten çok riskleri azaltmak adına portföy çeşitlendirmesine gittikleri görülmektedir. Bu nedenle artan yabancı portföy yatırımları gelişmekte olan ülkeler için yatırımlarını finanse etmekte daha sık başvurulan bir yöntem haline gelmektedir. Doğrudan yatırımlar ise yeni bir alanda yani sıfırdan yatırım yapmak yerine birleşmelere veya mevcut satın alımlara yönelmekte, böylelikle portföy yatırımlarının karakteristik özelliklerini almaktadır. Sermaye hesabını liberalleştiren ve küreselleşmeye kapılarını açan gelişmekte olan ülkeler ise bu uluslararası akımlarla başa çıkmak ve doğru yönlendirmek için çaba sarfetmektedirler[146].

İç tasarrufları yetersiz olan Türkiye de büyüme hedeflerine ulaşabilmek ve uluslararası rekabette yerini alabilmek adına uluslararası sermayeye kapılarını açmış, pek de hızlı sayılamayacak şekilde küreselleşme sürecine dahil olmuştur. Grafik 16'da Türkiye için belli konuları kapsayan KOF (Konjunktur-forschungsstelle) küreselleşme endeksi verilmiştir. Bu endekste bilgi akımı, internet ve televizyon kullanımı ile gazete satışları sonucu bilginin dolaşımı gösterilmiştir. Sosyal küreselleşme, bilgi akımına ek olarak yurtdışı ile mektuplaşmalar, Türkiye'de yaşayan yabancı vatandaşlar, gelen ve giden turist sayıları ile telefon trafiği gibi değişkenlerden oluşmaktadır. Sermaye akımları ise ticaret, doğrudan yabancı sermaye yatırımları stoku, portföy yatırımları ve yabancılara yapılan gelir transferlerini içermektedir. Ekonomik küreselleşme, sermaye akımları ile ticarete koyulan engelleri, tarifeleri ve bu ekonomik aktivitelerden alınan vergilerini endekse dahil etmektedir. Toplam küreselleşme endeksi ise ekonomik, sosyal, politik alan olmak üzere her anlamda Türkiye'nin dünya ile entegrasyonunu ya da diğer bir ifadeyle dünyaya ne kadar açık olduğunu göstermektedir.

[146] Mody ve Murshid, s. 250-251



Grafik 16. Türkiye İçin KOF Küreselleşme Endeksi

Kaynak: ETH-Zürich[147]

Grafikten de anlaşılacağı üzere Türkiye'de 1980'li yıllarda dışa açıklık yavaşça artmaya başlamıştır. 90'lı yılların başından itibaren ivme kazanmış ancak özellikle sermaye akımlarındaki dalgalanma ön palana çıkmıştır. 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz ile birlikte hem Türkiye hem de bütün dünya ülkeleri için küreselleşme seviyesi yatay bir seyir izlemiş, sermaye akımları miktar olarak azalmıştır. Buna karşın Türk halkı gerek sosyal gerek kültürel açıdan dünya ile daha hızlı bütünleşmiştir.

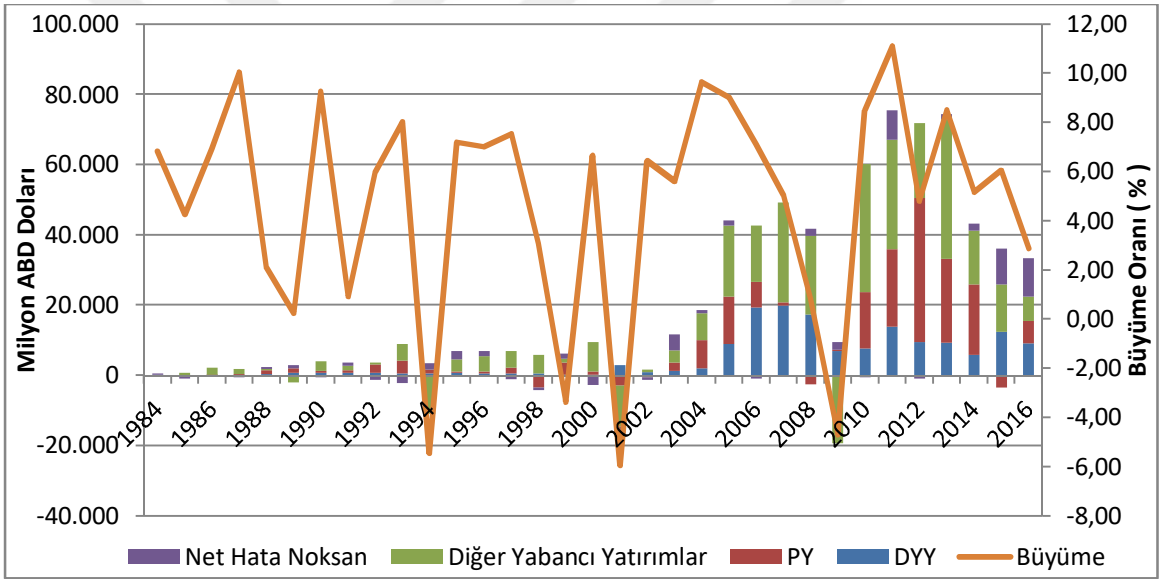
Bir de Türkiye'nin dünya ile bütünleşmesi karşısında sermaye hareketleri ile büyüme ilişkisine göz atalım. Grafik 17'de 1984-2016 yılları arasında Türkiye'ye yönelen sermaye akımları verilmiş ve bu yıllarda büyüme oranları gösterilmiştir. 1980 sonrası uygulanan liberalleşme politikalarının sermaye akımları açısından ciddi bir etkisi görünmemektedir. Ancak 1989 yılı ile birlikte bir kıpırdanma gözlenmekte, buna karşın 2004 yılına kadar büyük miktarlarda sermaye hareketleri gözlenmemektedir.

2004 yılı sonrasında sermaye akımlarında ciddi bir artış yaşanmıştır. Ancak yabancı sermaye akımları içerisinde doğrudan yabancı yatırımların payı kısıtlı kalmıştır. Özellikle 2005 ve 2008 yılları arasında doğrudan yabancı yatırımların arttığı görülmekte

[147] Eidgenössische Technische Hochschule (ETH-Zürich), KOF Index of Globalization, http://globalization.kof.ethz.ch/ (06 Haziran 2017)

ancak istenilen düzeye ulaşılamamıştır. Son on yıl içerisinde sermaye akımlarının bileşimi incelendiğinde portföy yatırımlarının ve dış borçların önemli bir yer kapladığı görülmektedir.

2000'li yıllardan önce sermaye akımları miktar olarak az olduğundan büyüme ile ilişkisi, bu grafik üzerinde açık şekilde okunamamaktadır. 2000'li yıllardan sonra ise ilişkinin varlığı oldukça belirgindir. Teorik yaklaşımlarda sermaye akımlarının mı büyümeyi, büyümenin mi sermaye akımlarını belirlediği tartışılan bir konudur. Grafikteki veriler yıllık olduğundan gecikmeleri görmek mümkün değildir. Buna karşın ekonomik büyüme ile yabancı sermaye girişinin ilişkisi için birbirin olmazsa olmazıdır denilebilir.



Grafik 17. Türkiye'de Yabancı Sermaye Akımları ve Büyüme

Kaynak: TCMB, IMF

Türkiye'ye yönelen sermaye akımlarının büyük bir kısmı portföy ve borç akımları olduğundan, büyümeye giden yolda hangi kanalları izlediği önem kazanmaktadır. Bundan sonraki bölümlerde parasal aktarım kanalları inecelenek ve sermaye akımlarının özellikle kredi kanalı yoluyla büyümeye etkisi değerlendirilenecektir.

3. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI VE TÜRKİYE'DE AKTARIM KANALLARININ ETKİNLİĞİ

3.1. PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI

Son yıllarda hem iktisatçılar hem de siyasetçilerin ekonominin ve enflasyonun stabilize edilmesinde para politikalarının önemine vurgu yaptığı görülmektedir. Maliye politikaları ise 1970'lı yıllardan bu güne para politikası karşısındaki cazibesini yitirmeye başlamıştır. Bunun nedenleri arasında maliye politikasının neden olduğu bütçe açıkları, vergilendirme ile harcama kararlarının zamanlamasının üretimi teşvik edecek nitelikte olduğu konusundaki şüphelerdir. Maliye politikası konusunda bu tartışmalar sürerken para politikası ise makroekonomi politikalarının merkezine oturmuştur.

Para politikası yeri geldiğinde çok güçlü bir araç olabilmekte ancak bazen istenmeyen veya beklenmeyen sonuçlara yol açabilmektedir. Bu nedenle para otoriteleri zamanlama ve etkileri konusunda hassas davranmak ve mekanizmaları iyi analiz ederek hangi para politikalarının ekonomiyi etkileyeceğini kestirmek zorundadırlar[148].

Son otuz yıl içerisinde finansal piyasaların işleyişinde değişiklikler olduğu gibi para politikalarında da değişimler yaşanmıştır. Yapılan araştırmalar para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediği konusundaki fikirleri değişime uğrattığı gibi parasal aktarım mekanizması anlayışında da önemli değişimlere neden olmuştur. Bu bağlamda parasal aktarımı iki temel yaklaşım şeklinde kategorize etmek mümkündür.

Bunlardan birincisi neoklasik yaklaşımdır ve finansal piyasaların kusursuz çalıştığı varsayımı üzerine kurulmuştur. Geleneksel olarak nitelendirilebilecek bu yaklaşım modelleri yatırım, tüketim ve uluslararası ticaret davranışlarını merkeze alarak inşa edilmişlerdir. Bu davranışları temel alarak neoklasik aktarım mekanizmalarını doğrudan hedef aldıkları yatırım, tüketim ve uluslararası ticarete etkilerine göre sınıflandırması yapılmaktadır. Yatırım için belirleyici olan kanal faiz oranları kanalıdır ve sermayenin kullanım maliyetini etkileyerek ekonomi üzerinde etki yaratmaktadır.

[148] Frederic S. Mishkin, "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4 (Autumn, 1995) s. 3-4

Faiz oranları aynı zamanda Tobin'in q kanalı ile de yakından ilişkilidir. Tüketim için belirleyici olan kanallar ise servet etkisi ve zamanlar arası ikame etkisi kanallarıdır. Uluslararası ticaret ise döviz kuru kanalı üzerinden doğrudan etkilenmektedir.

İkinci yaklaşım ise neoklasik olmayan yaklaşımdır ve bu yaklaşım finansal piyasaların kusursuz olamayacağını kabul ederek aktarım mekanizmasını açıklamaya çalışır. İkinci yaklaşım daha ziyade kredi görüşü olarak anılmaktadır.

Kredi görüşüne göre aktarım kanalları devlet müdahalelerinden ve/veya asimetrik bilgi ve piyasa bölünmesi sorunlarının neden olduğu özel piyasa aksaklıklarından ortaya çıkmaktadır. Bu durum ise finansal piyasaların etkin çalışmasına engel olmaktadır. Kredi görüşünde aktarım kanalları temelde üç ana sınıfa ayırmak doğru olacaktır. Bunlardan ilki devletin kredi piyasalarına müdahale etmesi sonucu kredi arzında ortaya çıkan etkidir. İkincisi ise banka temelli kanallardır. Banka temelli kanalları da bankaların borç verme ve banka sermayesi kanalı şeklinde ikiye ayırmak mümkündür. Üçüncü olarak ise firma ve hanehalklarını etkileyen bilanço kanalları sayılabilir[149].

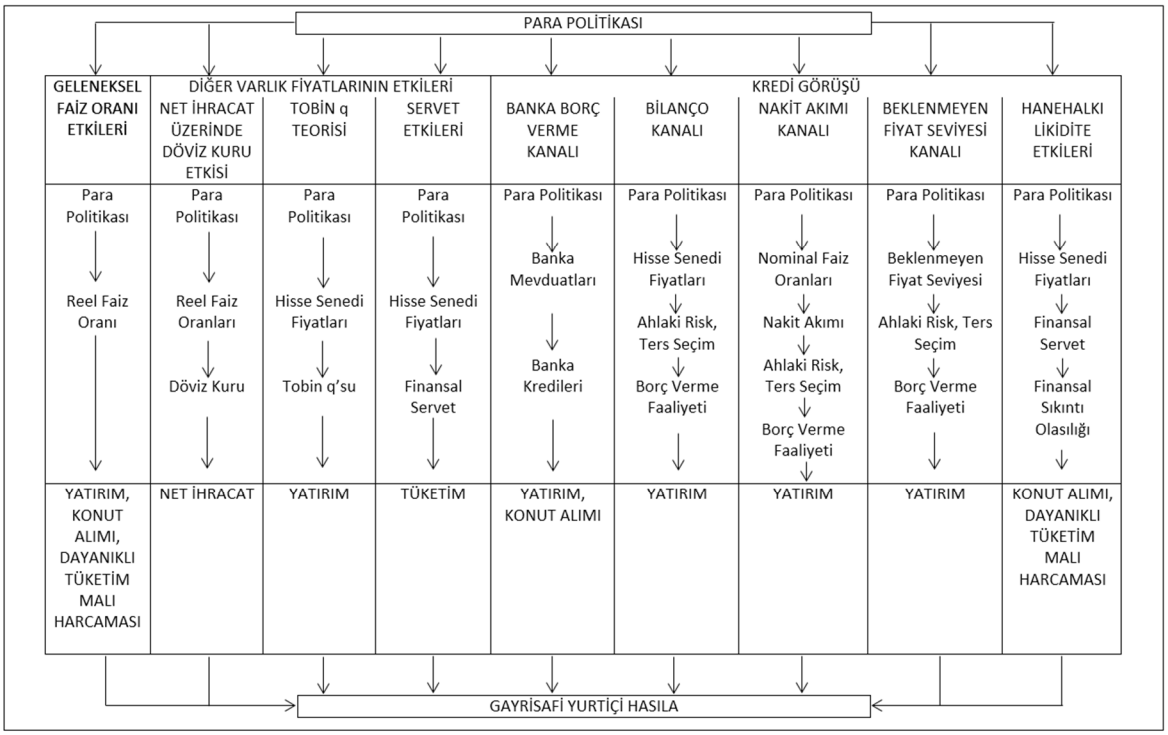
Aktarım mekanizmasını daha iyi kavrayabilmek adına başlıklara ayırarak incelemekte fayda vardır. Aktarım kanallarını başlıklara ayırırken Frederic S. Mishkin'in yapmış olduğu sınıflamayı (bk. Şekil 1) temel alarak ilerlemek konunun daha kolay anlaşılmasına yardımcı olacaktır.

3.1.1. Geleneksel Faiz Oranı Etkileri

Parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı yaklaşımının temelleri Hicks tarafından atılmış olsa da geleneksel Keynesyen IS-LM modelin merkezini oluşturur. Bu geleneksel Keynesyen bakış açısına göre parasal bir genişleme toplam çıktının artmasına neden olmaktadır. Bu modelde parasal genişlemenin faiz oranı kanalını izleyerek büyümeye katkı sağladığı savunulmaktadır.

[149] Jean Boivin, Michael T. Kiley ve Frederic S. Mishkin, "How Has the Monetary Transmission Mechanism evolved Over Time?", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 15879, (April 2010), s. 1, 5

Para tabanındaki bir genişleme kısa dönem nominal faiz oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Kısa dönem nominal faiz oranındaki düşüş ise uzun dönemde nominal faiz oranının da düşmesi sonucunu doğuracaktır. Nominal faiz oranlarındaki bu değişime nominal fiyatların daha geç uyum sağlaması nedeniyle kısa ve uzun dönem reel faiz oranlarının da düşmesine neden olacaktır. Burada can alıcı nokta fiyatların yapışkan olduğunun kabul edilmesidir. Böylelikle kısa dönemde nominal faiz oranındaki değişim fiyatların geç intibak etmesiyle kısa dönem reel faizin de değişmesine neden olmaktadır[150].



Şekil 1. Para Politikası ve GSYH Arasındaki İlişki: Parasal Aktarım Mekanizması
Kaynak: Miskin ve Serletis, (2010), s. 619

Rasyonel beklentiler hipotezinde ise uzun dönem faiz oranının aslında gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranının ortalaması olduğu vurgulanmaktadır. Bunun anlamı kısa dönem reel faiz oranının düşmesi sonucu uzun dönemde de reel faiz oranı düşecektir ya da diğer bir ifadeyle kısa dönem reel faiz oranının yükselmesi uzun dönem reel faiz oranının yüksek olmasına neden olacaktır. Bu konuda Modigliani ve Shiller 1973 yılında yaptıkları çalışma ile uzun dönem faiz oranlarının, kısa dönem faiz

[150] Peter N. Ireland, "The Monetary Transmission Mechanism" **Federal Reserve Bank of Boston Working Paper Series**, No. 06-1, 2006, s. 3

oranları ortalaması olması beklentisinin rasyonel olup olmadığını test etmişleridir ve test ettikleri model neticesinde pozitif bulgular elde etmişlerdir[151]. Sonuç olarak, reel faiz oranlarında bir azalma olduğunu varsayarsak firmaların sabit yatırımlarını, konut yatırımını, stok yatırımlarını, dayanıklı tüketim malı harcamalarını, kısaca toplam üretim seviyesini arttıracağını söyleyebiliriz.

Bir diğer husus ise harcamalara etkisi açısından reel faizin nominal faize oranla daha etkili olduğudur. Nominal faiz sıfır olduğu noktada dahi parasal bir genişleme neticesinde beklenen fiyatlar seviyesi ve dolayısıyla enflasyon yükseleceğinden reel faiz oranında bir düşüş söz konusu olabilecektir. Reel faiz yapısı gereği nominal faiz ile enflasyon oranı arasındaki farka eşit olduğundan nominal faiz değişmezken enflasyon oranındaki artış reel faizin azalmasına neden olacaktır. Sonuç olarak nominal faizler sıfır seviyesinde de olsa para politikası faiz oranı kanalıyla ekonomiyi canlandırabilecektir.

Özet olarak parasal bir genişleme (M) fiyatlar genel seviyesini (P) artıracak ve dolayısıyla enflasyonda (π) bir artışa yol açacaktır. Enflasyondaki artış yukarıda da bahsedildiği gibi nominal faiz oranları sabit kalsa dahi reel faiz oranın (i_r) azalması ile sonuçlanarak yatırım (I) ve toplam çıktının (Y) artmasına neden olacaktır. Faiz oranı kanalını şu şekilde özetlemek de mümkündür:

$$M\uparrow \Rightarrow P\uparrow \Rightarrow \pi\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Faiz kanalının önemi konusunda çeşitli ekonomistler değerlendirmelerde bulunmuştur. Örneğin John Taylor tüketim ve yatırım harcamalarının, parasal aktarım mekanizması faiz kanalından etkilendiğini ve buna dair ampirik bulgular olduğunu savunmaktadır. Ancak buna karşın bazı iktisatçılar faiz kanalı etkisinin zayıf olduğunu kanıtlayan çalışmaların da varlığına dikkat çekmektedir. Ben Bernanke ve Mark Gertler gibi iktisatçılar ise diğer aktarım kanalları etkinliğinin daha fazla olduğunu savunmuşlardırlar. Bu geleneksel faiz kanalı yaklaşımının dışında kalan aktarım

[151] Franco Modigliani ve Robert J. Shiller, "Inflation, Rational Expectations and The Term Structure of Interest Rates", **Economica, N.S.** , Vol. 40, No. 157 (Feb., 1973), s. 42

kanallarını ise iki ana kategoriye ayırmak mümkündür. Bunlardan ilki faiz dışındaki varlık fiyatları üzerinden diğeri ise kredi piyasası üzerinden işleyen kanallardır[152].

3.1.2. Diğer Varlık Fiyatlarının Etkileri

Monetarist iktisatçılar birçok varlık fiyatı söz konusu iken yalnız faiz oranının dikkate alınmasına karşı çıkmış ve Keynesyen yaklaşımı eleştirmişlerdir. Bu nedenle monetaristler, diğer varlık fiyatlarının yanında reel servetin de ekonomiyi etkilediğini savunmuşlardır. Varlık fiyatlarını incelerken özellikle tahvil, hisse senedi ve döviz kuru üzerinde ampirik çalışmalar yapmışlardır.

3.1.2.1. Net İhracat Üzerinde Döviz Kuru Etkisi

Döviz kurundaki değişmeler reel ve finansal piyasaları etkilediği gibi birey ve firmaların hem yatırım hem de harcama kararlarını etkilemektedir. Bu durum özellikle cari açık sorunu olan az gelişmiş ülkelerde büyük bir öneme sahiptir. Lars Svensson'a göre açık ekonomilerde döviz kuru kanalı önemli bir aktarım mekanizması kanalıdır. Reel döviz kuru ilk olarak mal ve hizmet fiyatları üzerine etkili olurken, bu mal ve hizmetlerin hem iç hem de yurt dışı talebini etkilemektedir. Dalayısıyla reel döviz kurunun toplam talebe de etki ettiğini söylemek mümkündür. Diğer taraftan ithal edilen malların yerli para cinsinden fiyatını doğrudan etkileyerek tüketici fiyat endeksine ve enflasyona etki etmektedir[153]. Svensson'un çalışmasında asıl nokta küçük ekonomilerde dahi döviz kuru kanalının iyi çalıştığı ve toplam hasılaya pozitif yönde katkı sağladığıdır. Yapılan diğer çalışmalar da benzer sonuçlar elde etmekte ve döviz kuru kanalının reel faiz oranları ile toplam hasıla arasında etkili bir bağlantı ortaya çıkardığını göstermektedir[154].

Bu etki küreselleşmenin de hız kazanması ve giderek daha fazla ülkenin dalgalı kur rejimini benimsemesi neticesinde para politikasının döviz kuru üzerindeki etkileri

[152] Frederic S. Miskin ve Apostolos Serletis, "**The Economics of Money, Banking and Financial Markets**" 4th Canadian Edition, Canada: Pearson, 2010, s. 617-618
[153] Lars E.O. Svensson, "Open-Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, Vol. 50, Issue. 1, (February 2000), s. 158
[154] John B. Taylor, "The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules", **Central Bank of Chile Working Paper**s, No: 87, December 2000, s. 20

önem kazanmıştır. Bu noktada para politikası yine faiz kanalı üzerinden döviz kuruna etki etmektedir.

Örneğin reel faiz oranlarının düştüğü bir ortamda yerli para cinsinden mevduatlar çekiciliğini kaybettiğinden bireyler yabancı paraya yöneleceklerdir. Bu durumda yerli para değer kaybedecek YP ise değer kazanacaktır. Dövizin değer kazanması ve yerli paranın değer kaybetmesi yerli malların YP cinsinden değerini düşüreceği için ülkenin ihracatı artacak ve ithalatı da azalacaktır. Böylelikle net ihracat artmış olacak bu durum da üretim artışı ile büyümeye olumlu etki yaratacaktır[155].

Sonuç olarak para tabanındaki (M) bir genişleme reel faiz oranlarının (i_r) düşmesine neden olacaktır. Faiz oranlarındaki bu düşüş yerli para cinsinden mevduatların (E) değerini azaltacağından yerli para değer kaybederken YP'nin değer kazanmasına ve net ihracatın (NX) artmasına yol açacaktır. Net ihracatta yaşanacak pozitif gelişmeler toplam çıktının (Y) da artması anlamına gelmektedir.

$$M\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow E\downarrow \Rightarrow NX\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

3.1.2.2. Tobin'in q Teorisi

Bu teoriye adını veren James Tobin'dir. Tobin q teorisi hisse senedi fiyatlarındaki değişimler neticesinde ekonominin ne yönde etkileneceğini açıklamıştır.

James Tobin'in kurduğu bu modelde "q" firmaların piyasa değerinin, sermayenin yerine konulma maliyetine bölünmesi ile elde edilir. "q" değerinin yükseliyor olması firmaların değerinin sermayenin yerine konma maliyetine göre artıyor olduğunu ortaya koyar. Böylelikle firmaların yeni sermayeyi daha ucuza yaratması imkânı doğar. Bu durumda firmalar hisse senedi arz ederek yatırım harcamalarını finanse ederken maliyetleri azalacaktır. Ancak belirtmek gerekir ki maliyetler değer olarak değil, firmanın arz edeceği hisse senetlerinin değeri arttığından, karşılaştırmalı olarak azalmış olacaktır. Daha az hisse senedi arzı ile daha fazla yatırım yapabileceğini

[155] Birgül Cambazoğlu ve Hacer Simay Karaalp, "Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniveristesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 19 Sayı. 2, (2012), s. 57, 64-65

fark eden firmalar yatırım harcamalarını arttıracak ve yeni yatırımlara yönelebileceklerdir[156].

James Tobin 1969 yılında yapmış olduğu çalışmada para politikasının etkilerini tartışmıştır. Kurduğu modelde, parasal politikaların ve değişmelerin hangi yollarla hisse senedi ve tahvillerin fiyatlarını değiştireceği üzerinde durmuş ve etkisini ölçmüştür. Bulgular ışığında para politikasının varlık fiyatları üzerinde etkili olduğu ve bu konuda bir şüpheye yer olmadığı ve para politikasının bu yolla toplam talebe etki ettiği vurgulanmıştır[157].

Peki genişletici bir para politikası Tobin q teorisi çerçevesinde toplam çıktıya nasıl etki eder? Genişletici bir para politikası sonucunda para tabanı (M) genişleyeceğinden faiz oranlarının (i) düşeceği daha önce belirtmiştik. Faiz oranlarının düşmesi sonucunda bireyler, paralarını getirisi daha yüksek olan hisse senedi ve tahvile (P) yönlendirmektedir. Hisse senetlerine olan talepte bir artış hesse senedi fiyatlarını yükseltecektir ve fiyatlardaki yükseliş Tobin'in bahsettiği q değerini arttıracaktır. Böylelikle firmalar daha yüksek miktarda yatırım harcaması (I) yapacak ve bu da toplam harcamalarda (Y) ya da diğer bir ifadeyle toplam hasılada artışa yol açacaktır[158].

$$M\uparrow \Rightarrow i_r\downarrow \Rightarrow P\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

3.1.2.3. Servet Etkisi

Servet etkisi parasal aktarım mekanizmasında alternatif bir inceleme konusudur. Servet etkisi yaklaşımında varlık fiyatlarındaki değişimin tüketici harcamalarına etkisi konu edilmektedir. Ekonomide ve para politikasındaki değişmelerin varlık fiyatlarını değiştireceği ve dolayısıyla varlık fiyatlarındaki değişmelerin hanehalkı harcamalarında bir değişime yol açacağı vurgulanmaktadır.

Ekonomi literatüründe geçmişten günümüze para politikasının tüketim harcamalarını ne yönde etkileyeceği çokça tartışılan bir konudur. Reel servet kanalı,

[156] Frederic S. Mishkin, The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 8617, December 2001, s.1-2
[157] James Tobin, "A General Equlibrium Aproach to Monetary Theory", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 1, No. 1 (February 1969), s. 29
[158] Mishkin, "The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy", s. 2

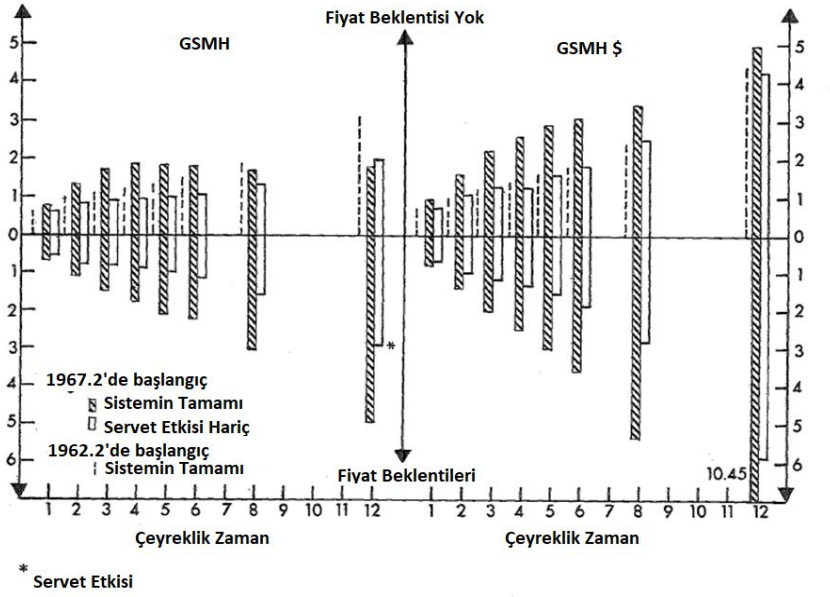
özünde Pigou'nun analizlerine dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre, ekonomilerdeki fiyat değişimleri iktisadi aktörlerin servetlerinin değerini etkilemektedir. Bireylerin tüketimini belirleyen unsur olan servet, elde tutulan sermaye veya aktiflerin boyutunu ifade eder. Buna göre mal ve hizmet fiyatlarındaki bir düşüşle kişilerin serveti artacağından tüketimi de artacaktır. Tersi durumda da tüketim azalacaktır. Bu noktada para arzındaki artış, fiyatlar genel seviyesini yükselterek servet etkisiyle tüketimi kısacaktır. Bu etkinin bir diğer önemli sonucu da ekonomide faizler değişmese bile, tüketimde oluşan bu tepki ile para arzındaki artışın sonuçlarının kısıtlanabileceğidir. Bu mekanizma genel olarak Pigou etkisi veya reel balans etkisi olarak da adlandırılabilir.[159]

Servet etkisini incelerken Franco Modigliani'nin modeli önemli bir yer kaplamaktadır. Bu model, bireylerin harcamalarını belirleyen değişkenin servetleri olduğuna vurgu yapmaktadır[160]. Modigliani'ye göre kişilerin servetleri çeşitli finansal bileşenlerden oluşmaktadır ancak hisse senetleri yapmış olduğu çalışmalar içerisinde önemli bir yer tutmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatları yükseldiğinde bireylerin servetleri de artacağından tüketim harcamaları da doğal olarak etkilenecek ve artacaktır. Kısa dönem faiz oranları uzun dönem beklenen faiz oranlarını etkilemektedir. Uzun dönemde faiz oranlarının düşeceği beklentisi bireyleri servetlerini koruyabilmek amacıyla hisse senedi almaya yöneltmekte, bu durum ise hisse senedi fiyatlarının artması ile sonuçlanmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatı arttığında bireylerin serveti yani gelirleri artmış olduğundan daha fazla tüketim yapmak isteyeceklerdir.

Franco Modigliani 1971 yılında yapmış olduğu çalışmasında, servet etkisini temel alarak para politikasındaki değişmelerin büyüme üzerinde nasıl bir etkiye yol açtığını incelemiştir. Grafik 18'de görüldüğü üzere Modigliani para arzının GSMH üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Grafikte yer alan sol bölüm GSMH çarpanını ele alırken sağ tarafta cari GSMH gösterilmiştir. Diğer taraftan şeklin üst bölümü çarpan etsini fiyat beklentilerini dışlayarak hesaplamış, alt bölümde ise fiyat beklentileri dahil edilmiştir. Son olarak ise siyah sütunlarda servet etkisi dahil edilirken beyaz sütunlarda servet etkisi dahil edilmemiştir. Buna göre, para arzında iki milyar dolarlık bir değişim

[159] Nazım Öztürk, **Para Banka Kredi**, 2. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2014 ss: 257-258.
[160] Sydney Ludvigson, Charles Steindel ve Martin Lettau, "Monetary Policy Transmission Through The Consumption – Wealth Channel", **FRBNY Economic Policy Review**, (May 2002), s.117

meydana geldiğinde GSMH değişmekte ancak servet etkisi bu değişimin daha büyük olmasına neden olmaktadır[161].



Grafik 18. GSMH Üzerinde Servet Etkisi

Kaynak: Modigliani, 1971, s. 51

Parasal aktarım mekanizması içinde servet etkisi tam şu şekilde çalışmaktadır: Parasal bir genişleme (M) sonucunda hisse senetlerinin (P_s) fiyatı yükseleceğinden, hisse senedi sahibi bireylerin bu fiyat artışı nedeniyle finansal servetlerinin değeri artacaktır. Serveti artan bireyler ise daha fazla tüketim harcaması (C) yapacaklarından toplam hasıla (Y) artacaktır[162].

$$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow servet \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3.1.3. Kredi Görüşü

Birçok ekonomist para politikasının reel ekonomiyi en azından kısa dönemde etkilediği konusunda hem fikirdir. Yapılan araştırmaların sayısı oldukça fazla olmakla birlikte birçoğu para politikalarının etkisini ortalama iki yıl gibi bir süreyle

[161] Franco Modigliani, "Monetary Policy and Consumption", **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Conference Series No. 5, Massachusetts: Federal Reserve Bank of Boston, June 1971, s. 50-52
[162] Frederic S. Mishkin, "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 5464, Cambridge, February 1996, s. 7

kısıtlamaktadır. Buna karşın para politikasının bu etkiyi hangi yollardan yarattığı konusunda ortak bir düşünce ortaya konamamıştır.

Geleneksel para politikası yaklaşımı tarafında birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmalar ışığında politikacılar para politikasının kısa dönem faiz oranı vasıtasıyla sermayenin kullanım maliyetine ve dolayısıyla dayanıklı tüketim malı, konut, stok ve yatırım harcamalarına olan etkisini bilmekte ve kullanmaktadır. Diğer bir ifadeyle toplam talebin uyarılması yoluyla üretim seviyesi değiştirilebilmektedir. Ancak yapılan ampirik çalışmalarda toplam harcamaların bileşenlerini etkileyen faiz oranı duyarlılığının hesaplanması ve neoklasik sermaye kullanım maliyetinin tanımlanması noktasında büyük zorluklar yaşanmaktadır. Buna karşın neoklasik olmayan yaklaşımlarda ise bahsedilen (gecikmeli büyüme, nakit akımı ya da satışlar gibi ivme kazandıran) faktörlerin harcamalar üzerinde daha büyük etkilerinin olduğu tespit edilmiştir. Yani yapılan ampirik çalışmaların çok azında sermayenin kullanım maliyeti etkili bulunurken, çalışmaların çoğunda neoklasik olmayan etkenlerin harcamalar üzerindeki etkileri kayda değer bulunmuştur.

Ekonomistler, geleneksel yaklaşımların eksiğini kapatmak adına kredi piyasalarındaki bilgi sorunu gibi aksaklıkları da dahil ederek aktarım mekanizmasına yeni yaklaşımlar getirmiştir. Literatürde bu yeni yaklaşıma aktarım mekanizmasının kredi kanalı adı verilmiştir. Kredi kanalı, geleneksel aktarım mekanizmasına bir alternatif yaratmaktan çok para politikasının etkilerini daha iyi analiz edebilme, geleneksel yaklaşımları güçlendirebilme ve çoğaltma çabasındadır. Bu açıdan kredi kanalının geleneksel parasal aktarım mekanizmasından bağımsız ya da paralel olduğunu söylemek yanlış olacaktır[163].

Kredi görüşü, özellikle banka bilançolarının aktif varlık yapısıyla yakından ilgilenir. Kredi görüşüne göre borç alanların büyük çoğunluğu özellikle hanehalkı ve küçük ölçekteki firmalar bankalara bağımlıdırlar ve başka yollardan borç bulma imkanları kısıtlıdır. Küçük ve orta ölçekli firmalar menkul kıymet ihraç edemeyecekleri

[163] Ben S. Bernanke ve Mark Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission" **Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4, Autumn 1995, s. 27-29

için bankalar kredi sağlayabilmeleri açısından özel bir öneme ve ekonomi üzerinde önemli reel etkilere sahiptirler.

Bu çerçevede ışığında kredi kanalının iki önemli önermesi olduğunu söyleyebiliriz. Bunlardan birincisi banka kredilerinin önemli olduğu, ikincisi ise para politikasının bankaların borç verme kabiliyetini etkiyebildiğidir.

Kredi görüşünün bilgi sorunlarını da dahil ederek konuya açıklık getirmeye çalıştığından bahsetmiştik. Bilindiği üzere tam rekabet koşulları tam bilgi varsayımı altında çalışmaktadır. Oysaki gerçekte firmalar ve bireyler tam bilgi sahibi olamazlar. Literatürde asimetrik bilgi olarak adlandırılan bu durum elbette firma ve kişilerin yapacakları harcamaları etkileyecektir. Asimetrik bilgi konusunda yapılan çok sayıdaki çalışma ile net bir mutabakat oluşmamış olsa da genel kabul gören bazı sonuçlara ulaşılmıştır.

Bu sonuçlardan birincisi asimetrik bilginin, iç fonların fiyatı (öz kaynakların değeri) ile dış fonların fiyatı (borcun değeri) arasında bir fark olduğunu ortaya koymasıdır. Bu fark da bazı sonuçlara yol açmaktadır. Konuyu bir örnekle ele almak, konunun anlaşılması açısından daha sağlıklı olacaktır. Örneğin borç alan tarafın borç veren tarafa göre daha fazla bilgi sahibi olduğunu var sayalım. Borçlanan taraf bir varlığın beklenen kalitesi veya gerçekleşen getirisi konusunda daha fazla bilgiye sahip olduğu için borç veren tarafı bu varlığın değeri ve getirisi konusunda kandırabilecektir. Böylelikle aldıkları borcun maliyetini düşürerek riski daha düşük kaynak sağlamış olacaktır.

Kabul gören sonuçlardan ikincisi, iç fon fiyatı ile dış fon fiyatı arasındaki farkın, alınan borcun değeri üzerinden değil borç alan kişinin teminat altına alınabilir net varlıklarının değeri üzerinden hesaplanmasıdır. Teminat altına alınabilir net varlıklar, net finansal varlıkları, maddi duran varlıkları, ipotek altına alınmamış gelirleri ve hatta taahhüt edilmiş karşılıkları da içermektedir.

Bu sonuçların daha genel bir şekilde ifade edilmesi gerekirse, asimetrik bilgiden söz edildiğinde, borç alanların net varlıklarının değeri ile aldıkları borcun değeri arasındaki tutarsızlıktır diyebiliriz.

Asimetrik bilgi sorununun daha ziyade küçük firmalar için geçerli olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Bu nedenle küçük ve orta ölçekli firmaların asimetrik bilginin arttığı dönemlerde borç bulması zorlaşmaktadır. Buna karşın bankalar ve aracı kurumlar ise finansal sistemde asimetrik bilgiyi azaltmaları ve özellikle küçük firmaların kaynak ihtiyaçlarını karşılamaları nedeniyle kredi piyasasında önemli yere sahiptirler[164].

Kredi görüşünü açıklarken konunun daha iyi anlaşılabilmesi, para politikasının ekonomik aktiviteyi nasıl etkilediğinin daha net ortaya konulabilmesi adına, alt başlıklar altında incelenmesi daha uygun olacaktır.

3.1.3.1. Banka Borç Verme Kanalı

Yapılan çok sayıdaki çalışmalardan bazıları banka kredilerinin önemine vurgu yapmaktadır. Ekonomik faaliyette bulunan firmaların çoğunluğu küçük ve orta ölçekli firmalar olmakla birlikte, üretilen hasılada da önemli bir paya sahiptirler. Oysaki bu küçük firmalar büyük firmalara nazaran borç bulma konusunda geniş bir yelpazeye sahip değillerdir. Küçük firmalar büyük firmalar gibi hisse senedi ve tahvil ihraç edemediklerinden ya da bu işlemlerin maliyetlerinin yüksek olması nedeniyle banka kredilerine bağımlıdırlar. Bu nedenle banka borç verme kanalının çalışma prensibi konusunda iki husus öne çıkmaktadır. Bunlardan birincisi küçük firmaların banka kredilerine bağımlı olduğunun kabul edilmesi, ikincisi ise para politikasının bankaların vereceği borçları etkileyebilme koşuludur[165].

Para politikası gerek faiz oranlarına yapacağı etki ya da doğrudan bankaların zorunlu karşılık oranlarını belirlemek suretiyle ödünç verilebilir fonların miktarını etkilemektedir. Genişletici bir para politikasının banka rezervlerini ve mevduatlarını arttırarak, bankaların daha fazla kredi yaratmasına vesile olacaktır. Söz konusu firmalar finansman ihtiyaçlarını banka kredilerinden sağladıkları için kredi miktarındaki artış bu

[164] Mark Gertler ve Simon Gilchrist, "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 95, No. 1, (March 1993), s. 45-49

[165] Anil K. Kashyap ve Jeremy C. Stein, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol. 42, (June 1995), s.154-155

firmaların yatırım ve tüketim harcamalarını arttırmasına imkan verecektir. Artan yatırım ve tüketim harcamaları da nihayetinde toplam hasılayı yükseltecektir[166].

Para arzındaki değişimi (*M*), banka mevduatlarını (*BD*), banka kredilerini (*BL*), yatırımı (*I*) ve toplam çıktıyı (*Y*) ile gösterecek olursak banka borç verme kanalını aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

$$M\uparrow \Rightarrow BD\uparrow \Rightarrow BL\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Yapılan araştırmalar bankaların borç verme kanalının çalıştığını ortaya koysa da ne kadar etkili olduğu konusu tartışmalıdır. Bu tartışmalar genellikle firmaların finansmanı konusunda finansal piyasaların zamanla değiştiğini ve evrimleştiğini savunmaktadır. Yapılan ampirik çalışmalar, 1929'un hemen öncesi ve İkinci Dünya Savaşı sonrası banka kredilerinin azaldığını, FED'in uyguladığı politikalar nedeniyle gerek banka bilançoları açısından gerekse firmaların yükümlülükleri açısından kredilerin sermaye stokuna olan oranının düştüğünü göstermektedir. Buna karşın aynı çalışmalarda, 1970'li yıllardan sonra banka kredilerinin, banka varlıkları ve firma borçları içindeki payının yükseldiği savunulmaktadır. Aynı zamanda 1970 sonrası banka borçlarına bağlı yatırım harcamalarının da artış gösterdiği ortaya konmaktadır. Ayrıca 1970'lerin ortalarından başlayarak 1980'ler boyunca küçük ölçekli işletme sayılarındaki artış da banka borç verme kanalının etkisini göreli olarak artırmıştır[167].

Banka borç verme kanalının etkinliğine yönelik yapılan bu eleştirileri değerlendirirken söz konusu araştırmaların daha ziyade ABD gibi gelişmiş ülkelerde yapıldığına vurgu yapmak gerekir. Banka borç verme kanalının ya da diğer bir kanalın işlerliği ülkelerin gelişmişlik durumuna göre ve zaman içerisinde farklılıklar gösterebilmektedir.

---

[166] Marvin Goodfriend, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets, A Comment" **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol. 42, (June 1995), s. 198-200

[167] Jeffrey A. Miron, Christina D. Remer ve David N. Weil, "Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism", N. Gregory Mankiw (Ed.), **Monetary Policy** içinde (263-306), Chicago: University of Chicago Press, June 1994, s. 277,282-283

3.1.3.2. Bilanço Kanalı

Kredi kanalının, piyasa aksaklıklarının ekonomiyi nasıl etkilediği yönündeki ikinci belirgin yaklaşımı bilanço kanalıdır. Önceki başlık altında bahsedilen bankaların borç verme kanalı, para politikasının doğrudan banka bilançolarına yaptığı etki üzerinde etkili olmaktaydı. Oysa bilanço kanalı para politikasının firmaların bilançoları üzerinde yaratacağı etki üzerinde durmaktadır. Bu iki kanal arasındaki temel fark, birinin borç verenlerin bilançoları üzerinden, diğerinin ise borç alanların bilançoları üzerinden çalışmasıdır[168].

Bilanço kanalına göre finansal piyasa aksaklıkları yatırımın marjinal verimini daha karmaşık hale getirmektedir. Asimetrik bilgi ve ahlaki tehlike sorunu, iflas kanunu ile firmaların bilanço durumları, firmaların dış finansman bulma imkanını etkileyebilmektedir. Para politikasının etkisi sonucu artan faiz oranları ister nominal ister reel olsun, firmaların gelecekte yapacakları satışların düşeceği beklentisini ya da firmaların almış olduğu borçların reel değerini arttıracağından, firmaların net değerini azaltabilmektedir. Bir firmanın net değerinin düşük olması bu firmanın borç bulma konusunda zorlanacağı anlamına gelmektedir. Net değerin düşük olması halinde borç bulma konusunda zorlanan firmalar daha riskli yatırımlara yönelecek ve ters seçim sorununu ortaya çıkaracaktır. Daha riskli yatırım projelerini tercih eden firmalar borç verenleri ikna edebilmek adına projelerin riskleri konusunda eksik bilgilendirecek, net değerini yüksek göstermeye çalışacak böylelikle ahlaki risk de ortaya çıkacaktır. Riskli yatırım kararları, borcun geri ödenememesi olasılığını arttıracağından, borç verenler borcun değerini koruyabilmesi adına alacakları teminatların değerini düşürecektir. Bütün bu bahsedilen durumlar firmaların harcama eğiliminde bir azalmaya neden olacaktır.

Bilanço kanalının kapsamı gereği yatırımın marjinal verimliliği, ekonomideki net değer-borç oranının bir fonksiyonudur. Bu durum para politikasından etkilenebildiğini göstermektedir. Belirlenen politika hem IS hem de LM eğrilerini

[168] Simon Hall, "Credit Channel Effects in the Monetary Transmission Mechanism", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Winter 2001, (November 2001), s. 445

hareket ettirebilmektedir. Para arzında gerçekleşecek bir değişim, borç verenlerin daha az ya da çok istekli olmasına etki edecektir[169].

Para politikasının bilanço kanalı üzerinden toplam çıktıya nasıl etki ettiği konusunu sadeleştirmek gerekirse, genişletici bir para politikası hisse senetleri fiyatlarını yükseltecektir. Hisse senetleri fiyatlarındaki artış firmaların net değerini arttıracağından, ters seçim ve ahlaki risk sorunlarını ortadan kaldıracak, firmaların borç bulmasını kolaylaştırarak yatırım harcamalarında artışa neden olacak ve toplam hasıla artacaktır.

Bilanço kanalını şu şekilde özetlemek mümkündür:

$M\uparrow \Rightarrow P\uparrow \Rightarrow$ *ters seçim* $\downarrow \Rightarrow$ *ahlaki risk* $\downarrow \Rightarrow$ *borç verme* $\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$

3.1.3.3. Nakit Akım Kanalı

Firma ve hanehalkı bilançoları üzerinden çalışan bir diğer kanal nakit akım kanalıdır. 1988 yılında Gertler ve Hubbard, 1994 yılında Kashyap, Lamont ve Stein'in yapmış olduğu çalışmalarda, finansal piyasa aksaklıkları ile karşı karşıya kalan firmaların nakit akışı ve sabit yatırımları arasında kuvvetli bağlar bulunmuştur. 1994 yılında ise Gertler ve Gilchrist firmaları küçük ve büyük ölçekli firmalar şeklinde ayrıştırarak bu firmaların satışlarını, stoklarını ve kısa dönem borçlarını incelemişlerdir. Parasal bir daralma sonucunda bu üç değişkende de önemli azalmalar meydana geldiğini ve bu durumdan özellikle küçük firmaların etkilendiğini ortaya koymuşlardır. Buna ek olarak elde edilen bulgular, ekonominin kötü bir performans sergilediği zamanlarda likiditenin önemli bir sorun olarak ortaya çıktığını göstermektedir[170].

Önceki başlıklar altında da bilanço kanalının izlediği yol açıklanmıştı. Toplam talepte meydana gelen bir şok ya da daraltıcı para politikası şoku neticesinde nakit akışı azalacaktır, bu durum ise firmaların yatırım projelerini finanse edebilmeleri için iç finansman yolunun zorlaşması ile dış finansmana başvurma zorunluluğunu arttıracaktır.

---

[169] Stephen G. Cecchetti, "Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 77, No. 3, (May/June 1995), s. 85-86

[170] Stephen D. Oliner ve Glenn D. Rudebusch, "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review**, No. 1, (1996), s. 4

Nakit akımının azalması firmaların borçluluk oranını, bununla birlikte firmaların borçlarını geri ödeyememe ihtimalini ve beklentisini arttıracağından firmaların net değeri düşecek ve risk primi artacaktır. Diğer taraftan daraltıcı para politikası (firmaların sahip olduğu) varlık fiyatlarının da düşmesine neden olacağından firmaların borçlarına karşılık gösterecekleri teminatların da değerinin daha az görünmesine neden olacaktır. Bütün bu gelişmeler firmaların aracı kurumlardan alabileceği kredi miktarının azalması sonucunu doğuracaktır[171].

Konuyla ilgili yapılan çalışmaların çoğu sermaye piyasasına ve tahvil piyasasına erişimi olan firmalar için nakit akışının önemli bir rolü olduğunu ortaya koymaktadır ancak bu piyasalara erişimi kısıtlı olan firmaların nakit akışındaki dalgalanmalara daha fazla tepki verdiğini vurgulamaktadır. Örneğin özellikle Fazzari, Hubbard ve Petersen'in 1988 ve 1993 yıllarında yaptığı çalışmalar bu konuda öncü çalışmalardır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre piyasa aksaklıkları nedeniyle yatırım kararı doğrudan, firmaların iç finansman imkanına ve/veya kazançlarının gelecekte firmanın net değerine yapacağı katkılara bağlıdır. Özetle nakit akımı firmanın yatırım imkanını iki yönde etkileyebilecektir. Bunlardan birincisi nakit akımındaki artışın sonucu yatırımı firmanın kendisinin finanse etmesi, ikincisi ise nakit akışının sağlayacağı artan net firma değeri ile birlikte borç bulma imkanıdır.[172]

Dikkat edilirse nakit akım kanalında bilanço kanalından farklı olarak özellikle firmaların yatırım projelerini kendilerinin finanse etmesi konusu ve daha fazla likit yapıdaki nakit akışının yatırım harcamalarında etkili olduğu vurgulanmaktadır. Bunun yanında özellikle sermaye piyasasına erişimi kısıtlı olan küçük firmalar üzerinde durulmaktadır. Çünkü küçük firmalar için dış finansman işlem maliyeti, aracı sorunları ve asimetrik bilgi nedeniyle iç finansmana göre daha maliyetlidir. Bu nedenle firmaların yatırım kararları nakit akımına aşırı duyarlıdır[173].

---

[171] Marion Kohler, Erik Britton ve Tony Yates, "Trade Credit and The Monetary Transmission Mechanism", **Bank of England Working Papers,** No.115, 2000, s. 8

[172] Simon Gilchrist ve Charles P. Himmelberg, "Evidence on the role of cash flow for investment", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 36, Issue. 3, (December 1995), s. 542-543

[173] Steven M. Fazzari ve Bruce C. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints", **The RAND Journal of Economics**, Vol. 24, No. 3, (Autumn 1993), s. 329-330, 339

Nakit akım kanalının etkisine yönelik tartışmalar da vardır. Örneğin Kaplan ve Zingales (1997) yatırımların nakit akımına duyarlılığını kabul etmekle birlikte seviyesi konusunda hemfikir değildir. Onlara göre yatırımların nakit akımına aşırı duyarlı olması dış finansmana ulaşma konusunda kısıtlanmış olan firmaların tanımlanması aşamasındaki yanlışlıklardan kaynaklanmaktadır[174]. Kwok (2002) ise firma nakit akımlarının borç verenlerin kararlarını etkileyip etkilemediği konusunu araştırmıştır. Kwok'a göre firmaların nakit akım tablolarının iyi olması dış finansmana daha kolay ulaşması konusunda önemli bir katkı sağlamamaktadır. Örneğin bankalar firmalara borç verirken öncelikle bilançolarını incelemekte, nakit akımı durumunu ise ikincil öneme sahip olmaktadır[175].

Nakit akımı kanalına yapılan eleştirilere rağmen kanalın işlerliği konusu ağır basmaktadır. Sonuç olarak genişletici para politikası nominal faiz oranlarının (i_n) düşmesine yol açarak nakit akışının artmasına neden olacaktır. Bu nakit akışı firma ve hanehalkı bilançolarında bir iyileşmeye neden olarak likiditelerini arttıracaktır. Genişletici para politikası ters seçim ve ahlaki tehlike riskini azaltarak, borç vermede, tüketim ve yatırım harcamalarında artışa neden olarak, toplam hasılanın artmasına yol açacaktır. Nakit akımı kanalındaki ilişki aşağıdaki gibi de gösterilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow i_n\uparrow \Rightarrow \textit{nakit akımı}\uparrow \Rightarrow \textit{ters seçim}\downarrow \Rightarrow \textit{ahlaki risk}\downarrow \Rightarrow$$

$$\textit{borç verme}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

3.1.3.4. Beklenmeyen Fiyat Seviyesi Kanalı

Parasal değişimlerin ekonomi ve enflasyon üzerinde yaratacağı etkiler makroekonominin temel konularından biridir. Yeni Keynesyen görüşe göre para politikasının faiz oranları kanalıyla hanehalkı ve firmaların hem yatırım hem de tasarruf kararlarını etkileyeceği, yani öncelikli olarak ekonominin talep yönünü etkisi altına alacağı şeklindedir. Ancak Barth ve Ramsey 2001 yılında yaptıkları çalışmayla para politikasının ekonominin arz yönüne de etki edeceğine dikkat çekmeye çalışmışlardır.

[174] Steven N. Kaplan ve Luigi Zingales, "Do Investment-Cash Flow Sensivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 112, No. 1, (February 1997), s. 170
[175] Helen Kwok, "The Effect of Cash Flow Statement Format on Lenders' Decision", **The International Journal of Accounting**, Vol. 37, Issue 3, (2002), s. 358

Çalışmada elde edilen bulgular para politikasının maliyetler üzerinde yaratacağı etki ile ekonominin arz yönünü talebe nazaran daha fazla etkileyebildiği şeklindedir[176]. Para politikası nominal faiz oranları üzerinden maliyet fonksiyonunu etkileyerek, firmaların üretim planları, fiyat ayarlamaları, çıktı seviyelerine ve en son olarak enflasyona etki etmektedir[177]. Örneğin daraltıcı para politikası sonucunda faiz oranlarının artması ile birlikte üretim faktörlerine ödenecek fiyatlar artacağından, firmalar daha fazla dış kaynak kullanmak zorunda kalacaktır. Oysaki faiz oranlarındaki artış nedeniyle finansman maliyetleri ve borçları artacağından firmaların bilançoları aynı bilanço kanalında bahsedildiği gibi bozulacak, firmaların net değeri düşecektir[178].

Oysa beklenmeyen fiyat seviyesi kanalında durum bundan farklıdır. Mishkin'e göre gelişmiş ülkelerde firmaların almış olduğu borçlar sözleşme ile nominal olarak sabitlenmektedir. Böylece genel fiyat seviyesinde meydana gelen artış firmaların borçlarında reel olarak bir azalma anlamına gelecektir. Yani genişletici para politikası genel fiyat seviyesini beklenmedik şekilde arttırdığında firmaların aldığı borçların reel değeri azalacaktır. Bu nedenle firmaların bilançolarında bir iyileşme meydana gelecek ve firmaların reel net değeri yükselecektir. Ancak bu noktada firmaların sahip olduğu varlıkların değeri azalmamalıdır. Net değerin yüksek olması ters seçim ve ahlaki tehlike riskini azaltacak, yatırım harcamalarında dolayısıyla toplam hasılada artışa yol açacaktır[179]. Beklenmeyen fiyat seviyesi kanalının çalışma şeklini şematik olarak şöyle gösterebiliriz:

$M \uparrow \Rightarrow$ *beklenmeyen* $P \uparrow \Rightarrow$ *net değer* $\uparrow \Rightarrow$ *ters seçim* $\downarrow \Rightarrow$ *ahlaki risk* $\downarrow \Rightarrow$ *borç verme* $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

3.1.3.5. Hanehalkı Likidite Etkileri

Hanehalkı likiditesi ve hanehalkı bilançosunun tüketime etkisi üzerinde birçok çalışma yapılmıştır. Ancak hanehalkı bilançoları içindeki kalemler ve/veya harcama

[176] Marvin J. Barth ve Valerie A. Ramey, "The Cost Channel of Monetary Transmission", **NBER Macroekonomics Annual**, Vol. 16, Issue. 1, (2001), s. 199-200
[177] Sylvia Kaufmann ve Johann Scharler, "Financial systems and the cost channel transmission of monetary policy shocks", **Economic Modelling**, Vol. 26, Issue. 1, (January 2009), s. 40
[178] Ibrahim Chowdhury, Mathias Hoffmann ve Andreas Schabert, "Inflation Dynamics and the Cost Channel of Monetary Transmission", **European Economic Review**, Vol. 50, Issue. 4, (May 2006), s. 997-998
[179] Miskin ve Serletis, s. 657

kalemleri her teorik yaklaşım açısından farklılıklar göstermektedir. Parasal aktarım mekanizması açısından ele alındığında hanehalkı bilançosu ve harcamalarının birçok kanal içinde yer aldığını görülebilir.

Örneğin neoklasik yaklaşım açısından hanehalkı harcamaları toplam harcamalar içinde önemli bir yer kaplamakla birlikte, hanehalkı bilançosundan bahsedilmediği gibi yalnız toplam yatırım harcamaları açısından değerlendirilmektedir. Bu nedenle faiz oranlarındaki değişim doğrudan hanehalkı harcamalarını etkilemektedir.

Monetarist yaklaşım ise hanehalkı harcamalarında reel servetin önemli olduğunu belirtmekte ve diğer varlık fiyatlarının hanehalkı bilançosu içerisinde önemine vurgu yapmamaktadır. Özellikle Modigliani'nin servet etkisi yaklaşımı hanehalkı harcamalarını açıklamak bakımından büyük öneme sahip olmakla birlikte hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklara özel önem vermekte, dayanıklı tüketim malı ve konut kalemlerini yeterince vurgulamamaktadır[180].

Buna karşın "likidite yaklaşımı" teorisi hanehalkı bilançosuna özel bir vurgu yapmaktadır. Likidite yaklaşımı dayanıklı tüketim malı ve konut piyasası için sermaye piyasalarının eksik rekabet ortamında çalıştıklarını ve bu varlıkların net değeri için asimetrik bilginin varlığını savunmaktadır. Bu nedenle hanehalkı nakit varlıklarını arttırmaya çalıştığında yani bu likit olmayan varlıkları satmaya çalıştığında belli kayıplarla karşı karşıya kalacağını belirtmektedir. Yani tüketiciler finansal bir darboğaz karşısında daha fazla likit varlık tutmak istemekte ancak sahip oldukları mülkleri elden çıkarırken gerçek değerini alamamaktadırlar.

Para politikasının hanehalkı bilançosuna etkisi de bu noktada ortaya çıkmaktadır. Sıkı para politikası neticesinde finansal sıkıntıya gireceğini düşünen bireylerin bilançolarında likit varlıklar tutmak istemesi doğaldır. Dayanıklı tüketim malları ve konutlar daha az likit varlıklar olduklarından ve kaliteleri konusundaki asimetrik bilgi nedeniyle sıkıntıya giren hanehalkı bunları elinden çıkarmak için değerinin altında satmaya razı olacak, zorunlu satıştan hanehalkı büyük zarar edecektir.

[180] Frederic S. Mishkin, "Housing and The Monetary Transmission Mechanism", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 13518, Cambridge, October 2007, s. 5-10

Bunun yanında daraltıcı bir para politikası uygulaması aynı zamanda hisse senetlerinin fiyatlarını düşüreceğinden hanehalkı hem hisse senetleri fiyatlarındaki düşüşten hem de duran varlıklarının değerinin altında sattığından önemli ölçüde servet kaybı yaşayacaktır. Bu servet kaybı hanehalkının tüketim harcamasını kısmasına neden olacaktır.

Genişletici para politikası karşısında ise hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıklarının değeri artan hanehalkının finansal sıkıntıya düşme olasılığı ve beklentisi az olacağından daha fazla dayanıklı tüketim malı tüketecek ve konut satın alacaktır. Böylelikle parasal genişleme hanehalkı üzerinde likidite etkisi yaratarak bilançosuna olumlu katkı sağlayacak ve hanehalkı, tüketim harcamalarını arttıracağından toplam hasılada artışa neden olacaktır[181]. Hanehalkı likidite etkisini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

$M \uparrow \Rightarrow P_s \uparrow \Rightarrow$ *finansal varlıkların değer* $\uparrow \Rightarrow$ *finansal sıkıntıya düşme olasılığı* $\downarrow \Rightarrow$ *Dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları* $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Konunun kapsamı gereği konut piyasası özel bir öneme sahiptir. Kredi görüşünde hanehalkı da firmalar gibi borç bulma konusunda kısıtlıdırlar. Bu nedenle hanehalkı konut satın alırken başvuracakları kaynak banka kredileridir. Yapılan çalışmalar gerçekten de tüketicilerin önemli bir kısmının dayanıklı tüketim malı veya konut alımında banka kredisi kullandıklarını kanıtlamaktadır[182]. Bununla birlikte para politikasının özellikle tüketici kredilerinde ve hanehalkının dayanıklı tüketim malı harcamasında etkili olduğu vurgulanmaktadır[183].

3.2. TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI VE PARASAL AKTARIM KANALLARININ ETKİNLİĞİ

Türkiye'de para politikasını incelerken ve aktarım mekanizmasını tartışırken son 15 yıl içerisinde yaşanan gelişmeleri de dikkate almak gereklidir. Nitekim 2001 yılı

[181] Frederic S. Mishkin, "The Household Balance Sheet and The Great Depression", **The Journal of Economic History**, Vol. 38 No. 4, (December 1978), s. 918-926
[182] Victor E. Li, "Household Credit and The Monetary Transmission Mechanism" **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 32, No. 3, Part 1, (August 2000), s.352-353
[183] John V. Duca, "Credit Availability, Bank Consumer Lending, and Consumer Durables", **Federal Reserve Bank of Dallas Working Papers**, Working Paper 95-14, Dallas, 1995, s. 23

sonrasında para politikası ve kullandığı araçlar büyük oranda değişime uğramıştır. 2001 yılı öncesinde döviz kuru rejimi uygulanırken enflasyon ve fiyat istikrarı döviz kurunun kontrol altında tutulması yoluyla yönetilmeye çalışılmıştır. Ancak bu dönemde yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları ile döviz kuru rejiminde başarısız olunmuştur. Bu nedenle parasal aktarım mekanizmasının etkinliği konusunda bu dönem için net bir izah çoğu zaman mümkün olmamaktadır.

2001 yılı sonrasında başlatılan yeni ekonomi programı ile birlikte döviz kuru rejimi terk edilerek enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmiştir. Ekonomik göstergelerde yaşanan normalleşme süreci ile birlikte iktisadi aktörlerin para politikasına verdiği tepkiler ve aktarım kanallarının etkinliği daha açık şekilde gözlemlenebilmiştir.

3.2.1. 2001 Yılı Öncesi Para Politikası ve Ekonomik Durum

1990'lı yıllarda Türk ekonomisi iki kriz ile karşı karşıya kalmıştır. Bunlardan biri 1994 yılında bir diğeri ise 2000 yılı sonunda yaşanmıştır. 90'lı yıllarda ekonomi oldukça zayıf olmakla birlikte 90'lı yılların sonuna doğru bu durum daha da belirgin bir hal almıştır. Örneğin kamu kesimi borçlanma gereği oldukça yüksek seyretmekte ve bu durum iç borçlanma ile karşılanmaktaydı. Kamu borç stoku sürekli bir artış içinde olduğundan reel faiz oranları ve enflasyon yüksek oranlarda seyretmekteydi. Bu mali gevşekliğe karşı koyacak herhangi bir istikrar programı olmadığından, bu ortamda sıkı para politikasının uygulanması söz konusu olamazdı. Bunun yanında TCMB ise piyasada riski azaltmak adına yeterli likiditeyi sağlamak için çabalamaktaydı.

1999 yılı sonlarında ise IMF ile imzalanan standby anlaşması sonucunda bu durumun değiştirilmesi için gerekli girişim gerçekleştirilmiş ve döviz kuru rejimine geçilmiştir. Uygulanan program devlet tahvilleri reel faiz oranlarını, kamu kesimi borçlanma gereğini ve kamu borç stokundaki artışı durdurmuş olsa da cari açık daha da büyümüştür[184].

[184] Hasan Ersel ve Fatih Özatay, "Inflation Targeting in Turkey", **Economic Reserch Forum**, Working Paper 445, (October 2008), s. 2-3

Buna karşın asıl sorun bankacılık sektöründe ortaya çıkmıştır. 1998 yılından itibaren bankacılık sektöründe toplam krediler içindeki geri dönmeyen kredilerin oranı artarken bu oran 1997 yılına kadar ortalama yüzde 2,5 iken 1998 yılında 7,2, 2000 yılında ise 11,2'ye ulaşmıştır. Kredilerdeki bu geri dönüş oranları bankacılık sektörünün kırılganlığını ortaya koymaktadır. Bunun yanında bankaların döviz açık pozisyonları da yapısal bir sorun olarak ortaya çıkmıştır. 1995'te 2,8 milyar dolar olan açık pozisyon 1999 yılında 13,2 milyar dolara ulaşırken 2000 yılındaki spekülatif hareketlerin ardından 21 milyar dolara ulaşmıştır. Bankaların açık pozisyonları artarken bilançolardaki döviz cinsinden varlıkların likit yapısı da bozulmaktaydı. Bankacılık sektöründe diğer bir yapısal sorun ise vade yapısındaki uyumsuzluklardı. Banka bilançolarındaki borçların vadeleri kısa iken alacaklar daha ziyade uzun vadeli alacakları kapsamaktaydı[185].

Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar neticesinde finansal sektörün kredi ve ödemeler sistemi sağlıklı çalışmamaktaydı. Bankalara duyulan güvenin yok olması ve bankacılık sisteminin kırılganlığı nedeniyle, hanehalkı ve firmaların yatırım ve tüketim harcama kararları olumsuz etkilenmekteydi[186]. Sonuç olarak 2000 yılında bankaların hızla artan likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmeleri için yüksek faizle borç arayışları döviz taleplerini arttırmış ancak yükselen risk primi nedeniyle borç bulmaları zorlaşmıştır. TCMB'nin ise bu likidite ihtiyacına zamanında karşılık verememesi bu yılın Kasım ayında bankacılık krizini tetiklemiştir. Bundan üç ay kadar sonra siyasi tartışmaların da etkisiyle piyasalar üzerindeki gerilim tırmanarak artmış, bankacılık sektöründeki kriz döviz krizine dönüşmüştür. Nihayetinde 1999 yılında başlayan ekonomik program 21 Şubat 2001 tarihinde resmen sonlandırılmıştır[187].

3.2.2. 2001 Yılı Sonrası Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Enflasyon hedeflemesi rejimi Türkiye'de 2001 yılından sonra benimsenmiş olsa da dünyada birçok ülkede uygulanmaktaydı. 1970'li yıllarda enflasyon, petrol

[185] Umut Çakmak. "Kriz modelleri çerçevesinde Türkiye 2001 finansal krizinin değerlendirilmesi." **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 9, Sayı.1, (2007), s.94-96
[186] Halil Altıntaş, "Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 22, (Ocak-Haziran 2004), s. 39
[187] Karaçor, s. 386-387

fiyatlarındaki artışa bağlı olarak dünya çapında yükselerek, büyüme oranlarında bir düşüşe neden olmuştur. Bu süreçte merkez bankalarının nihai amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda fikir birliğine varılmış ve bu amaca ulaşmak için alternatif rejimler kullanılmıştır. Bu rejimlerin en başında parasal büyüklükler ve döviz kuru kontrolleri gelmektedir. 1990'lı yıllarda ise parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişki istikrarsız bir hal almış ve hedeflere ulaşmada başarı sağlanamamıştır. Bununla birlikte uluslararası sermaye hareketleri hızla artarken döviz kuru rejimleri kurlarda yaşanan dalgalanmaları önlemekte başarısız olmuştur. Döviz kurunun hedeflenmesi yerel faiz oranlarının çıpa olarak seçilen dövizin kendi yerel piyasasındaki gelişmelere bağlı olmasını gerektirmekte, bu nedenle bağımsız bir politika oluşturmak imkansız hale gelmektedir. Döviz kuru hedeflemesi Türkiye'nin de aralarında bulunduğu birçok ülkede yıkıcı etkiler yaratan krizlere neden olmuştur. Böylelikle para politikası stratejisinin değiştirilmesi birçok ülke tarafından tercih edilmiştir.

Türkiye'de 2001 yılı öncesinde para politikası sabit ve gözetimli döviz kuru rejimi ile yönetilmekte, döviz kuru enflasyonun ve fiyat istikrarının kontrolünde kullanılan tek araç olarak ön plana çıkmaktaydı. Sabit döviz kuru uygulamasında ekonomik birimlerin beklentileri nominal döviz kuruna ve enflasyon oranına göre şekillenmekteydi. Oysa 2001 yılının Şubat ayında ortaya çıkan kriz sonrası para politikası enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiş, böylelikle döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak kısa vadeli faiz oranları esas para politikası aracı haline gelmiştir. Diğer bir ifadeyle TCMB kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon beklentilerini ve enflasyonu şekillendirmek için kullanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak aktarım kanalları üzerinden ekonomide etkili olmayı hedeflemektedir. Para politikasının etkin uygulanabilmesi için para politikası araçlarının ekonomi üzerindeki etkisinin ne yönde, ne kadar zamanda ve ne ölçüde olduğunun bilinmesi gerekmektedir. Diğer bir ifade ile parasal aktarım kanallarının anlaşılması gerekmektedir[188]. Özellikle

[188] Kara, Hakan, ve Musa Orak. "Enflasyon Hedeflemesi." TCMB, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, 2008, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5b866de6-5523-4f31-82b9-f39a4f8bd4eb/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES (20.04.2017), s. 2-4, 24

gelişmekte olan ülkelerde parasal aktarım mekanizmasının çalışmasını etkileyebilecek ve bu etkiyi sınırlandırabilecek bazı unsurlar bulunmaktadır. Bunlar:

-zayıf mali kurumlar

-hükümetlerin dayatması ve gözetimi altındaki zayıf finansal yapı

-düşük kredibiliteli parasal kurumlar

-para ikamesi ve dolarizasyon eğilimi

-sermaye hareketlerine hassasiyet

Yukarıda sayılan ilk üç probleme karşı gelişmiş ülkeler de bağışıklık kazanmış değildir ancak bu problemlerin derecesi bakımından gelişmekte olan ülkelerle farklılıklar gözlenmektedir. Zayıf mali, finansal ve parasal kurumlar gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon ve döviz krizlerine oldukça duyarlıdır, bu nedenle paranın değeri büyük önem arz eder. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerdeki birey ve kurumlar bu tehdit karşısında parayı ikame ederek YP kullanmaya başlayabilirler. Paraların birbiri ile ikame edilmesinde örneğin Amerikan dolarının kullanılmaya başlanması yalnız geçmiş deneyimlerle ilgili değil aynı zamanda uluslararası işlemlerde sıkça kullanılan hesap birimi olmasından da kaynaklanmaktadır.

Bu durum bankaların döviz mevduat hesaplarını da kabul etmesine ve YP üzerinden borç vermesine neden olmaktadır. Çünkü döviz mevduat hesapları bankalara kısmen döviz kuru riskinden kaçınmalarına imkan tanımaktadır. Bu durum genelde Amerikan doları tercih edildiğinden dolarizasyon olarak adlandırılmaktadır.

Tamamen farklı bir açıdan bakıldığında ise gelişmekte olan ülkelerde yerel paranın değer kaybına uğraması, özellikle gelirini dayanıksız tüketim mallarından elde eden firmaların ve bireylerin sahip olduğu varlıkların net değerinin düşmesine neden olmaktadır. Firma ve bireylerin karşı karşıya kaldığı bu ciddi şoklar bilançolarını negatif yönde etkilemektedir. Bu durum kredi piyasasında asimetrik bilgiyi de beraberinde getirirken, borç verme ve dolayısıyla ekonomik aktiviteyi ciddi ölçüde azaltmaktadır. Böylelikle dolarizasyon ya da diğer bir ifade ile ani sermaye akımlarının

olduğu az gelişmiş ülkelerin çoğunda borçlu olan firma ve bireylerin bilançolarında ciddi hasarlara yol açmaktadır.

Bunlara ek olarak gelişmekte olan ekonomilerde dış borç durumu da yabancı sermaye akımlarının yaratacağı krizlerin derinliğini etkilemektedir. Eğer gelişmekte olan ülkenin dış borcu fazla ise döviz kurunda yaşanacak değişmeler krizin etkilerini önemli ölçüde arttırabilecektir[189].

Bahsi geçen bu sorunların çözümü için ve aktarım mekanizmasının etkinliğini arttırabilmek adına Türkiye de 2001 yılı ile birlikte strateji değişikliğine gitmiştir. Daha önce uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru stratejilerinin fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmadığı deneyimlenerek enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsenmiştir. Ancak yukarıda gelişmekte olan ülkeler için bahsi geçen sorunların tamamı Türk ekonomisi için de geçerli olduğundan gerekli şartlar sağlanana kadar enflasyon hedeflemesinin ilk aşamada örtük olmasına karar verilmiş, açık enflasyon hedeflemesi için ileri bir tarih belirlenmiştir.

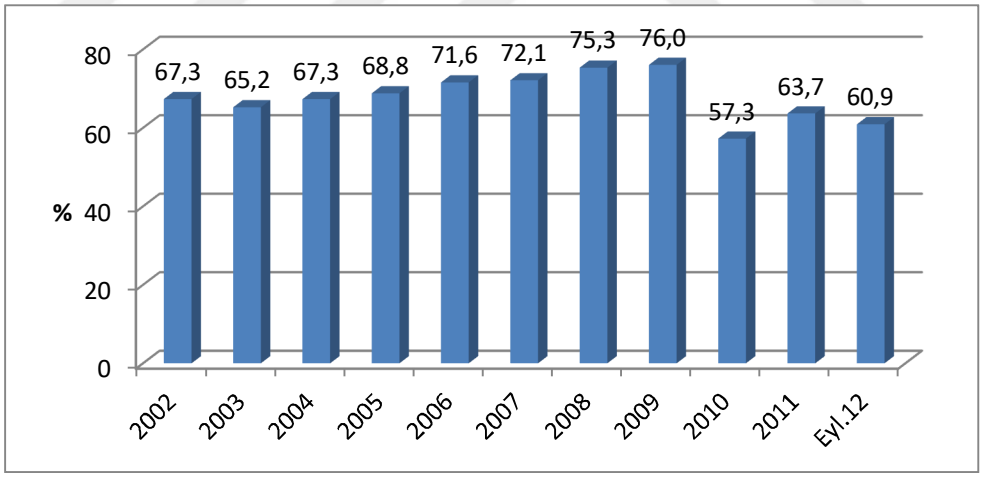
2001 yılından başlayarak uygulamaya konulan güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde açık enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşullar oluşturulmaya çalışılmıştır. İlk olarak merkez bankasının bağımsızlığının sağlanabilmesi için 25 Nisan 2001 tarihinde 4651 sayılı kanun ve 1211 TCMB kanununda yapılan değişiklikler ile TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu vurgulanmıştır, böylelikle merkez bankasının araç bağımsızlığı sağlanmış, hazine ile diğer kurum ve kuruluşlarla ilişkileri düzenlenmiştir[190]. Merkez Bankası bağımsızlığının sağlanması yanında enflasyon hedeflemesi için gerekli olan diğer koşullar olan hesap verebilirlik ve şeffaflık konularında ilerleme sağlanmış, merkez bankasının etkin bir iletişim politikası izlemesi zorunluğu ortaya çıkmıştır[191].

Diğer bir ön koşul ise finansal sistemin güçlendirilmesidir. Bu bağlamda bir dizi yapısal reform gerçekleştirilmiştir. Bankalar Kanununda değişiklik yapılarak

[189] Frederic S. Mishkin, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 10646, (Jully 2004), s. 3-5
[190] Salih Barışık, "Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları." **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt.59, Sayı. 3, (2004). s.10-11
[191] TCMB, "Merkez Bankası Bağımsızlığı" 2012, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ad2e20a-6e8a-4282-809f-b1da6d0b9c72/01.pdf?MOD=AJPERES (21.04.2017), s.17

bankaların mali yapılarının iyileştirilmesi hedeflenmiş, banka mevduatları güvence altına alınmıştır. Kamu bankalarına yönelik sermaye artırımı, bankaların birleştirilmesi ya da özelleştirilmesi konularında düzenlemeler yapılmıştır[192]. Bankalar Kanununda yapılan değişiklikle Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesine alınan bankaların sorunları ile ilgili adımlar atılmıştır. Özel bankaların da Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK) sermaye yeterlilik kriterleri çerçevesinde yeniden yapılandırılması ve sermayelerinin artırılarak güçlendirilmesi öngörülmüştür[193].

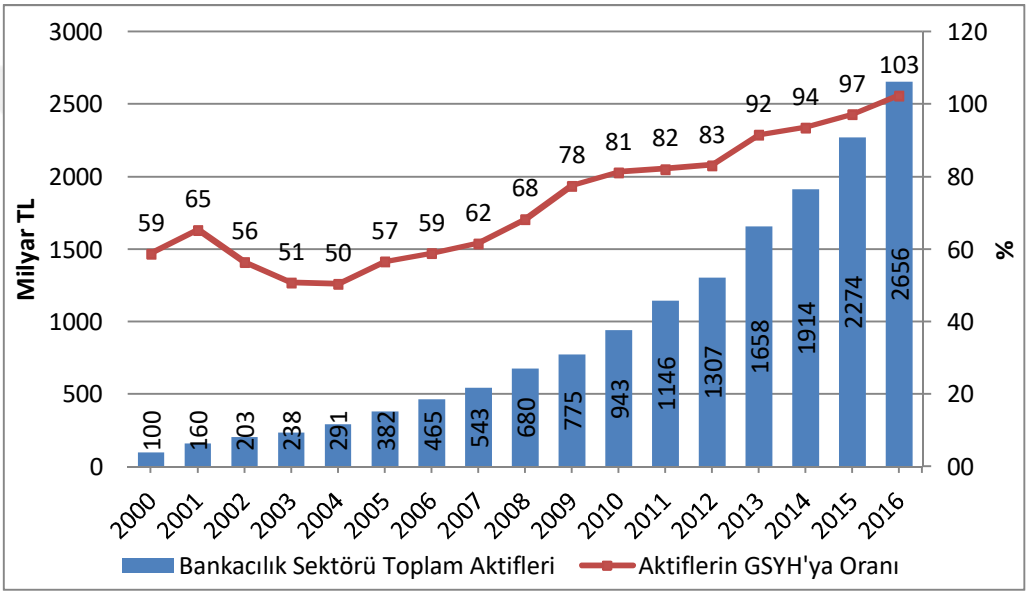
Özellikle 2001 yılından, açık enflasyon hedeflemesine başlanan 2006 yılına kadar finansal sistemde yaşanan gelişmeler incelendiğinde bankacılık sektörünün toplam finansal sistem içerisinde payının büyük olduğu görülmektedir. Buna karşın banka dışı kurumların finansal sistem içindeki payları ise artmakla birlikte yeterli seviyede değildir. Bunun yanında kamu bankalarının bankacılık sektörü içerisindeki payı da oldukça büyüktür[194]. Grafik 19'da görüldüğü üzere 2002 yılında bankaların finansal sistem içindeki payı yüzde 67 iken 2009 yılında yüzde 76'ya ulaşmış sonraki izleyen üç yılda ortalama yüzde 60 seviyelerinde seyretmiştir.



Grafik 19. Yıllara Göre Bankacılık Sektörünün Finansal Sektör İçindeki Payı
Kaynak: BDDK, Finansal Piyasalar Raporu, Eylül 2012, Sayı 27, s. 18; Aralık 2010, Sayı 20, s. 25

[192] M. Okan Taşar, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi", **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt.3, Sayı.1, (2010), s. 83
[193] TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6/program+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEfc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6 (21.04.2017), s.13-17
[194] IMF, "Turkey: Financial System Stability Assessment", **IMF Country Report No. 07/361**, Washington, November 2007, s.10

Bununla birlikte 2005 yılından sonra finansal sistem derinlik kazanmaya başlamıştır. 2005 yılından sonra bankacılık sistemi toplam aktiflerinin GSYH'ya oranı yüzde 57 iken 2016 yılı itibariyle yüzde yüzün üzerine çıkarak yüzde 103 seviyelerine ulaşmıştır (bk. Grafik 20). Bunun yanında banka dışı finansal kurumların sayısı artarken bankalar finansal sektörde ağırlığını korumaya devam etmiştir. Kamu bankaları ise finansal sistemde önemli birer oyuncu olarak varlıklarını korurken, yabancı bankaların piyasaya girmesiyle ve özel bankaların verdikleri kredilerde hızlı bir artış olması nedeniyle kamu bankalarının payında bir azalma meydana gelmiştir[195].

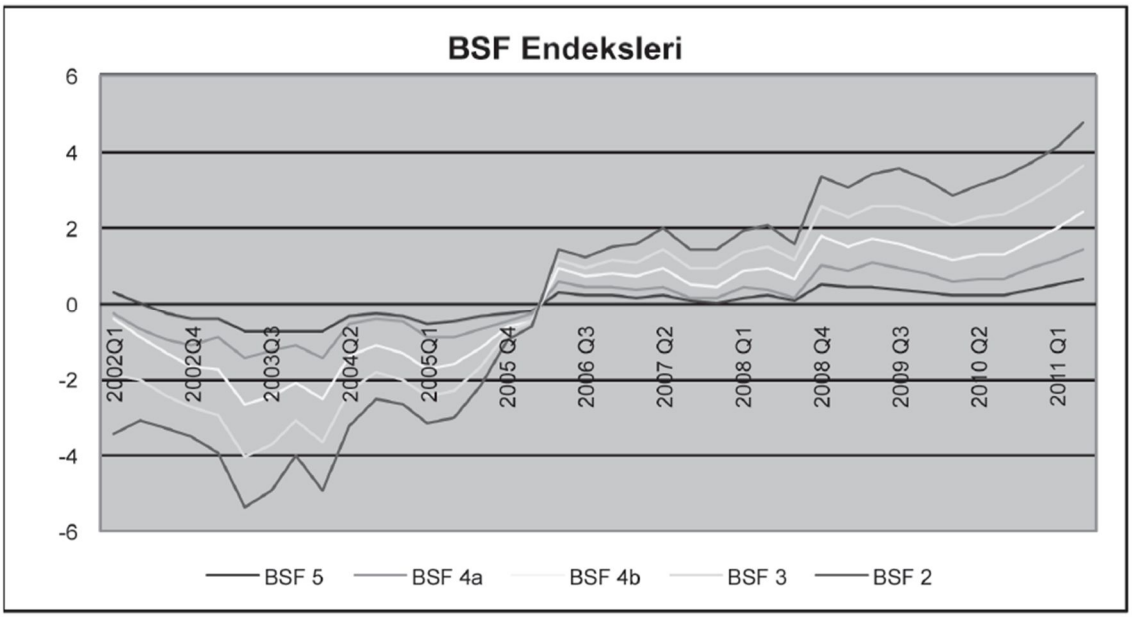


Grafik 20. Türk Bankacılık Sektöründeki Aktifler ve GSYH'ya Oranı
Kaynak: TCMB

Finansal sistemin durumunu gösteren bir diğer gösterge ise kırılganlık endeksidir. Finansal sistem içerisinde bankaların ağırlığı düşünüldüğünde özellikle bankacılık sektörünün karşı karşıya kaldığı risklerin ölçülmesinde kullanılan bu endeks bankaların karşı karşıya kaldığı likidite riski, kredi riski ve döviz kuru riskini birleştirerek vermektedir[196]. Mevduatların bankalardan çekilmesi, verilen kredilerin geri dönmemesi ve döviz kurundaki artış nedeniyle YP cinsinden borçlarının artması gibi

[195] IMF, "Turkey: Financial System Stability Assessment", **IMF Country Report No. 12/261**, Washington, September 2012, s.7
[196] Hande Çan ve Meltem O. Dinçsoy, "Kırılganlık Göstergeleri ve Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme", **Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl.4, Sayı.22, (Mart 2016), s. 209-214

riskler açısından bankaların ne kadar risk üstlendiklerini ölçmeyi amaçlamaktadır[197]. Barışık ve Demirel'in yaptıkları çalışmada 2002-2011 yılları için Türk bankacılık sektörünün kırılganlık endeksini hesaplamışlardır. Grafik 21'de görüldüğü üzere Türk bankacılık sektörünün 2002 yılının ilk çeyreğinden 2004 yılının ilk çeyreğine kadar oldukça kırılgan, 2004 yılının ikinci çeyreğinden 2006 yılının ilk çeyreğine kadar orta derecede kırılgan, 2006 yılının ikinci çeyreğinden sonra az kırılgan olduğunu görülmektedir. Barışık ve Demirel'in bulguları ışığında dışsal baskınlığın ve döviz kuru baskının Türkiye'de bankacılık sektöründe negatif etkisini henüz yitirmediğini de ortaya koymaktadır[198].



Grafik 21. Türkiye için Banka Kırılganlık Endeksi
Kaynak: Barışık ve Demirel, s.131

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer önemli bir ayağı ise mali baskınlığın azaltılmasıdır. Para politikası maliye politikası ile desteklenmediğinde başarı şansı azdır. 9 Nisan 2002 tarihinde yürürlüğe giren 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetmeliğinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun ile hükümetlerin borçlanmasına yasal

[197] Aykut Kibritçioglu, "Monitoring Banking Sector Fragility", **The Arab Bank Review**, Vol.5, No.2, (October 2003), s. 52-53

[198] Salih Barışık ve Baki Demirel, "Finansal Kırılganlık ve Türk Bankacılık Sektörü İçin 2002-2011 Dönemi Finansal Kırılganlık Endeksi" **TISK Academy/TISK Akademi,** Vol. 9, Issue. 17, (2014), s.131-132

sınırlamalar getirilmiştir. Bu kanuna göre hükümetler bütçede belirtilen harcama ile gelirleri arasındaki fark kadar borçlanabilmektedirler[199]. Bu bağlamda 2001 krizinden sonra başarılı adımlar atıldığını söylemek doğru olacaktır. Gerçekleştirilen reformların asıl amacı mali disiplini sağlamak olduğundan bu amaç doğrultusunda atılan adımlar sonucunda borç yükü ve borçların ödenememe riski azalmış, bütçe açığının GMYİH'ya oranı düşürülerek 2004 yılında Maastricht Kriterleri sağlanmıştır[200].

Maastricht Kriterleri çerçevesinde belirlenen önemli göstergelerden bazıları Türkiye için Tablo 11'de gösterilmiştir. Maastricht Anlaşması ile AB'ye üye ülkelerin mali disiplin konusunda sağlaması gereken koşullar belirlenmiştir. Bu anlaşmaya göre bütçe açıklarının GSYH'nin yüzde 3'ünü ve kamu borç stokunun GSYH'nin yüzde 60'ını aşmaması gerekmektedir[201]. Tablo 11 incelendiğinde 2005 yılı ile birlikte Türkiye'nin bu şartları sağladığı ve ilerleyen yıllarda bu göstergelerin daha da iyileştiği görülmektedir.

Tablo 11. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Kamu Borç Stoku

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Program Tanımlı Kamu Kesimi Faiz Dışı Fazla/GSYH	3,2	4,7	5,5	4,8	4,5	3,1	1,6	-1	0,7	1,8	0,8	1	0,4
Merkezi Yönetim Bütçesi Faiz Harcamaları/GSYH	14,8	12,9	10,1	7	6,1	5,8	5,3	5,6	4,4	3,3	3,4	3,2	2,9
Kamu Kesimi Borçlanma Gereği/GSYH	10	7,3	3,6	-0,1	-1,9	0,1	1,6	5,1	2,4	0,1	1	0,5	0,6
Toplam Kamu Brüt Borç Stoku (Milyar TL)	257,2	297,7	333	351,3	365,9	355,5	408,3	465,7	497,1	546,5	562,9	623,4	650,5
Brüt İç Borç Stoku	155,2	202,1	235,1	259,8	268,3	273,3	295,8	347,4	368,9	387,6	408,4	430,3	443,6
Brüt Dış Borç Stoku	102	95,6	97,9	91,5	97,6	82,3	112,5	118,4	128,2	159	154,5	193,1	206,9
Toplam Kamu Brüt Borç Stoku/GSYH	73,4	65,5	59,6	54,1	48,2	42,2	43	48,9	45,2	42,1	39,7	39,8	37,2
Brüt İç Borç Stoku	44,3	44,4	42,1	40	35,4	32,4	31,1	36,5	33,6	29,9	28,8	27,5	25,4
Brüt Dış Borç Stoku	29,1	21	17,5	14,1	12,9	9,8	11,8	12,4	11,7	12,2	10,9	12,3	11,8
Toplam Kamu Net Borç Stoku (Milyar TL)	215,6	251	274,6	270,3	258,2	248,4	268	309,9	317,8	290,1	240,6	197,7	187,3
Toplam Kamu Net Borç Stoku/GSYH	61,5	55,2	49,1	41,7	34	29,5	28,2	32,5	28,9	22,4	17	12,6	10,7
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku (Milyar TL)	259,3	307,9	333,2	342,1	352,9	336,5	380,1	438,5	464,6	508	512,3	566,4	586
AB Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku/GSYH	74	67,7	59,6	52,7	46,5	39,9	40	46	42,3	39,1	36,2	36,1	33,5

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı[202]

[199] Tahir Büyükakın ve Cemil Erarslan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 8, (2004/2), s. 33

[200] BDDK, "From Crisis to Financial Stability (Turkey Experience)", **Banking Regulation and Supervision Agency Working Paper**, Revised Third Edition, 3 September 2010, s. 35

[201] ECB, https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html (28.04.2017)

[202] Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=249&cid=26 (29.04.2017)

2002-2005 yılları arası enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşullar sağlanmaya çalışılmış ve önemli ölçüde ilerleme kaydedilmiştir. 2006 yılı ile birlikte açık enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. İlerleyen on yıllık süreçte para otoriteleri tarafından sürdürülen politikalar ve küresel gelişmeler sonucunda enflasyon ile mücadele konusunda önemli mesafeler kat edilmiş, 2002 yılına kadar süregelen yüksek enflasyon süreci son bulmuş, tek haneli enflasyon dönemine geçilmiştir[203].

3.2.3. Türkiye'de Aktarım Kanalları ve Etkinliği

3.2.3.1. Faiz Kanalı Etkinliği

2001 yılı öncesinde yüksek enflasyon ve dolarizasyon nedeniyle TCMB'nin parasal büyüklükler üzerinde kontrolü oldukça kısıtlı olmuştur. Üretim ve fiyatlamanın döviz kuruna bağlı olması faiz kanalının etkisini zayıflatmaktaydı. Kriz sonrası gerçekleştirilen reformlar sonucunda finansal sektörün toparlanması, bankacılık sektörünün güçlenmesi, kamu borç stokunun ve açığının azalması ile birlikte dolarizasyon azalmış ve faiz kanalının etkinliği artmıştır[204].

Seyrek, Duman ve Sarıkaya'nın Türkiye için 1968-1996 yıllarını kapsayan çalışmasında, faiz haddinin büyüme oranı ile negatif yönlü ancak zayıf olduğu, bunun yanında para arzının da diğer değişkenleri açıkladığı halde açıklama derecesinin zayıf olduğu vurgulanmaktadır[205].

Şahinbeyoğlu'nun çalışmasına göre 2001 yılı öncesinde reel faiz oranları ve reel döviz kuru çıktı açığını açıklamakla birlikte etkisinin az olduğu vurgulanmaktadır. Bu durum bize para politikasının üretim seviyesini etkilemedeki gücünün düşük olduğu sonucunu vermektedir. Çalışmanın vardığı sonuçlar şu şekildedir. Nominal faiz oranlarındaki artışın reel faiz oranlarında artışa neden olduğu, bunun da yerel paranın değerini yükselterek enflasyon oranını azalttığı ortaya konmuştur. Enflasyon oranındaki

[203] Ahmet Yılmaz ve Ali Arı, "Gevşek Parasal Göstergeler Ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında, Enflasyonla Mücadele: 2001-2011 Türkiye Deneyimi", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 34, Sayı 1, (2013), s.17

[204] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını, 2013, s.10

[205] İsmail Seyrek, Mehmet Duman ve Murat Sarıkaya, "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.5, Sayı.1, (2004), s. 207-211

düşüş, çıktı açığında bir azalmaya neden olurken döviz kuru değer kaybetmeye başlamaktadır. Bununla birlikte daraltıcı para politikasına enflasyon oranının verdiği tepki oldukça yavaş ve kısa ömürlüdür. Diğer taraftan, nominal faizlerdeki artış kamu borç stokunu ve kamu açığını arttırırken maliye politikasının para politikasını etkisiz kılmasına neden olmaktadır. Maliye politikasındaki bu gevşeklik yanında, aslında yüksek oranlı reel faiz bir yandan enflasyona neden olurken diğer taraftan yüksek enflasyonun da bir sonucudur[206].

Çifter ve Ozun'un yapmış olduğu 1997-2006 yıllarını kapsayan çalışmada ise para arzı, kredi miktarı, endüstri üretim endeksi, faiz oranları ve reel döviz kuru gibi değişkenler kullanılarak benzer sonuçlar elde edilmiştir. Elde edilen bulgulara göre para arzı endüstri üretimini etkilememekte ancak uzun dönemde enflasyona neden olmaktadır. Buna karşın endüstri üretimi faiz oranlarından etkilenmektedir. Çifter ve Ozun'a göre bu bulguların nedeni TCMB'nin faiz oranlarını ana gösterge olarak seçmiş olması ve 2001 sonrası dönemde ekonomik aktiviteyi asıl etkileyen değişkenlerin faiz oranları ile tüketici kredileri, iş kredileri ve kredi kartı kullanımının daha fazla olmasıdır. Bu nedenle 2001-2006 yılları arasında faiz kanalının en etkin kullanılan parasal aktarım mekanizması olduğu vurgulanmıştır[207].

Sarıkaya ve diğerlerinin yapmış olduğu analizler faiz kanalının etkinliği konusunda yapılan başka bir önemli çalışmadır. 1996 yılına kadar reel faiz oranları ile çıktı açığı arasındaki ilişki pozitif seyrederken, sonrasında bu ilişki negatif olmuştur. Bu istikrarsız ilişki için birçok neden gösterilebilir. Bunlardan birincisi, dalgalı kur rejimine geçilene kadar enflasyon hedeflemesinde faiz oranının politika aracı olarak kullanılmamış olmasıdır. Oysa 2001 öncesinde enflasyon ve üretimin kontrol altında tutulması için kullanılan ana araç döviz kuru olmuştur. İkincisi, yüksek enflasyon ve belirsizlik ortamında reel faiz oranlarının da yüksek seyretmesidir. Bu ortam karar birimlerinin faiz oranlarına duyarsız olması yanında faiz oranları ile harcama kararlarını

[206] Gülbin Şahinbeyoğlu, "Monetary Transmission Mechanism: A View From a High Inflationary Environment", **The Central Bank of the Republik of Turkey, Research Department Discussion Paper**, No.2001/1, (2001), s.17-27

[207] Atilla Cifter ve Alper Ozun, "The Monetary Transmission Mechanism in the New Economy: Evidence from Turkey (1997-2006)" **South East European Journal of Economics and Business,** Vol.2, Issue.1, (April 2007), s. 17-23

arasındaki bağı da zayıflatmaktaydı. Bu nedenle 2000'li yıllara kadar faiz kanalının etkisi kısıtlı kalmıştır.

Örtülü enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte hedefe ulaşmak için kısa vadeli faiz oranları sıkça başvurulan bir araç haline gelmiştir. Bununla birlikte döviz kurunun fiyatlar üzerindeki etkisi de azalmıştır. Sarıkaya ve diğerlerine göre 2001 yılı sonrası faiz oranlarının enflasyon ve çıktı açığı üzerindeki etkisi önemli oranda artmıştır[208].

2008 yılı sonrasında ise dünya genelinde ortaya çıkan finansal kriz Türkiye'yi de etkilemiş, bu durum yeni politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin kapsamı genişletilerek fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın da gözetilmesi gerektiği vurgusuyla yeni bir para politikası bileşimine başvurulmuştur.

2010 yılından sonra yeni para politikası ile dış denge ve sermaye akımlarından kaynaklanan finansal riskleri azaltmak adına kredi büyümesi ve döviz kuru göstergeleri üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu nedenle kısa vadeli faiz oranları ile birlikte, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, likidite yönetimi ve rezerv opsiyonu mekanizması (ROM) gibi farklı araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu araçların kullanımı ile geleneksel faiz kanalı yanında kredi kanalı ve döviz kuru kanalının önemi artmıştır. Aşağıda verilen Tablo 12'de eski ve yeni para politikasının işleyişi gösterilmiştir.

Tablo 12. Yeni Para Politikası Bileşenleri

	Eski Çerçeve	**Yeni Çerçeve**
Araçlar	Politika Faizi	Politika Faizi Likidite Yönetimi Faiz Koridoru Zorunlu Karşılıklar Rezerv Opsiyonu Mekanizması
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar

Kaynak: TCMB yayınları, Parasal Aktarım Mekanizması

[208] Çağrı Sarıkaya ve Diğerleri, "Estimating output gap for the Turkish economy", **Central Bank of the Republik of Turkey, Research Department Working Paper**, No. 05/03, (February 2005), s. 15

Yeni para politikası kapsamında fiyat istikrarı ile finansal istikrarı sağlamak adına kısa vadeli faiz oranlarının yeterli bir araç olmadığı gözlenmiş ve merkez bankası birbirinden farklı faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Böylelikle TCMB politika faizi yanında faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranlarını aktif araçlar olarak kullanmaya başlamıştır[209].

3.2.3.2. Döviz Kuru Kanalı

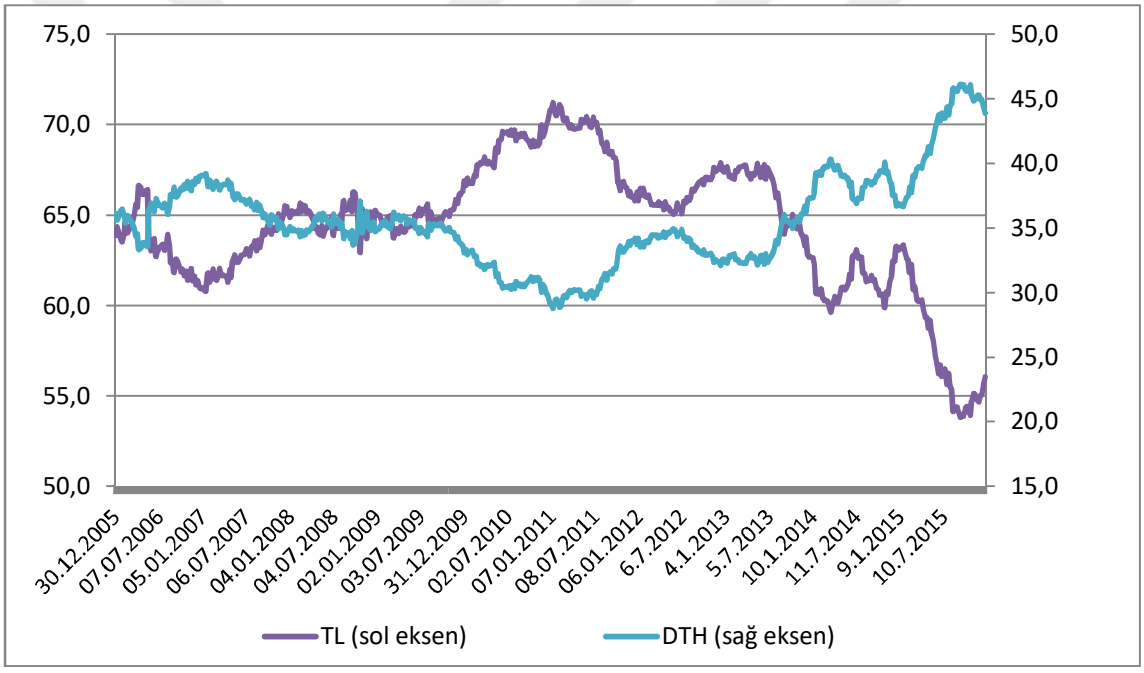
Döviz kuru kanalı, döviz kurunun ithal edilen malların fiyatları üzerinde yarattığı ve toplam talebe olan etkisi açısından önemli bir kanaldır. Özellikle Türk ekonomisi düşünüldüğünde döviz kurundaki dalgalanmaların etkisi gelişmiş ülkelere göre daha hızlı ve maliyetli olmaktadır. Dolarizasyon, mali dengesizlikler, bankacılık sisteminin zayıf yapısı, finansal sistemin sığ olması ekonominin döviz kuru dalgalanmalarına karşı daha da kırılgan olmasına neden olmaktadır.

2001 yılında dalgalı kur rejimine geçiş öncesi döviz kuru enflasyonun ana belirleyicisi konumundadır. Fiyatlama davranışında döviz kurunun etkisi yüksek olduğundan aktarım kanalı olarak döviz kuru 2001 öncesi oldukça önemli derecede ve hızlı yansımaktaydı. Enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte dalgalı kur rejiminin benimsenmesi ve sonrasında, döviz kurunun ekonomi üzerindeki etkisinin azalmaya başladığını ortaya koyan çalışmalar mevcuttur. Bunun nedenleri arasında merkez bankasına duyulan güvenin artması ve döviz kurundaki değişmelerin tahmin edilememesinin olduğu söylenebilir. Bunun yanında fiyatlama davranışının döviz kurundaki dalgalanmalardan daha az etkilenmesi de neden olarak gösterilebilir[210]. Bununla birlikte döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar bize dolarizasyonun zayıfladığını ancak hala yüksek seyrettiğini de göstermektedir. Dolarizasyon için kullanılan gösterge döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduatlara oranlanması ile elde edilmektedir. 1992 yılında yükselmeye başlayan dolarisazyon, 1996-2003 yılları arasında yüzde 70 seviyelerinde sabit kalmıştır[211]. 2003 yılı sonrasında hızla düşeye başlamış 2006 yılında hafif bir artış olmasına karşın 2011 yılına kadar yüzde 30

[209] TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, s. 12,-13
[210] Hakan Kara ve Fethi Öğünç. "Inflation targeting and exchange rate pass-through: the Turkish experience." **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 44, Issue.6, (November-December 2008), s. 52-63
[211] Afşin Şahin ve Göktüğ Şahin, "An Overview on the Exchange Rate and Liability Dolarization in Turkey" **The International Journal of Applied Economics and Finance**, Vol.8, No.3, (2014), s. 67

seviyelerine kadar gerilemiştir (bk. Grafik 22). Döviz kurunda yaşanan değerlenme sonucunda tekrar yükselişe geçmiştir.

Yapılan çalışmaların çoğunda elde edilen ortak bulgular döviz kuru etkisinin azalmakla birlikte hala yüksek seyrettiği yönündedir. Enflasyonun 2001 sonrası kontrol altına alınması ve yapısal bazı değişikliklerin gerçekleştirilmesi muhakkak önemli bir rol üstlenmiştir, ancak IMF'den alınan yardım ve sonrasında Türkiye'ye akın eden yabancı sermayenin TL'nin değerini arttırması ile enflasyonun düşürülmesine büyük katkı yapmıştır. Bu katkıda döviz kuru kanalının çalışır olması enflasyonla mücadelede önemli bir kolaylık sağlamıştır[212].



Grafik 22. TL Mevduatları ve Döviz Tevdiat Hesaplarının Toplam Mevduatlara Oranı
Kaynak: TCMB

Döviz kurundaki düşüş ya da diğer bir ifadeyle TL'nin değerlenmesi ihraç edilen malların fiyatını arttırırken, ithal edilen malların ucuzlamasına neden olmaktadır. Bu duruma tepki olarak ihracat azalırken ithalat artmakta ve net ihracat düşmektedir. Daraltıcı para politikası dış ticarete etkisi nedeniyle GSYİH'nın geçici olarak düşmesine

[212] Almila Karasoy, Kürşat Kunter ve Vuslat Us, "Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model", **Economic Modelling**, Vol.22, Issue.6, (December 2005), s. 1070-1072

neden olsa da belli bir gecikmeden sonra net ihracat tekrar artmaya başlamakta bu da beraberinde üretim artışını getirmektedir[213].

Döviz kurunun toplam talep üzerinde yarattığı etki kadar arz yönünden yarattığı etki de önemlidir. Döviz kuru Türk ekonomisi için başta üretim maliyetleri ile fiyatları etkilerken, risk primi, beklentiler ve firma bilançoları gibi değişkenler üzerinde oldukça hızlı bir aktarım mekanizmasıdır. Türkiye açısından tarihsel süreç incelendiğinde ekonomik büyüme devam ederken TL'nin değeri artmakta, aynı şekilde TL değer kaybederken ekonomi küçülmektedir. Bu eşzamanlı hareketleri yabancı sermaye akımlarındaki değişim ile açıklamak mümkündür. Türkiye'ye yabancı sermaye girişi arttığında yatırımın ve üretimin finansmanında yabancı kredi kullanımı artacaktır. Bununla birlikte firmaların YP cinsinden aldıkları borçların TL karşısında değeri azalacaktır. Diğer bir ifade ile firmaların net değeri artacaktır. Bu sayede firmalar daha fazla yatırım yapma imkanına kavuşmuş olacaktır.

Bu olumlu tabloya ek olarak ithal girdilerin de ucuzlaması bir taraftan üretim sürecinde maliyetleri düşürerek ekonomik aktivitede artışa olumlu katkı sağlarken diğer taraftan fiyatların düşmesi, hanehalkı satın alma gücünü arttırarak toplam talebin de yükselmesine neden olmaktadır.

Döviz kurundaki artışlar ise adı geçen değişkenler üzerinde tam tersi bir etki yarattığından hem talep hem de arz yönünden olumsuz sonuçlar doğurmaktadır[214].

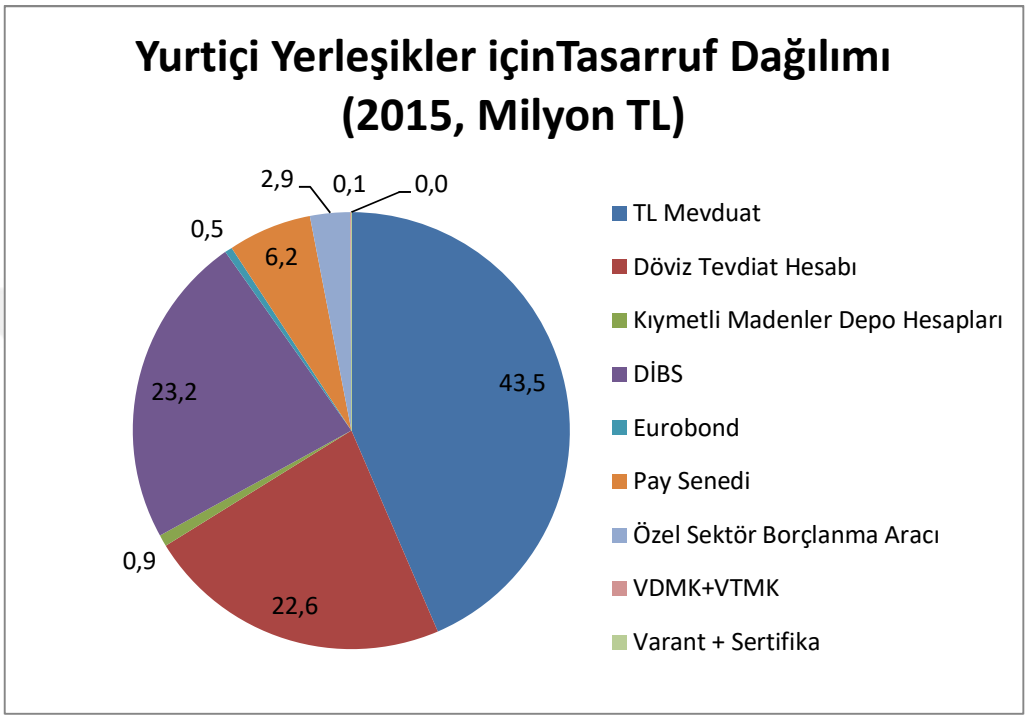
3.2.3.3. Varlık Fiyatları Kanalı

Türkiye için Tobin q'su ya da diğer bir ifade ile varlık fiyatları kanalını incelerken ilk olarak bireylerin varlık portföylerini incelemek gerekir. Türk ekonomisinde hanehalkı ya da bireylerin tercih ettikleri öncelikli varlıklar gayri menkuller, TL cinsinden mevduatlar, YP cinsinden mevduatlar, devlet tahvilleri ve altındır. Grafik 23'te 2015 yılı için Türkiye genelinde yerleşiklerin tasarrufları ve

[213] Figen Büyükakın, Vedat Cengiz ve Armağan Türk, "Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Döviz Kuru Kanalının VAR Analizi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:1, (2009), s.184

[214] Erdem Başçı, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya, "The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments", Bank for International Sattlements, **Transmission Mechanism for Monetary Policy in Emerging Market Economies** içinde (475-499) , Basel: Bank for International Sattlements Press and Communications, Monetary and Economic Department, BIS Paper No:35, January 2008, s. 481-482

bileşimi verilmiştir. Türkiye hanehalkı tasarruflarının sırasıyla yüzde 43,5'ini TL mevduatı, yüzde 23,2'sini devlet bonosu ve devlet tahvili, yüzde 22,6'sını döviz olarak tutmayı tercih etmektedir. Hisse senetleri ise toplam tasarruflar içerisinde yüzde 6,2 gibi düşük bir orana tekabül etmektedir.



Grafik 23. Yurtiçi Yerleşiklerin Tasarruflarının Dağılımı

Kaynak: TSPB

Hanehalkının banka mevduatları incelendiğinde ilk olarak göze çarpan YP cinsinden sahip olunan mevduatların 2001 yılından itibaren azalmaya başladığıdır[215]. Ancak bireyler YP'nin iyi bir değer saklama aracı olduğunu düşündüğünden çoğunlukla dövizi nakit olarak elde (diğer bir ifadeyle yastık altı) tutmayı tercih edebilmektedirler. Buna benzer olarak altın tasarruflarının da önemli bir kısmının evlerde saklandığını söylemek mümkündür. İnan, 29 Kasım 2011 tarihli köşe yazısında belirtiği üzere yastık altı saklanan altının değeri 300 milyar dolar iken, evlerde muhafaza edilen tasarrufların

[215] Hatice Erkiletlioğlu ve Diğerleri, "Türkiye'de Tasarruf Eğilimi" **Türkiye İş Bankası A.Ş. İktisadi Araştırmalar Bölümü**, 2011, s. 20-21

mütevazi değeri 350 milyar dolardır[216]. Bu nedenle hanehalkı varlıkları konusunda yapılacak tahminlerin doğruluğu konusunda net bir izah mümkün olmayabilir.

Hanehalkı varlıkları içerisinde devlet tahvilleri ve bonoları önemli bir yer kaplarken, özel sektör tarafından ihraç edilen hisse senetleri hanehalkının sahip olduğu varlıklar içerisinde önemli bir paya sahip değildir, ancak Tablo 13 incelendiğinde hisse senetlerinin varlıklar içindeki payının artmakta olduğunu söyleyebiliriz. Diğer bir varlık olan altın ise bankalarda muhafaza edilmediğinden hanehalkının varlıkları içerisinde ne kadarlık bir payının olduğunu tahmin etmek mümkün olmamaktadır. Ancak tabloda da görüleceği üzere istikrar dönemlerinde altın stokunun miktarı azalmakta, belirsizlik dönemlerinde ise altın bir tasarruf aracı olarak tercih edilmektedir.

Tablo 13. Yurtiçi Yerleşiklerin Yıllara Göre Tasarruflarının Dağılımı

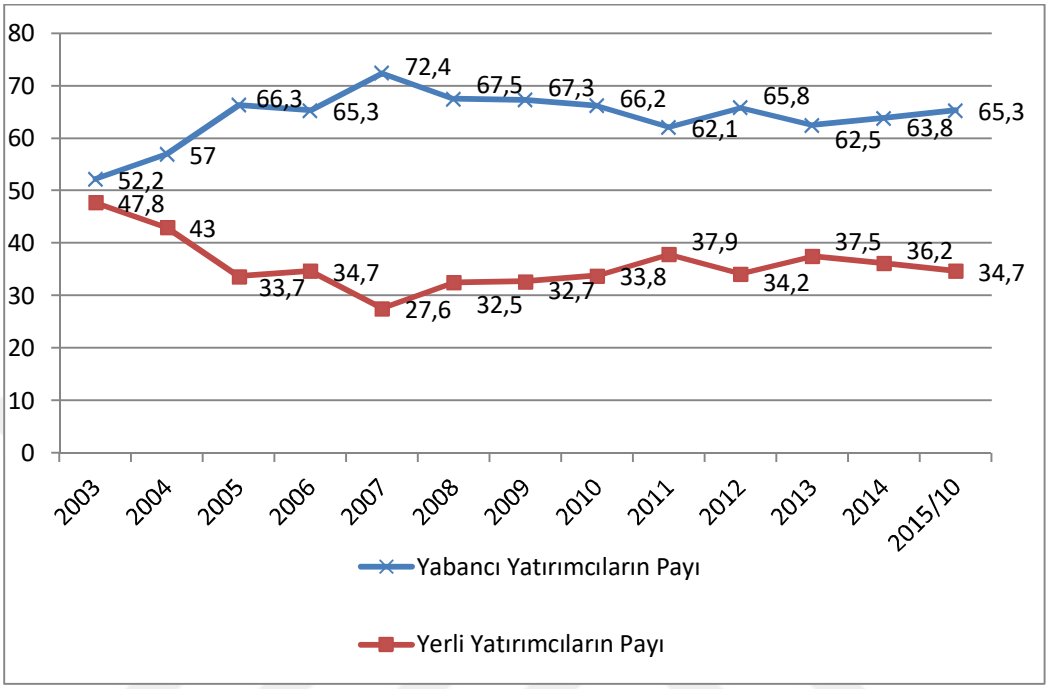
Trilyon TL/Yıl ve Yüzde Değişim	2001	2002/ %Δ	2003/ %Δ	2004/ %Δ	2005/ %Δ	2006/ %Δ
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	43.575	56.966 %30,7	78.694 %38,1	97.407 %23,8	104.729 %7,5	103.051 %-1,6
Mevduat	103.768	131.018 %26,3	147.351 %12,5	182.762 %24,0	226.091 %23,7	276.925 %22,5
Hisse Senedi	16.504	13.394 %-18,8	23.590 %76,1	40.616 %72,2	67.530 %66,3	72.831 %7,9
TOPLAM	**163.847**	**201.378 %22,9**	**249.634 %24,0**	**320.785 %28,5**	**398.350 %24,2**	**452.807 %13,7**
Tahmini Altın Stoku	81.317	104.679 %28,7	109.429 %4,5	114.775 %4,9	131.682 %14,7	170.383 %29,4

Kaynak: TSBP

2005 yılında kurulan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsasında ise çoğunlukla bankalar işlem yapmakta, firmalar ve hanehalkı ise önemsiz bir paya sahip oluğundan, borsada yapılan işlemlerin miktarı oldukça kısıtlı kalmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında ise yabancı yatırımcıların payı yerli yatırımcılardan fazladır. 2001 krizi ile birlikte başlayan normalleşme sürecinde yabancı yatırımcıların payı hızlı bir şekilde artmış, 2008'de yaşanan global krizin etkisiyle yabancıların payı düşmekle birlikte yüzde 65 seviyelerinde kalmıştır. Borsa İstanbul'da işlem yapan yerli ve yabancı yatırımcıların payları Grafik 24'te gösterilmiştir. Grafikten de anlaşılacağı üzere yerli yatırımcının payı oldukça düşük olmasının yanında, yapılan işlemlerin

[216] Ercan İnan, "Bir yastıktan çıkan soru: tasarruf oranı Türkiye'de gerçekten çok mu düşük?", 29 Kasım 2011, http://www.gazetevatan.com/ercan-inan-414330-yazar-yazisi-bir-yastiktan-cikan-soru--tasarruf-orani-turkiye-de-gercekten-cok-mu-dusuk-/ (15.01.2016)

çoğunluğunu bankalar, aracı kurumlar ve belli sayıdaki varlıklı yatırımcılar gerçekleştirmektedir.



Grafik 24. Hisse Senedi İşlemlerinde Yerli ve Yabancı Payları

Kaynak: SPK[217]

Varlık fiyatları kanalının Türkiye için etkinliğini Var analiziyle test eden Örnek de benzer sonuçlara ulaşmıştır. Örnek BİST endeksinin faiz oranı şoklarına tepki vermediği, yani para politikasının imkb endeksi üzerinde etkili olmadığı sonucuna varmıştır. Bunun yanında imkb endeksinde bir birimlik değişmeye karşılık reel üretimin anlamlı bir tepki vermediği görülmektedir. Elde edilen sonuçlar Türkiye'de hisse senedi kanalının etkin çalışmadığı yönündedir. Bu durum hisse senedi piyasasının yeterli derinliğe sahip olmadığı anlamına da gelmektedir[218].

3.2.3.4 Servet Etkisi Kanalı

Teorik olarak hanehalkının serveti arttığında tüketimi de bu doğrultuda artacaktır. Türk ekonomisi incelendiğinde de faiz oranlarındaki bir düşüşün konut, varlık ve hisse senedi fiyatlarına pozitif bir etkide bulunduğunu söylemek mümkündür.

[217] SPK, http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0, (20.02.2016)
[218] İbrahim Örnek, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi", **Maliye Dergisi**, Sayı: 156, (Ocak-Haziran 2009), s.119

Faiz oranlarındaki azalma hanehalkının tüketim isteğini arttırmakta ve reel servetini pozitif yönde etkilemektedir ancak özellikle 2001 yılı öncesinde faiz oranındaki azalma ile TL değer kaybetmekte ve elinde döviz bulunan hanehalkı bu durumu reel servetlerinde gerçek bir artış olarak algılamaktan ziyade (altın gibi) servetlerini korumak için bir araç olarak görmektedirler. Bu nedenle reel servette meydana gelen artışlar tüketim harcamalarını özellikle de dayanıklı tüketim malı harcamalarını önemli ölçüde etkileyememektedir.

Firmalar açısından bakıldığında döviz kuru tam anlamıyla bir varlık fiyatıdır. Firmaların borçları içerisinde önemli bir paya sahip olduklarından, TL'nin değer kazanması firmaların borç yükünü önemli ölçüde azaltmaktadır. Böylelikle firmaların varlıkları ve özsermayeleri değer kazandığından yatırımlara daha fazla kaynak ayırabilmektedirler.

Türkiye'de firmaların borç ve gelirleri incelendiğinde birçoğunun döviz kuru dalgalanmalarından olumsuz etkileneceği söylenebilir. Diğer bir ifade ile borçlarının çoğu YP cinsinden olan firmaların döviz kuru şoklarından olumsuz etkileneceği, yatırım ve karlarının azalacağı söylenebilir[219].

3.2.3.5. Kredi Kanalı

Kredi kanalının 2001 krizi öncesi Türkiye'de etkin çalışabilmesi için genel olarak uygun bir yapı olduğu söylenebilir. Finans sektöründe bankaların ağırlıkta olması, banka dışı finans kurumlarının yetersiz olması, banka kaynaklarının önemli bir kısmının mevduatlardan oluşması, türev ürün piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, ekonomik sorunların temelinde likidite yetersizliğinin olması gibi nedenler kredi kanalının 2001 krizi öncesinde etkin olmasına imkan tanıyacak nitelikteydi. Ancak kredi kanalının bu dönemde çalışmasını zorlaştıran faktörler vardır. Olumsuz faktörler arasında kamu bankalarının bankacılık sektörü içindeki payının yüksek olması, kronik enflasyonun özellikle para politikasını ve faiz oranlarının kullanımını olumsuz etkilemesi, hızlı kur artışlarının bankaların özkaynaklarını eritmesi yanında borçlarının

[219] Başçı, Özel ve Sarıkaya, 2008, s. 484-485

değerini artırması, beklentilerin olumsuz olması nedeniyle bankaların ve firmaların borç ilişkisine girmekten kaçınması gibi nedenler sayılabilir[220].

2001 yılı öncesi kredi kanalının etkinliğini analiz eden araştırmalardan biri de Özçicek'in yapmış olduğu çalışmadır. Çalışmaya göre, parasal şokları takip eden ilk çeyrek dönemde toplam kredilerde artış gözlenmekte ancak bu artış daha sonraki dönemlerde devam etmemektedir. Yani para arzı kısa bir süre toplam kredileri artırmakla birlikte uzun dönemde bu kredi artışı üretime yansımamaktadır. Aynı zamanda toplam kredilerdeki artışlar GSYİH'yı etkilememekte, buna karşın gelirdeki yükselme toplam kredilerde artışa yol açmaktadır. Bu bulguya göre kredi miktarındaki artışın asıl nedeni kredi talebindeki yükselmedir. Özçicek'in çalışmasında söz konusu yıllar için kredi kanalının çalışmadığı sonucuna ulaşılmıştır[221].

Aydın'ın 2001-2005 yılları arası için yapmış olduğu ekonometrik analizde kredi kanalının çalışır olduğu sonucuna varılmıştır. Aydın, modelinde 25 farklı iş kredisi, 18 farklı konut kredisi, 16 farklı tüketici kredisi ve 21 araç kredisinin piyasa faiz oranlarındaki değişmelerden etkilenip etkilenmediğini kısa ve uzun vade için sınamıştır. Elde edilen sonuçlara göre kredi piyasası etkin çalışıyorken tüm kredi türleri piyasa faiz oranından etkilenmektedir. Bununla birlikte bankalar firmalara vermiş oldukları kredilerde piyasa faiz oranını tek gösterge olarak kabul etmemektedirler. Konut kredileri ise, iş kredilerine göre faiz oranlarına daha duyarlıdır. Kredi genişlemesinin olduğu dönemlerde borç verme oranı tüketici ve araç kredilerinde daha yüksek iken firma kredilerinde bu oran daha az değişmektedir. Bu dönemlerde bankaların daha riskli konut kredisi kullandırdığı da görülmektedir[222].

Demiralp TCMB'nin, parasal büyüklükleri, özellikle zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek ekonomi üzerinde etkili olduğunu savunmaktadır. Demiralp, analizinde parasal büyüklüklerin merkez bankasınca kontrol altına alınarak para çarpanına etki ettiği ve bu vesileyle bankaların borç verme kabiliyetlerini belirleyebildiğini

[220] Emre Alpan İnan, "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.39, (Aralık 2001), s. 17-19
[221] Ömer Özçiçek, "Türkiye'de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 15, Sayı. 1, (2006), s. 265-266
[222] Halil İbrahim Aydın, "Interest Rate Pass-Through in Turkey" **The Central Bank of the Republik of Turkey, Research and Monetary Policy Department**, Working Paper No:07/05, (June 2007), s. 20-21

vurgulanmaktadır. Elde edilen sonuç, Türkiye'de banka borç verme kanalının çalıştığı yönündedir [223].

Bankaların borç verme kanalı üzerine yapılan önemli çalışmalardan biri de Çatik ve Karaçuka'ya aittir. 1986-2010 yıllarını kapsayan bu çalışmada elde edilen bulgulara göre yüksek enflasyon ve düşük enflasyon dönemleri arasında önemli farklılıklar vardır. Düşük enflasyon döneminde M1 para arzında yaşanan bir şok artış, kısa dönemde ekonomik aktiviteyi arttırırken, uzun dönemde negatif etki yaratmaktadır. Faiz oranlarındaki bir artış ise para arzındaki artışla kıyaslandığında daha fazla daraltıcı etki yaratmaktadır. Bunun yanında negatif para şokları fiyatların artması ile sonuçlanmaktadır. Yüksek enflasyon ortamında fiyatlar, faiz oranlarına pozitif yönde tepki verirken, düşük enflasyon döneminde negatif tepkiler göstermektedir. Negatif kredi şoklarında beklendiği gibi ekonomik aktivite azalmakta ve fiyatlar düşmektedir. Buna karşın düşük enflasyon ortamında kredilerin sıkılaşması ekonomik aktivite ve fiyatlar üzerinde daha büyük etkiler yaratmaktadır. Bu nedenle bankaların borç verme kanalı enflasyon hedeflemesi rejimlerinde daha fazla önem kazanmaktadır. Buna karşın, parasal şokların kredi hacmine yönelik kayda değer bir etkisi bulunamamıştır[224].

Türkiye'de faiz kanalının etkinliğinden bahsederken 2010 yılından sonra yeni bir para politikası uygulandığından bahsedilmişti. TCMB, 2010 yılından itibaren finansal dengesizlikler konusunda vurgular yapmış ve alternatif politika arayışlarını duyurmuştur. Fiyat istikrarı yanında, finansal istikrar için yalnız faiz kanalını değil, kredi ve döviz kuru kanallarını da aktif şeklide kullanacağı vurgulanmıştır.

Bu bağlamda zorunlu karşılıkların etkisini arttırmak adına karşılıklara faiz ödemesi yapılmamasına ve likidite yönetimi stratejisinin daha etkin uygulanmasına karar verilmiştir. Merkez Bankası bir haftalık repo ihale faiz oranlarını politika faizi olarak belirlemiş, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru sistemini korumuştur.

---

[223] Selva Demiralp, "Parasal Aktarım Mekanizmasında Para'nın Yeri: Türkiye için bir Analiz", **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt. 23, Sayı.264, (Mart 2008), s. 13-14

[224] Abdurrahman Nazif Çatik ve Mehmet Karaçuka "The Bank Lending Channel in Turkey: Has It Changed After The Low-Inflation Regime?" **Applied Economics Letters,** Vol.19, Issue.13, (2012), s. 1237-1242

2010 yılı sonlarında sermaye girişlerinin artmasıyla cari denge bozulmaya başlamış ve kredi genişlemesi hızlanmıştır. Hızlı kredi genişlemesini önlemek için faizleri yükseltmek yeni sermaye girişlerine yol açacağından, farklı politika seçenekleri dikkate alınmıştır. Böylelikle merkez bankası faizleri yükseltmeden sermaye girişlerini engellemeye, zorunlu karşılık oranlarını arttırarak kredi genişlemesinin önüne geçmeye çalışmıştır[225].

[225] Erdem Başçı ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans,** Cilt 26, Sayı 302, (2011), s. 14-15

4. YABANCI SERMAYE AKIMLARININ MAKRO DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİLERİ

Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının ve finansal liberalizasyonun neo-klasik iktisat açısından beş temel getirisi vardır. Bunlardan birincisi sermaye akımlarının kaynak dağılımında etkinliği sağladığıdır. İkincisi yerli tasarruflara katkı sağlayarak yatırımların seviyesine ve iktisadi büyümeye katkısıdır. Diğer taraftan, toplam gelirde yarattığı artış nedeniyle yerli tasarrufları ve yatırımları arttırması ve sürdürülebilir büyüme için ortam hazırlamasıdır. Üçüncü olarak rekabeti arttırması açısından finansal sektörde etkinliğin yükselmesine yardımcı olmaktadır. Dördüncü olarak yurtiçi yerleşiklerin yabancı varlıklara yatırım yaparak uluslararası düzeyde portföy oluşturmasına imkan sunmasıdır. Beşinci ve son olarak da uluslararası finansal piyasalara giriş imkanı sunarak borçlanma maliyetlerinin düşmesinde katkısıdır[226].

Sermaye akımları sermaye kıtlığı çeken ülkelerde, sermaye birikimi için bir kaynak niteliğindedir. Ayrıca tüketim harcamalarını azaltmaya gerek duymadan refah düzeyinin korunmasına imkan tanırlar. Tam bilgi ve tam rekabet piyasaları varsayımı altında sermaye akımlarının etkisi dış ticaret ile aynı etkileri yaratmaktadır. Bunu yanında DYSY'ye bağlı olarak teknolojik ilerleme, işletmelerde yönetim becerisini arttırak da büyüme üzerinde dolaylı etkileri vardır.

Yabancı sermaye akımının diğer bir etkisi ise gittiği ülkede hızlı bir parasal genişleme ve talep artışına neden olmasıdır. Bunun yanında eğer ülkede sabit döviz kuru rejimi uygulanmaktaysa enflasyonun yükselmesine, döviz kurlarının değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olacaktır. Buna bağlı olarak merkez bankalarının sermaye girişinden dolayı döviz kurları ile mücadele etmesi ve müdühelelerde bulunması gerekecektir. Ancak hazine bonosu satarak uygulayacağı sterilizasyon politikaları da faiz oranları üzerinde arttırıcı etki yaratabileceğinden daha fazla sermaye girişine yol açabilecektir. Eğer merkez bankası piyasadan doğrudan döviz satın alma yoluna giderse bu kez de döviz kurunun değerlenmesine yol açabileceği gibi

[226] Oğuz Esen "Financial Openness in Turkey", **International Review of Applied Economics**, Vol. 14, No. 1, (2000), s. 6

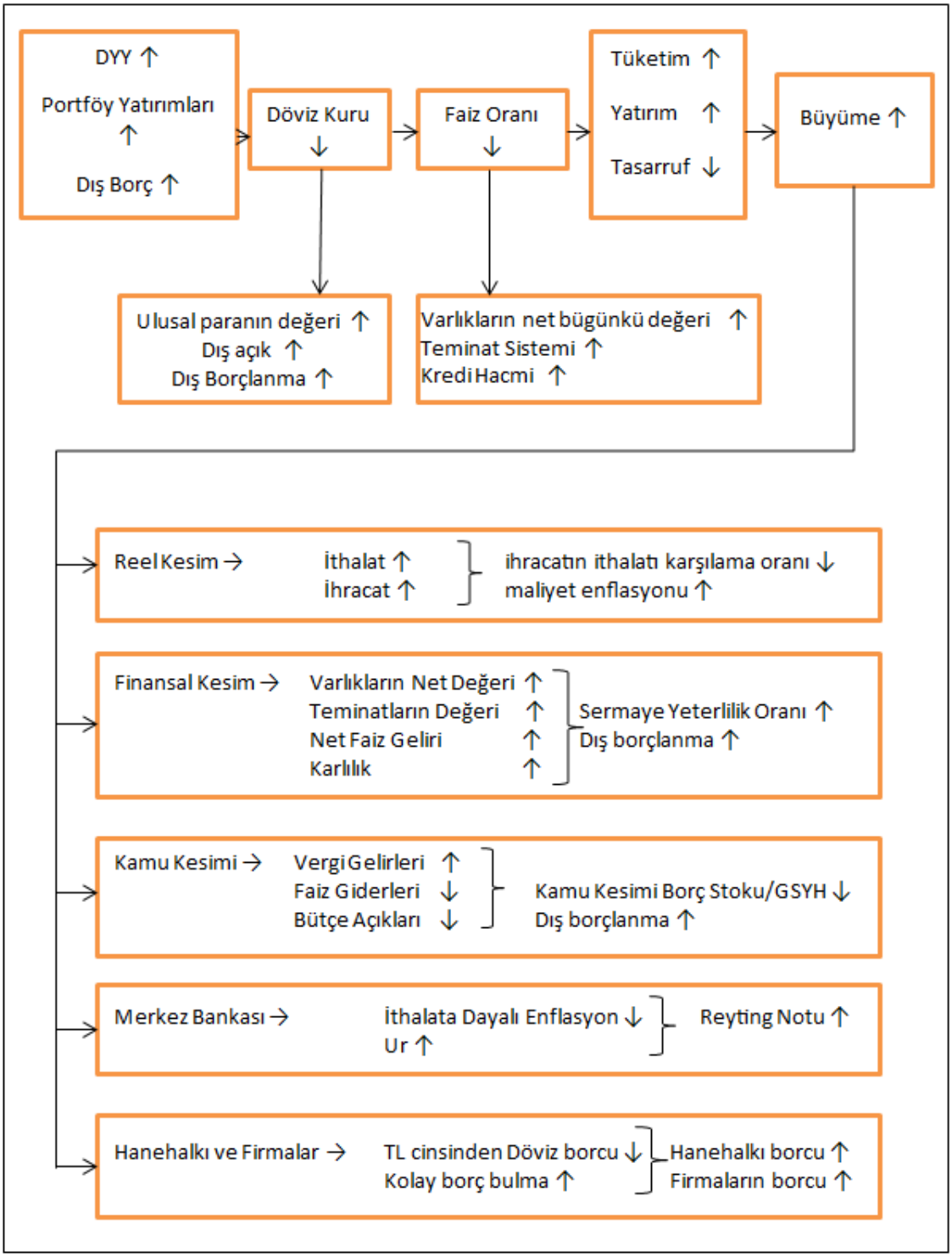
müdahalenin para tabanında yaratacağı etki sonucu, enflasyonist baskıyla sonuçlanmasına da neden olabilecektir.

Dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelerde ise sermaye girişlerinin etkisi farklıdır. Kur dalgalanmaya bırakıldığı için merkez bankasının müdahalesine gerek kalmayacaktır. Böylelikle sermaye girişi yerel paranın değerlenmesine ve faiz oranlarının düşmesine yol açacaktır[227]. Bu açıdan 2001 yılı sonrası Türkiye'de uygulamaya konulan dalgalı kur rejimi, ihracata dayalı büyüme stratejisi ile uyumluluk göstermektedir.

Sermaye girişinin faiz oranlarında ve döviz kurlarında aşağı doğru bir etki yaratması düşük kur, düşük faiz, düşük enflasyon politikaları açısından tercih edilen bir durumdur. Faiz oranlarındaki azalma ile yatırımların artması, TL'nin değerindeki artış ile ithal girdilerin daha ucuza mal edilerek ihracatın arttırılması imkanı doğacaktır. Diğer yandan ithal girdilerin ucuzlamasıyla maliyetlerin düşürülmesi, enflasyonla mücadeleye de katkı sağlayacaktır.

Türkiye'de sermaye girişlerinin etkilerini daha ayrıntılı analiz edebilmek adına sektörler bazında incelemek gerekir. Bu bağlamda sermaye akımlarının belli başlı makro değişkenler üzerindeki etsini incelerken aşağıdaki gibi başlıklara ayırarak o sektörler için değerlendirmeler yapılacaktır. Şekil 2'de sermaye akımlarının makro değişkenler üzerindeki etkileri özet olarak sunulmuştur. Bu özete sadık kalarak altbaşlıklar şekillendirilecektir.

[227] Hakan Berument ve N. Nergiz Dincer. "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? : The Turkish Experience" **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 40, No. 4, (2004), s. 23-24



Şekil 2. Türkiye'de Sermaye Girişinin Makro Etkileri

Kaynak: Tarafımızca hazırlanmıştır

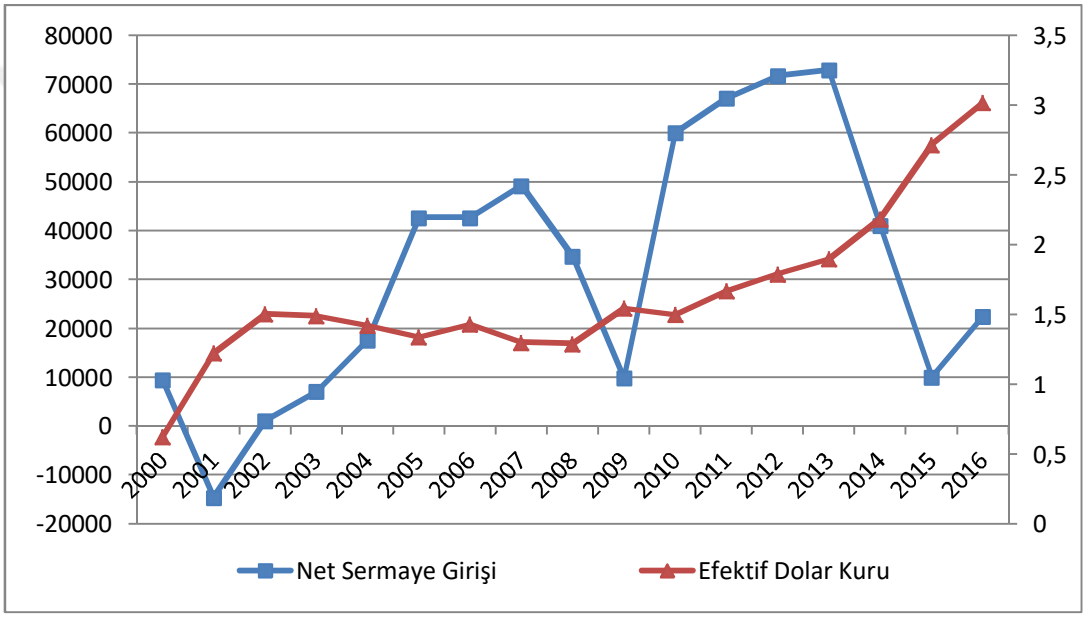
4.1. REEL KESİM TEMEL GÖSTERGELER

Sermaye akımlarının, özellikle büyük miktardaki doğrudan yabancı yatırımların önemli pozitif makroekonomik etkileri vardır. Bunlarla birlikte diğer yabancı sermaye yatırımlarının da süreklilik arz etmesi durumunda finansal sektöre katkıları büyüktür. Sermaye girişleri verimli yatırımların ve özelleştirmelerin önemli bir kaynağıdır. Türkiye'nin ihracat kapasitesinin arttırılmasında da büyük katkılar sağlamaktadır. Yabancı sermaye yatırımları, ihracat kapasitesini artırması açısından cari işlemler açığının finansmanında da yardımcı olmaktadır. Yabancı sermaye yatırımlarının doğrudan etkileri yanında, aktarım mekanizması üzerinden de etkileri önemlidir. Konumuz parasal aktarım kanalları üzerinden etkisi olduğu için özellikle bu konu üzerinde yoğunlaşılacaktır.

Yabancı sermaye akımlarının, ister doğrudan yatırım, ister portföy yatırımı isterse de dış borç akımı olsun, döviz kurunun değeri üzerinde önemli etkilerinden söz etmek mümkündür. Büyük miktarda ve devam eden sermaye girişleri YP'nin değer kaybetmesinde, TL'nin değer kazanmasında ve dolayısıyla enflasyonun yüksek seviyelerden aşağı düşürülmesinde katkı sağlamaktadır. Grafik 25'te net sermaye girişinin dolar üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Dikkat edilirse doların değerindeki değişmeler net yabancı sermaye girişlerini takip etmekte ve ters yönlü hareket etmektedir. Bununla birlikte 2008-2013 yılları arasında döviz kurundaki değerlenmenin altında yatan en önemli nedenlerden biri 2008 küresel ekonomik krizin devam eden etkileridir. 2013 yılıyla birlikte net sermaye akımlarındaki hızlı düşüş ile iç ekonomik ve siyasi gelişmelerin etkileri döviz kurundaki hızlı artışın nedenleri arasındadır.

2001 ve 2008 ekonomik krizlerinin yabancı sermaye akımları üzerindeki etkileri grafikte görülmektedir. Ancak 2008'de sermaye akımlarının yurtdışına kaçışının 2001 krizinden farklı nedenleri vardır. 2001 krizi daha ziyade iç ekonomik gelişmelerden kaynaklanmakdaydı. Sonrasında ekonomide yaşanan yapısal değişim ve finansal yapının güçlenmesiyle birlikte sermaye akımlarında ciddi artışlar yaşanmıştır. 2008 yılında sermaye akımlarının azalmasında ise iç dinamiklerden ziyade küresel etkilerin baskın olduğu söylenebilir. ABD'de patlak veren morgage krizi sonrası dünya genelinde sermaye akımları düşüşe geçmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkere yönelen

yabancı yatırımların ülkelerden ayrıldığı görülmektedir. Türkiye'nin 2008 global kirizi diğer gelişmekte olan ülkelere göre nispeten hafif atlattığı söylenebilir. Ancak sonraki yıllarda yaşanan siyasi ve ekonomik gelişmelerin de etkisiyle döviz kuru, sermaye girişlerine rağmen hafif bir artış eğilimine girmiştir. Bunun yanında 2011 yılında Suriye'de başlayan iç savaşın ve bölgenin istikrarsız yapısı Türk ekonomisini de etkilemiştir. 2013 yazında Gezi Parkı Protestolarıyla başlayan sürece siyasi alanda baş gösteren çalkantılar eklenince, ekonomik performası da etkilemiş yabancı yatırımcıların ülkeden kaçışına zemin hazırlamıştır.



Grafik 25. Türkiye'ye Net Sermaye Girişi ve Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi
Kaynak: TCMB

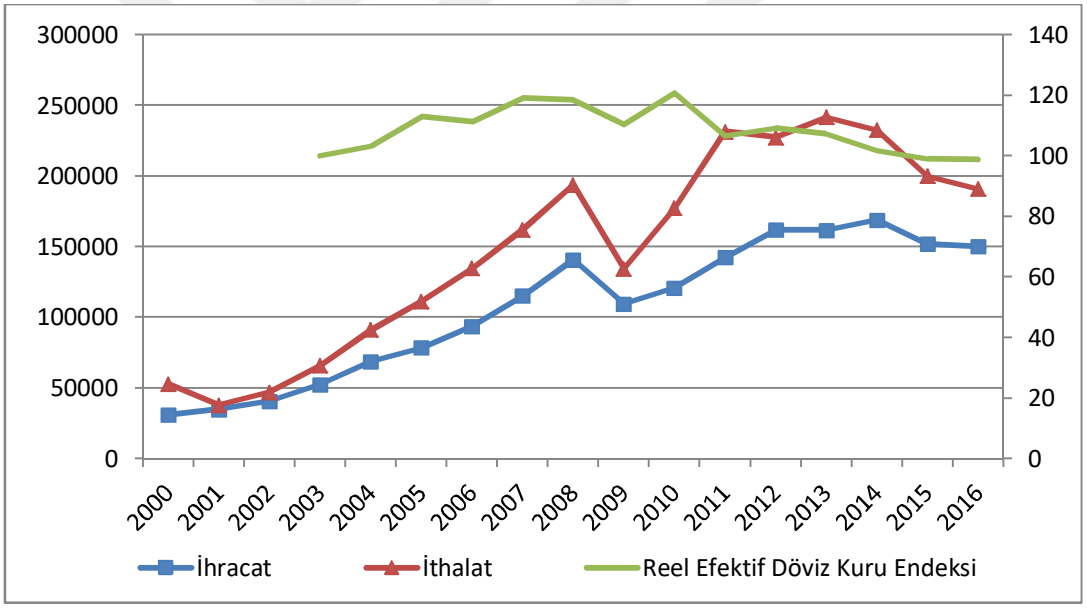
4.1.1. Dış Ticaret Dengesi

Sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde yarattığı değer etkisi aynı zamanda dış ticaret hacminde de kendisini göstermektedir. Bu etki, yabancı sermaye akımlarının döviz kuru kanalı üzerinden dış ticarete etkisi olarak da adlandırılabilir.

Sermaye girişleri karşısında değer kazanan TL, uluslararası ticaret alanında Türkiye'nin rekabet gücünün azalmasına neden olmaktadır. Yerli ürünler dış pazarlarda pahalı hale gelirken, yabancı ürünler ya da ithal girdiler ucuzladığından ithal edilen aramal ve tüketim mallarının miktarı da artmaktadır. Grafik 26'da TL'nin değeri ile

Türkiye'nin mal ihracatı ve mal ithalatının ilişkisi gözler önüne serilmiştir. İthalat ve ihracat az bir gecikme ile TL'nin değerindeki değişmeye aynı yönde tepki vermektedir. 2008 global kirizi sonrası döviz kuru değerindeki değişmelerin sonuçları daha belirgindir. 2009 yılı ile birlikte bir toparlanma görülse de 2010 yılında başlayan ve günümüze kadar süren TL'nin değer kaybı etkisini 2010 yılından başlayarak dış ticaret üzerinde göstermektedir.

Grafikte veri olarak kullanılan Reel Efektif Döviz Kuru endeksi 2003 yılını baz yıl olarak almaktadır. 2003 öncesi 19 ülke için hesaplanan REDKE yeni baz yıl ile birlikte 36 ülke için hesaplandığından ne yazık ki önceki yıllara ait endeks verisi mevcut değildir. Eski endeks ise 1995 yılı baz alınarak hesaplanmakta ancak son yılların verileri endekse dahil edilmediğinden geçerliliğini yitirmiştir.



Grafik 26. Türkiye'de Döviz Kurunun Dış Ticarete Etkisi
Kaynak: TCMB

1980'lı yıllardan sonra Türkiye'nin ihracata dayalı büyüme stratejisini benimsediği dikkate alındığında sanayi üretiminin yabancı sermaye ve aramalına bağımlı olması ciddi bir sorun olarak gözükmektedir. İhracatın büyüme üzerindeki etkisi birçok çalışmada doğrulanmış yadsınamaz bir gerçek iken ihracatın ithalata bağımlı olması sürdürülebilir uzun dönem büyüme önünde büyük bir engeldir. Özellikle sermaye akımlarının istikrarsız seyretmesi ve döviz kurları üzerindeki etkisi

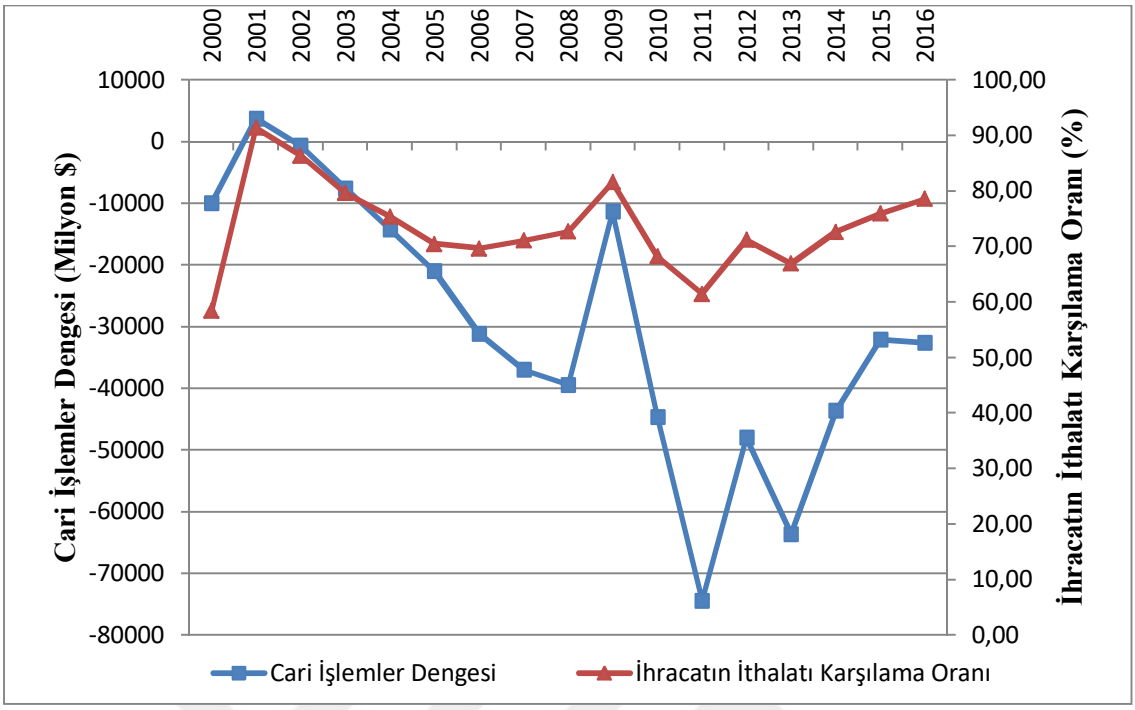
düşünüldüğünde üretimin ithalata bağımlılığını sonlandırmak ve dış ticaret açığını kapatmak öncelikli sorunlardan biri olmalıdır.

Buna ilaveten Grafik 26'da ithalatın, TL'nin değerine ihracattan daha fazla tepki verdiği görülmektedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri de ithalat içerisinde yalnız sanayi üretiminde kullanılan malların olmaması, aynı zamanda nihai tüketim mallarının da olmasıdır. TL'nin değerlenmesi hanehalkı ya da bireylerin yabancı mallara olan talebini arttırmaktadır[228].

4.1.2. Cari İşlemler Dengesi

İktisadi daralma dönemleri dışında ithalat ihracata oranla daha hızlı büyüdüğü için dış ticaret dengesi bozularak dış açık artmıştır. Dış ticaret açığının finansmanında ise sermaye akımları önemli bir rol üstlenmiştir. Buna karşın cari işlemler dengesi sürekli açık vermiştir ve bu açık büyük oranda dış ticaret açığından kaynaklanmaktadır. Grafik 27'de görüldüğü gibi cari işlemler açığı kriz dönemlerinde azalmaktadır. Bunun başlıca nedenlerinden biri ithalat ve ihracatın bu dönemlerde azalmasıdır. Bununla birlikte kriz dönemlerinde ithalat daha hızlı azaldığından ihracatın ithalatı karşılama oranı da yükselmektedir. Örneğin 2000 yılında kriz öncesi ihracatın ithalatı karşılama oranı yüzde 58 iken 2001 yılında bu oran yüzde 91'e yükselmiştir. Kriz sonrası oran tekrar düşmeye başlamış 2009 yılında global krizin etkisini göstermesiyle birlikte yüzde 81 seviyesine yükselmiştir. 2016 yılında ise ihracatın ithalatı karşılama oranı 78 düzeyindedir.

[228] Burcu Özcan ve Oğuzhan Özçelebi, "İhracata Dayalı Büyüme Hipotezi Türkiye İçin Geçerli Mi?" **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 20, Sayı: 1, 2013, s. 12

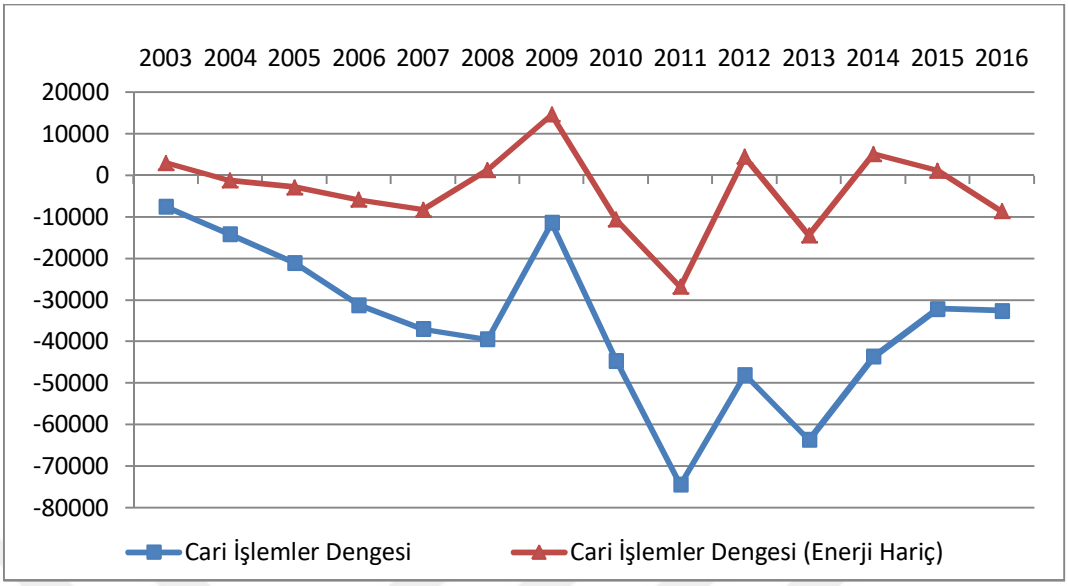


Grafik 27. Cari İşlemler Açığının Nedeni olarak İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
Kaynak: TCMB

Cari işlemler açığı ve sürdürülebilirliği ülkeler için önemli bir gösterge niteliğindedir. Dünya genelindeki kanı, cari işlemler açığının GSYH'ya oranının yüzde 5 düzeyini aşması, bu açığın sürdürülebilir olduğu konusunda şüphelerin artmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte cari açığın iç dinamikleri, finansman şekli, döviz kuru politikaları, ülkenin kendi iktisadi durumu ve küresel iktisadi durum cari açığın sürdürülebilir olup olmadığı konusunda ipuçları vermektedir.

Türkiye'de cari açığın en önemli yapısal nedeni ihracatın ithalata bağımlı olmasıdır. Türkiye'nin enerji kaynakları konusunda dışa bağımlı olması ve enerji ihtiyacının büyük bir kısmını yurtdışından karşılıyor olması cari açığın temel nedenlerinden biridir[229]. Grafik 28'de cari işlemler dengesi ve enerji ithalatı hariç cari işlemler dengesi verilmiştir. Grafikten de anlaşılacağı üzere cari işlemler açığının başlıca nedenlerdinden biri enerji ithalatıdır.

[229] Erkan Özata, "Sustainability of Current Account Deficit with High Oil Prices: Evidence From Turkey." **International Journal of Economic Sciences**, Vol.3, No.2 (2014), s. 72



Grafik 28. Cari İşlemler Dengesi ve Enerji Hariç Cari İşlemler Dengesi
Kaynak: TCMB

Toplam ithalat 2013 yılından başlayarak azalma eğilimine girmiştir. Bunun yanında enerji ithalatı ve aramalı ithalatı da benzer şekilde azalmıştır, ancak son yıllarda enerji ithalatındaki düşüş aramalı ithalatından daha fazla olduğundan cari açık açısından etkisi azalmıştır. 2016 yılı için sırasıyla toplam ithalat önceki yıla göre yüzde 4 azalarak 198,6 milyar dolar, enerji ithalatı yüzde 28 azalarak 27,1 milyar dolar, aramalı ithalatı ise yüzde 6 azalarak 134,3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (bk. Tablo 14).

Buna karşın cari işlemler açığını azaltan bir unsur ise Türkiye'nin önemli miktarda yabancı turist çekiyor olması ve aynı zamanda turizm gelirlerinin cari açık üzerinde pozitif etkilerinin olmasıdır. Yapılan analizlerden bazıları turizm gelirlerine ayrı bir önem atfetmiştir. Bu çalışmalara göre turizm gelirleri hesaba katılmadığında cari açığın sürdürülebilir olmadığı buna karşın turizm gelirlerinin cari açığın sürdürülebilir hale gelmesinde en önemli paya sahip kalem olduğunu savunmaktadırlar[230].

[230] Serdar Ongan, "The sustainability of current account deficits and tourism receipts in Turkey." **The International Trade Journal**, Vol. 22, No. 1, (2008), s. 57, 58

Tablo 14. Türkiye'de Toplam İthalat, Enerji İthalatı ve Aramalı İthalatı

	Toplam İthalat		Toplam Enerji İthalatı		Toplam Aramalı İthalatı	
	Milyon ABD $	% Δ	Enerji İthalatı	% Δ	Aramalı İthalatı	% Δ
2001	41,399		8,339		30,300	
2002	51,553	24.53	9,203	10.36	37,655	24.27
2003	69,339	34.50	11,574	25.76	49,734	32.08
2004	97,539	40.67	14,407	24.48	67,549	35.82
2005	116,774	19.72	21,254	47.53	81,868	21.20
2006	139,576	19.53	28,858	35.78	99,604	21.66
2007	170,062	21.84	33,882	17.41	123,639	24.13
2008	201,963	18.76	48,280	42.49	151,747	22.73
2009	140,928	-30.22	29,905	-38.06	99,509	-34.42
2010	185,544	31.66	38,496	28.73	131,445	32.09
2011	240,841	29.80	54,116	40.58	173,140	31.72
2012	236,545	-1.78	60,115	11.09	174,930	1.03
2013	251,661	6.39	55,916	-6.98	183,811	5.08
2014	242,177	-3.77	54,889	-1.84	176,721	-3.86
2015	207,234	-14.43	37,842	-31.06	143,316	-18.90
2016	198,616	-4.16	27,167	-28.21	134,315	-6.28

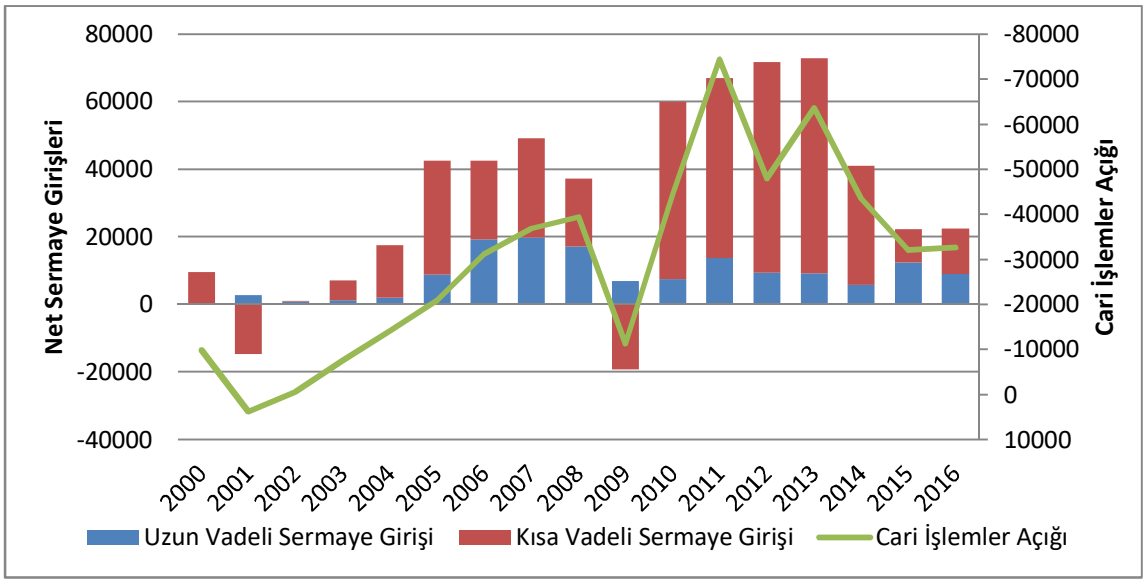
Kaynak: TÜİK

İhracatın, enerji ithalatına ve aramalı ithalatına bağımlı olması büyüme ve cari açığın sürdürülebilir olmadığı şeklinde yorumlanabilir. Ancak bir ülkenin sürekli açık veriyor olması ve cari açığın yüksek seyrediyor olması o ülkenin kriz yaşayacağı anlamına da gelmemektedir. Nitekim yapılan çalışmalar yaşanan krizlerde cari açığın önemli bir gösterge olduğunu ancak her yüksek cari açığın krizlerle sonuçlanmadığını göstermektedir[231].

Sürdürülebilir cari açıktan sözedebilmek için cari açığın nasıl finanse edildiğine bakmak gerekir. Ödemeler dengesi incelendiğinde cari işlemlerin kriz dönemleri hariç devamlı açık verdiği görülmektedir. Dış ticarete konu olan mal ve hizmetler aynı zamanda Türkiye'nin kazandığı ve harcadığı döviz miktarını göstermektedir. Cari işlemler dengesinden anlaşıldığı üzere Türkiye ihracattan çok ithalat yaptığından ciddi bir döviz ihtiyacı içerisindedir.

[231] Gian Maria Milesi-Ferretti ve Assaf Razin, "Persistent Current Account Deficits: a Warning Signal?", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.1, Issue.3, (July 1996), s. 162

Türkiye'de cari işlemler açığını finansmanında yabancı sermaye akımları önemli bir rol üstlenmiştir. Örneğin cari işlemler açığını en hızlı şekilde kapatma yöntemi dış borç almaktır. Bunun yanında ülkeye yabancı yatırımcıları çekmek diğer bir yöntemdir. Ancak ister dış borca başvurarak ister yabancı yatırımcıyı ülkeye çekerek finanse edilsin, yabancı sermayenin vadesi cari işlemler açığının sürdürülebilirliğini etkileyecektir. Aşağıda verilen Grafik 29'da cari işlemler açığının nasıl finanse edildiği gösterilmiştir. Şekle bakıldığında 2001 krizi sonrası cari açığın daha ziyade kısa vadeli yabancı kaynaklar yoluyla finanse edildiği göze çarpmaktadır. 2001 sonrası gerek ekonomide yaşanan yapısal dönüşüm, gerek küresel çapta gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını düşürmesi nedeniyle, yabancı sermayenin Türkiye'ye geldiği görülmektedir. Özellikle 2008 global krizine kadarki zaman diliminde DYSY'nin de artmasıyla birlikte uzun vadeli yabancı sermaye girişinde bir artış olmuştur. Ancak 2009 yılı ile birlikte cari işlemler açığının finansmanında kısa vadeli yabancı sermayenin kullanıldığı göze çarpmaktadır. Bu verilen bilgiler ışığında cari açığın sürdürülebilir olduğunu söyleyemeyiz. Ancak sürdürülebilir olmadığını söylemek için daha fazla göstergenin incelenmesi gerekir. Buna karşın şu ana kadar bahsedilen verilerle cari açığın uzun dönemde sürdürülebilir olması zayıf bir ihtimaldir[232].



Grafik 29. Türkiye'de Cari İşlemler Açığının Finansmanı

Kaynak: TCMB

[232] Özgür Polat, "Sustainability of the Current Account Deficit in Turkey", **African Journal of Business Management**, Vol. 5, No. 2, (January 2011), s. 580

Dikkat edilirse net sermaye girişleri cari işlemler açığını kapatmakta ve artıya geçmektedir. Ödemeler dengesi bir bilanço oldundan çift taraflı kayıt sistemi geçerlidir ve toplamı her zaman sıfırı vermektedir. Bu nedenle net sermaye girişi cari açığı aştığı zaman artı değer Merkez Bankasının rezerv hesabına işlenir.

4.1.3. Tasarruf-Yatırım Dengesi

Uluslararası sermaye akımlarının yatırım ve tasarruflar üzerindeki teorik etkilerine önceki bölümlerde değinmiştik. Teorik çerçevede yabancı yatırımların yerli yatırımları özendirdiği konusunda büyük çoğunluk hemfikirdir. Ancak tasarruf açısından değerlendirildiğinde özellikle ampirik çalışmaların ikiye ayrılarak tasarrufların azaldığı veya arttığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir[233].

Türikye için 1998 yılı fiyatlarıyla hesaplanan GSYH ile tasarruf ve yatırımlar incelendiğinde (bk. Tablo 15) kamu kesiminin 1990 ve 2004 yılları arasında hiç tasarruf yapmadığını görüyoruz. Buna karşın tasarrufların tamamını hanehalkı ve özel sektör gerçekleştirmekedir. 2005 yılı ile birlikte kamu kesiminin az da olsa tasarruf ettiği görülmektedir.

Sabit sermaye yatırımları tarafında ise 1998'li yıllara kadar kamu yatırımlarının neredeyse özel sektör yatırımları ile aynı seviyede olduğu görülmektedir. 1999 yılı sonrası ve özellikle 2001 kriziyle birlikte kamu yatırımlarında bir düşüş göze çarpsa da kriz sonrası özel sektör yatırımlarına oldukça yakın seviyelerdedir.

2009 fiyatlarıyla hesaplanan GSYH ile en çarpıcı değişim yurtiçi tasarruflarda gözlenmektedir. Son yıllarda sıkça tartışılan konulardan biri yurtiçi tasarrufların yetersiz olduğu ve yaşanan gerilemedir. Oysa yeni seri ile birlikte Türk ekonomisinin ciddi bir tasarruff sorunuyla karşı karşıya olmadığı görülmektedir. Örneğin eski seride 2014 yılında tasarruf oranı yüzde 14,9 iken yeni seride yüzde 24,4'e yükselmiştir. Dahası 2014 yılında AB ülkeleri genelinde yurtiçi tasarruf oranı ortalama yüzde 21, dünyada 24,8, OECD ülkelerinde ise yüzde 21,3 olarak gerçekleşmiştir. Yeni seri ile birlikte

[233] İbrahim Örnek, "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği." **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt 63, Sayı 2, (2008), s. 201, 207-209

yatırımlarda da benzer artışlar olmuştur. Yine 2014 yılı için eski seride yatırım oranı yüzde 20,5 iken yeni seride yüzde 29 olarak hesaplanmıştır[234].

Tablo 15. Türkiye'de Yurtiçi Tasarrufların ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSYH İçindeki Payı (1998 Fiyatlarıyla Eski Seri ve 2009 Fiyatlarıyla Yeni Seri)

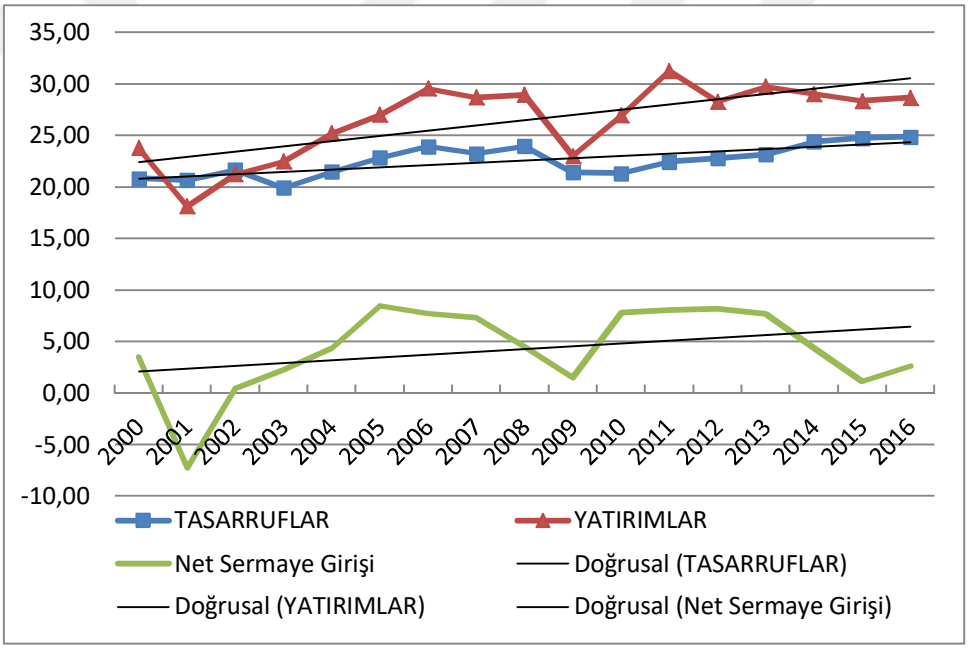
	TASARRUFLAR				YATIRIMLAR			
	KAMU	ÖZEL	ESKİ SERİ TOPLAM	YENİ SERİ TOPLAM	KAMU	ÖZEL	ESKİ SERİ TOPLAM	YENİ SERİ TOPLAM
1980	3.41	9.40	12.81	22.70	6.60	13.70	20.30	26.74
1981	5.62	11.82	17.44	22.93	6.80	12.30	19.20	25.67
1982	5.18	8.94	14.12	21.25	6.20	12.10	18.20	23.13
1983	4.82	9.18	14.00	16.58	6.50	12.50	19.00	19.63
1984	4.53	9.28	13.81	15.90	6.00	12.20	18.20	18.40
1985	5.77	14.69	20.46	18.07	6.90	12.40	19.30	20.00
1986	6.05	19.01	25.06	21.52	7.60	14.10	21.70	23.91
1987	4.93	21.23	26.16	23.14	7.40	15.50	22.90	24.91
1988	5.09	24.03	29.12	24.97	6.60	17.60	24.20	24.86
1989	3.55	20.83	24.38	22.69	5.70	15.50	21.10	23.06
1990	2.63	22.07	24.70	21.83	5.20	16.00	21.20	24.14
1991	0.70	23.89	24.59	21.86	5.60	16.50	22.10	22.96
1992	-0.58	24.62	24.04	22.05	5.50	16.40	21.90	23.53
1993	-0.67	25.76	25.09	21.91	5.40	19.20	24.60	26.20
1994	-0.12	25.04	24.91	20.56	3.70	19.10	22.80	21.41
1995	-0.05	24.63	24.57	20.61	3.10	19.60	22.80	24.05
1996	-1.11	23.43	22.31	20.47	3.80	20.00	23.80	22.62
1997	0.76	22.61	23.37	20.78	4.60	20.50	25.10	23.01
1998	-1.39	25.72	24.33	25.50	4.79	18.33	23.12	23.86
1999	-4.99	25.06	20.06	21.49	4.95	14.37	19.32	21.34
2000	-3.43	21.78	18.35	20.84	5.16	15.67	20.83	23.80
2001	-7.12	25.53	18.41	20.69	4.70	11.68	16.38	18.14
2002	-4.85	23.44	18.59	21.67	4.94	12.19	17.13	21.24
2003	-4.14	19.61	15.47	19.92	3.80	13.61	17.41	22.47
2004	-0.96	16.94	15.98	21.48	3.22	17.49	20.71	25.21
2005	2.80	13.15	15.95	22.86	3.79	17.60	21.39	27.03
2006	4.16	12.40	16.56	23.95	3.75	18.86	22.62	29.57
2007	2.38	13.11	15.50	23.25	3.86	17.90	21.75	28.71
2008	1.71	15.11	16.82	23.98	4.11	16.10	20.21	28.94
2009	-0.84	14.08	13.23	21.43	4.11	13.10	17.22	23.02
2010	1.55	11.98	13.53	21.33	4.28	14.96	19.23	26.97
2011	3.69	10.69	14.38	22.45	4.10	18.01	22.11	31.27
2012	2.91	11.62	14.53	22.79	4.24	16.32	20.56	28.30
2013	3.41	9.95	13.35	23.18	4.99	15.62	20.61	29.77
2014	3.18	11.73	14.91	24.41	4.84	15.66	20.50	29.03
2015				24.74			20.40	28.35
2016				24.88				28.68

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı (eski seri); IMF WEO (yeni seri)

[234] Zafer Yükseler, "2009 Referans Yıllı Yeni Milli Gelir Serisi ve Analizi", TCMB, 7 Şubat 2017 https://www.researchgate.net/profile/Zafer_Yuekseler/publication/313419893_2009_Referans_Yilli_Yeni_Milli_Gelir_Serisi_ve_Analizi/links/5899d1c7a6fdcc32dbdea214/2009-Referans-Yilli-Yeni-Milli-Gelir-Serisi-ve-Analizi.pdf (15 Haziran 2017), s. 13, 23

Hesaplama yöntemlerindeki tutarsızlıklara rağmen net sermaye girişlerinin 2009 yılı GSYH'sına oranlanması nedeniyle yeni seri kullanılacaktır. Aşağıda verilen Grafik 30'da net sermaye girişlerinin yurtiçi tasarruf ve sabit sermaye oluşumuna etkileri gösterilmiştir. Bu bağlamda net sermaye girişlerinin tasarrufları özendirdiği görülmekte, kısa vadede sermaye girişine tepki vermediği ancak uzun dönemde aynı yönde seyrettiğini söylemek mümkündür.

Yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisi ise daha net ve büyük görünmektedir. Yatırımların eğilimine bakıldığında, hem net sermaye girişinden hem de tasarruflardaki artıştan etkilenerek diğerlerine göre daha hızlı bir artış gözlenmektedir.



Grafik 30. Net Sermaye Girişlerinin Tasarruf ve Yatırımlara Etkisi
Kaynak: TCMB, IMF

4.2. FİNANSAL SEKTÖR TEMEL GÖSTERGELERİ

Kredi süreci için geleneksel makroekonomik analizlerin varsayımı, basitçe tasarruf edenlerden borç alanlara doğru ilerlemesidir. Standart IS-LM modelinde firmaları yatırıma iten ise fiziki sermayenin verimliliği ve reel faiz oranlarıdır. Denklemin diğer tarafında olan tasarruflar ise hanehalkının tasarruf etme isteğine ve likidite tercihlerine bağlıdır. Bu standart model, bankaların ya da firmaların yatırım ve harcama kararlarında finansal durumlarını gözardı etmektedir. Bu nedenle tasarrufların

yatırıma dönüşmesi sermayenin karlılığına ve faiz oranlarına bağlı olduğundan sistemin sorunsunsuz çalıştığı kabul edilir. Oysa alternatif kredi yaratma sürecinde, geleneksel yaklaşımlarda sorunsuz çalışan bu mekanizmanın bazı durumlarda çalışmadığı ya da sekteye uğradığı görülmektedir[235].

Literatürde genel kabul gören düşünce, sermaye girişlerinin bankacılık sektöründe kredilerin finansmanında yardımcı olduğu ve hızlı bir kredi genişlemesine yol açtığıdır. Özel sektöre verilen kredilerin hızlı artışı daha fazla aramalı ithalatı ile yabancı mal tüketimini uyararak toplam talebin artamsına neden olmakta ve cari işlemler açığının artaması ile sonuçlanmaktadır. Bunun yanında daha az maliyetli olması nedeniyle özel sektörün aldığı dış borçların hızlı artışı başka endişeleri ortaya çıkarmaktadır.

Sermaye girişleri ile tetiklenen hızlı kredi büyümesi, finansal sektör istikrarına potansiyel risk oluşturmaktadır. Kredilerin artan şekilde dışardan finansmanı, bankalarca döviz cinsinden alınan borçların yerli para cinsinden özel sektöre borç verilmesi banka bilançolarında uyumsuzluklara neden olmaktadır. Bu uyumsuzluklar arasında vade uyumsuzlukları ve kur riski yer almaktadır. Böyle bir durum kredi risklerine de neden olmaktadır. Dahası verilen kredilerin konut ve hanehalkı sektöründe yoğunlaşması kredi riskini arttıran diğer bir unsurdur[236].

Yabancı sermaye girişlerinin Türkiye'de kredi hacmi üzerindeki etkilerini anlatmadan önce vurgulanması gereken bazı noktalar vardır. Uluslararası sermaye akımlarının krediler üzerindeki etkisi oldukça karmaşık, çok yönlü ve tespiti zordur. Sermaye akımlarının döviz kuru, fiyatlar, faiz oranları ve finansal riskler üzerinde önemli etkileri vardır ki bunlar reel ekonomik etkilerdir. Bu nedenle sermaye akımlarının krediler üzerindeki etkisi reel sektörde olduğu gibi çoğu zaman doğrudan etkiler değil, dolaylı etkilerdir ve hem kredi talebi hem de kredi arzı üzerinde belirleyici olabilirler. Örneğin, değerli TL nedeniyle, ihracatçılar üretimini arttırmak, bireyler ise refah seviyelerini yükseltebilmek adına tüketim harcamalarını arttırmak için kredi

[235] Ben S.Bernanke, Cara S. Lown ve Benjamin M. Friedman, "The Credit Crunch", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.1991, No.2, (1991), s. 207
[236] İnci Ötker-Robe ve Diğerleri, "Coping with Capital İnflows: Experiences of Selected European Countries", **Monetary and Capital Markets Department, IMF Working Paper,** No. 07/190, (July 2007), s. 10-13

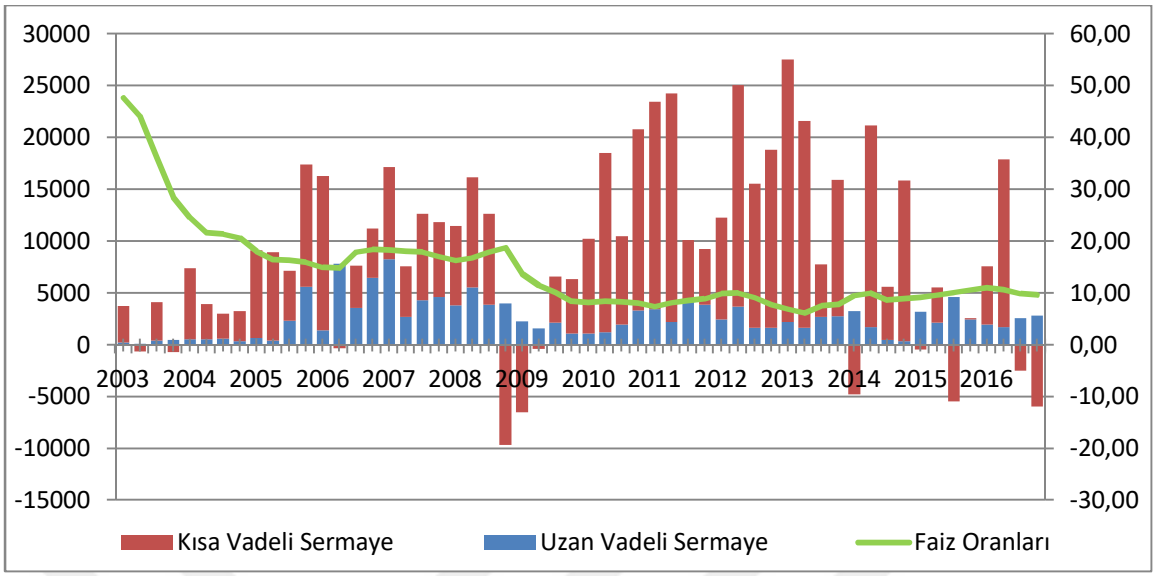
talebinde artışa neden olabileceklerdir. Buna karşın uluslararası faiz oranlarındaki düşüş ile kaynakların daha ucuza mal edilebilme imkanı doğduğunda bankalar kredi arzını artırmak isteyeceklerdir[237].

Türkiye için sermaye akımlarının kredi arzına etkisine baktığımızda dolaylı etkilerini şu şekilde görmekteyiz. Yerel paradaki değer artışı varlık fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Bu varlıklar hem bankaların varlıkları hem de özel sektör tarafından teminat gösterilen varlıkların değerini kapsamaktadır. Varlık fiyatlarındaki bu artış bankaların kredi verme arzusunu arttırmakatadır. Bunun yanında Tablo 6'da de gösterildiği gibi gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu düşük faiz politikaları bankalarımızınn dışardan borçlanarak kredi maliyetlerini azaltmasına vesile olmaktadır. Bu gelişmeler Türk bankacılık sektörünün faiz gelirlerini ve karlılıklarını arttırmaktadır. Böylelikle yükümlükler ve dış borçlar artarken sermaye yeterlilik oranları da olumsuz etkilenmemektedir[238].

Her ne kadar uluslararası sermaye akımları ve faiz oranları arasıdaki etkileşim dolaylı olsa da doğrudan ilişkisine bir göz atalım (Grafik 31). Genel anlamda sermaye girişleri ile faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğu göze çaprmaktadır. Ancak faiz oranlarının mı yabancı sermaye akımlarını etkilediği yoksa sermaye girişinin mi faiz oranları üzerinde etkili olduğu grafik üzerinde tespit edilememektedir. Buna karşın Merkez Bankasının enflasyonla mücadele kapsamında faiz oranları üzerinde etkili olduğu görülmektedir. Ancak 2010 yılından sonra finansal risklerin ortaya çıkmaya başladığı görülmekedir. Zaten Merkez Bankası da 2010 yılının son çeyreği ile birlikte fiyat istikrarı yanında finansal istiktar hedefini açıklamıştır. Grafikte de 2010 sonrası kısa vadeli sermaye girişlerinin istikrarsızlığı ve faiz oranlarının yukarı doğru eğilimi dikkat çekmektedir.

[237] Fabia A. de Carvalho ve Marcos R. Castro. "Foreign capital flows, credit growth and macroprudential policy in a DSGE model with traditional and matter-of-fact financial frictions." **Central Bank of Brazil Working Papers**, No. 387, (May 2015), s. 2

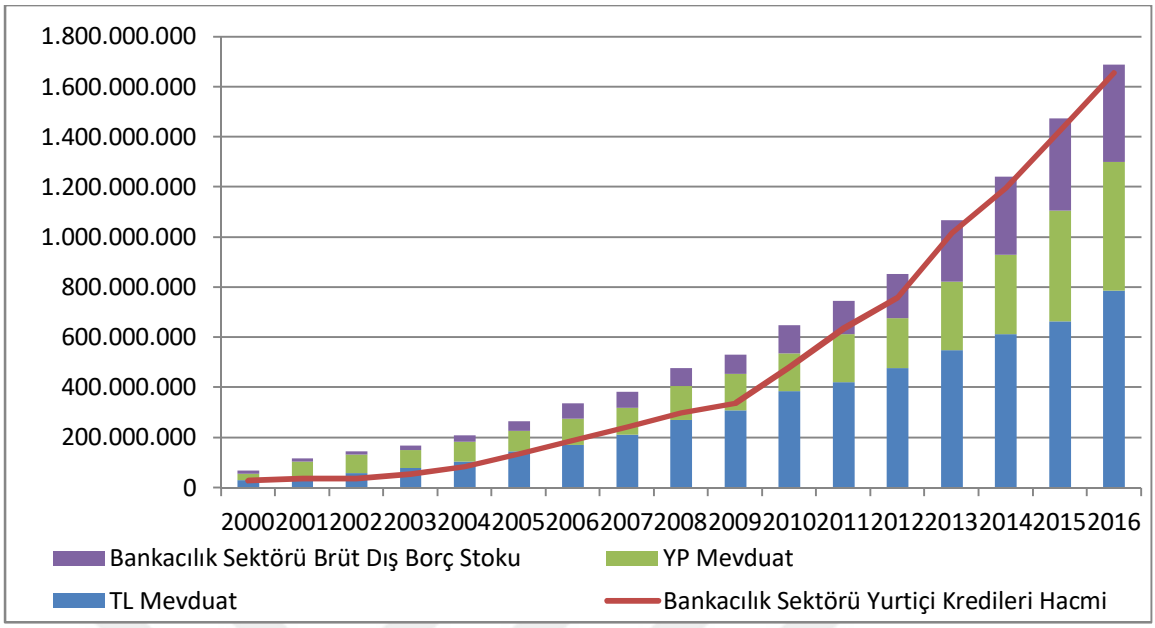
[238] Yusuf Soner Baskaya ve Diğerleri, "Capital Flows and The International Credit Channel", [Elektronik Versiyon] *Journal of International Economics*, (27 January 2017), s. 1-4



Grafik 31. Sermaye Akımları ve Faiz Oranları

Kaynak: TCMB

Sermaye akımlarının banka kredileri üzerindeki etkisini tam anlamıyla analiz edebilmek için banka bilançolarının gözden geçirilmesi mecburidir. Bilindiği gibi bankaların kredi yaratma sürecinde asli kaynakları topladıkları mevduatlardır. Grafik 32'de bankacılık sektörünün yurtiçinde kullandırdığı krediler görünmektedir. Bankalar 2006 yılına kadar toplamış oldukları TL cinsinden mevduatlar ile verdikleri kredileri finanse etmeyi başarmışlardır. Bunun yanında 2011 yılına kadarki süreçte kredilerin kaynağı olarak TL ve YP mevduatları yeterli görünmektedir. 2011 yılı sonrası kredi hacminde hızlı bir artış gerçekleşmiş ve kredilerin ana kaynağı olan mevduatlar yetersiz hale gelmiştir. Bankalar, 2011 yılından başlayarak, kredi hacmindeki hızlı artışı yurtdışından borç alarak devam ettirmişlerdir. Bu bağlamda yabancı sermaye akımlarının ve özellikle de dış borç akımının Türk Bankacılık Sektöründe kredi büyümesine pozitif etkisi olmuştur.



Grafik 32. Bankacılık Sektörü Yurtiçi Kredileri ve Finansmanı

Kaynak: TCMB

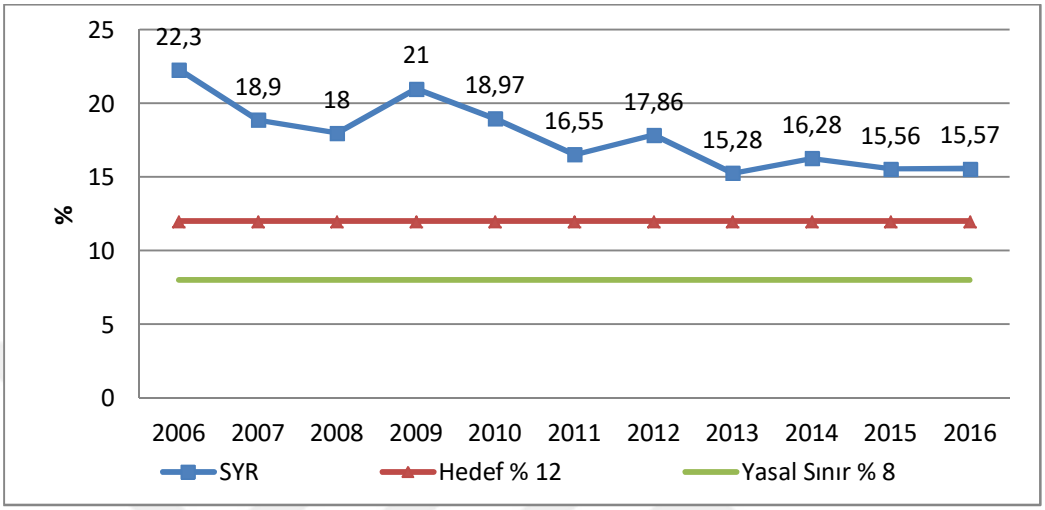
İktisat literatüründe finansal işleyiş ve finansal kırılganlık sorunları genellikle banka bilançolarının varlıklar kısmına odaklanmıştır. Kredi hacmi, kredi büyümesi, kredilerin varlıklara oranı gibi değişkenler finansal analizlerde sıkça kullanılmaktadır. Finansal kırılganlığın önlenmesinde bu değişkenlerin analizi ve bankaların risk ağırlıklı varlıklarının değerlendirilmesi sonucu belli düzeyde sermayesinin varlığı otoriteler tarafından şart koşulmuştur[239].

Bu göstergelerden bahsedecek olursak Bankaların Sermaye Yeterlilik Oranı ile başlamak doğru olacaktır. Basel uzlaşısında bankaların sermaye yeterlilik rasyolarının minimum yüzde 8 olması beklenmektedir. Her ne kadar Basel 1, Basel II ve Basel III'te tanımlanan rasyoda farklılıklar olsa da genel olarak bankaların riskli aktiflerinin özkaynaklarına oranı olarak tanımlanır. Bahsedilen farklılıklar kriz sonrası gözlemlenen bazı eksikliklerin kapatılması amacıyla ortaya çıkmış ve sermaye yeterliliğini hesaplama felsefesinde bir değişiklik yapılmamıştır[240]. Türk bankacılık sisteminde sermaye yeterlilik oranlarına bakıldığında genel olarak azalan bir trend gözlenmektedir. Ancak oran gerek zorunlu kriterin gerekse hedeflerin üzerinde gerçekleşmektedir.

[239] Engin Yılmaz ve Bora Süslü, "Turkish Non-Core Bank Liabilities", **South-Eastern Europe Journal of Economics**, Vil.1, (April 2016), s. 76

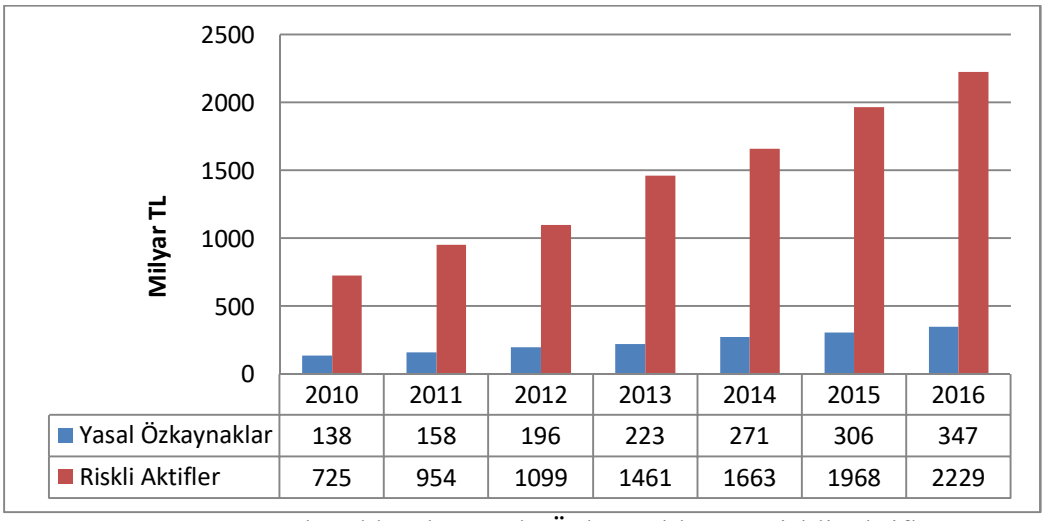
[240] BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı 20, Aralık 2010, s. 73-75

Grafik 33 ve Grafik 34'teki veriler değerlendirildiğinde sermaye yeterlik oranının düşmesinde, riskli aktiflerin özsermayeden daha hızlı artması neden olarak gösterilebilir.



Grafik 33. Banka Sermaye Yeterlilik Rasyosunun Gelişimi

Kaynak: BDDK, 2016: 20; Afşar, 2011: 165[241]



	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Yasal Özkaynaklar	138	158	196	223	271	306	347
Riskli Aktifler	725	954	1099	1461	1663	1968	2229

Grafik 34. Bankacılık sektöründe Özkaynaklar ve Riskli Aktifler

Kaynak: BDDK, 2016

Bankaları kamu, yerli özel bankalar ve yabancı özel bankalar şeklinde üç gruba ayırdığımızda sermaye yeterlilik oranları açısından kamu ve yabancı bankaların

[241] Muharrem Afşar, "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 6, Sayı 2, (2011), s. 165

ortalamanın üzerinde olduğu dikkati çekmektedir. 2016 yılında sermaye yeterlilik oranları yerli özel bankalar için yüzde 14,51 iken kamu bankaları için yüzde 15,76 yabancı bankalar için yüzde16,8'dir. Bankaları fonksiyonlarına göre ayırdığımızda ise sermaye yeterlilik oranları mevduat, katılım bankaları ve kalkınma ve yatırım bankaları için sırasıyla yüzde 15,1, yüzde 16,17 ve yüzde 23,44 olarak gerçekleşmiştir. Risk oluşturan varlıkların dağılımına bakıldığında ise yüzde 91 ile en büyük paya sahip olanın kredi riskini görmekteyiz. Buna karşın operasyonel riske esas tutar yüzde 7, piyasa riskine esas tutar ise yüzde 2 seviyesindedir[242].

Finansal riskleri değerlendirmek adına geleneksel olan bu yaklaşımlara karşılık özellikle 2008'de yaşanan global krizin ardından yeni yaklaşımlar geliştirilmiştir. Shin ve Shin 2010 yılında bu geleneksel yaklaşımların finansal kırılganlığı ölçmede ve anlamada yeterli olmadığını, bu nedenle bankaların çekirdek olmayan yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklere oranının da değerlendirilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Aşağıdaki Tabloda Shin ve Shin'in yapmış olduğu bankaların yükümlülük sınıflandırması görülmektedir[243].

Tablo 16. Banka Yükümlülüklerinin Sınıflandırması

	Çekirdek Yükümlülükler	**Orta Seviye**	**Çekirdek Olmayan Yükümlülükler**
Likit	-Vadesiz Mevduatlar (Hanehalkı)	-Vadesiz Mevduatlar (Finansal Olmayan Kurumlar)	-Repo -Vadesiz Borç -Bankaların Kısa Vadeli Döviz Borcu
Az Likit	-Vadeli Mevduat -Kredi Temerrüt Takası (Hanehalkı)	-Vadeli Mevduat -Kredi Temerrüt Takası (Finansal Olmayan Kurumlar)	-Vadeli Mevduatlar -Kredi Temerrüt Takası (Banka ve Sigorta Şirketleri)
Likit Olmayan	-Emanet Hesabı (Hanehalkı) -İpotekli Tahviller (Hanehakı)	-Emanet Hesabı (Finansal Olmayan Kurumlar	-Uzun Vadeli Borç Senetleri (Banka ve Sigorta Şirketleri) -Varlığa Dayalı Finansal Ürünler -Mortgage'a Dayalı Finansal Ürünler

Kaynak: Shin ve Shin (2011)

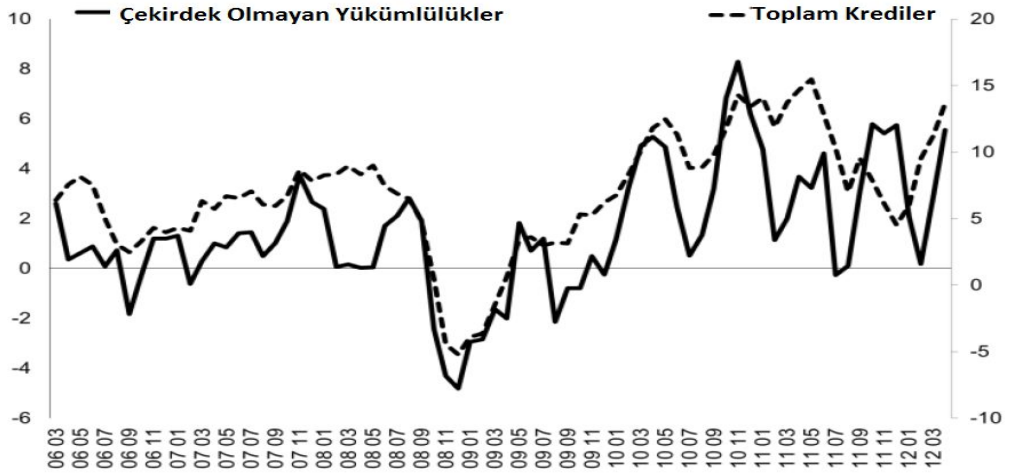
Kredi genişleme dönemlerinde varlıkların kompozisyonu ve gelişimi, banka bilançolarının yükümlülükler kalemi altında incelenebilir. Kredilerin finansmanında

[242] BDDK, **Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri,** Aralık 2016, s. 20-21
[243] Hyun Song Shin ve Kwanho Shin, "Procyclicality and Monetary Aggregates", **National Bureau of Economic Research Working Papers,** No. 16836, (February 2011), s. 15

kullanılan çekirdek yükümlülükler hanehalkının tasarruf ettiği mevduatlardır. Hanehalkının serveti yükseldikçe mevduatlar da artmaktadır. Ancak kredi genişlemesi çok hızlı olduğunda mevduatlar yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle de banka yükümlülüklerinin kompozisyonu değişmektedir.

Türkiye'de olduğu gibi dışa açık ekonomilerde, çekirdek olmayan banka yükümlülükleri kendini yabancı sermaye girişi olarak göstermekte ve döviz ağırlıklı yükümlükler artmaktadır[244]. Çekirdek olmayan yükümlülüklerin toplam yükümlükülere oranı şeklinde ifade edilen bu gösterge bize, oran arttıkça bankaların karşı karşıya kaldığı riskleri, finansal durumlarını ve kırılganlık durumlarını göstermektedir[245].

Gelişmiş ülkeler küresel kriz sonrası gevşek para politikası uyguladığından Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelere büyük miktarlarda sermaye girişine neden olmuştur. Türk bankacılık sistemi de kriz sonrası bu yabancı sermaye girişlerinden faydalanmıştır. 2010 ve 2016 yılları arasında hızlı kredi artışının kaynağı banka bilançolarından da anlaşılacığı üzere çekirdek olmayan yükümlülükleridir (Grafik 35).



Grafik 35. Çekirdek Olmayan Yükümlülükler ve Toplam Kredilerin Değişimi (Milyon TL)

Kaynak: Akdoğan ve Yıldırım[246]

[244] Joon-Ho Hahm ve Diğerleri "Macroprudential Policies in Open Emerging Economies", **National Bureau of Economic Research Working Papers**, No. 17780, (January 2012), s. 24-25

[245] Zübeyir Kılınç ve Diğerleri, "Non-core Liabilities and Credit Growth" **Central Bank of the Republik of Turkey**, Working Paper No. 13/24, 2013, s. 1

[246] Kurmaş Akdoğan ve Burcu Deniz Yıldırım, "Non-core Liabilities as an Indicator of Systemic Risk and a Liquidity Stress Test Application on Turkish Banking System", **Central Bank of the Republic of Turkey**, Working Paper No. 14/12, (2014), s. 8

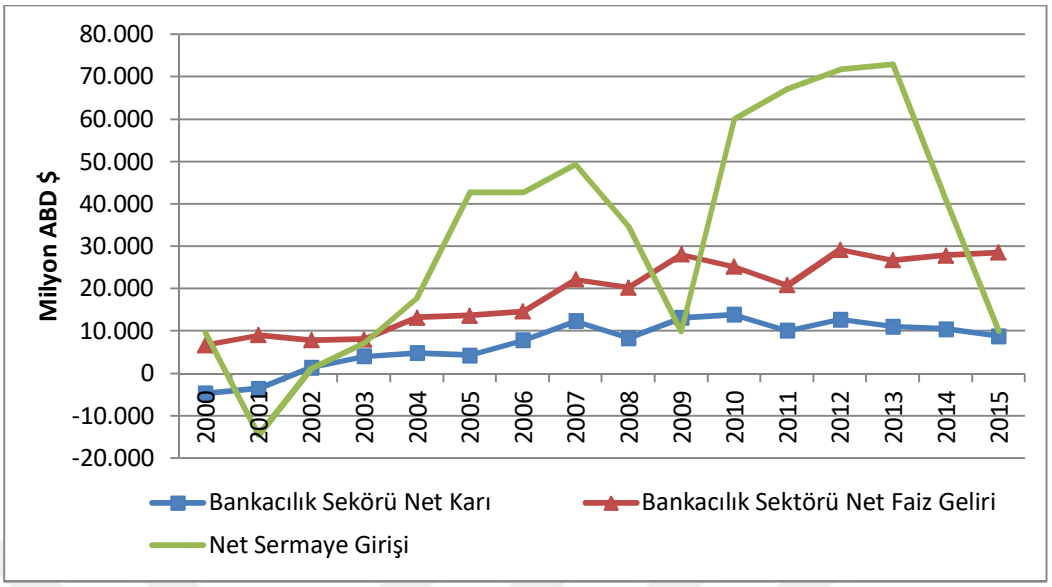
Çekirdek olmayan yükümlülükler incelendiğinde YP cinsinden yükümlülüklerin TL cinsinden yükümlülüklerden daha büyük olduğu görülmektedir. Bunun yanında kısa vadeli yükümlülükler uzun vadeli yükümlülüklerden fazladır. Ancak YP cinsinden yükümlülükler incelendiğinde uzun vadeli yabancı yükümlülüklerin az bir farkla kısa vadelilerden fazla olduğu göze çarpmaktadır. Çekirdek olmayan yükümülülüklerin büyük kısmı orta vadeli döviz borçları olmasına karşın Türk bankaları uluslararası ve/veya ulusal likidite krizlerine karşı hassastır[247].

2009 yılı sonrası ivme kazanarak artan kredi hacminin özellikle yabancı kaynaklar ile finanse edildiğinden bahsedilmişti. Bir de bu kredi genişlemesi sonucu bankaların faiz gelirleri ve karlılık durumlarının nasıl geliştiğini inceleyelim.

Grafik 36'da bankacılık sektörünün net karları ile net faiz gelirleri, net sermaye girişi ile karşılaştırılmıştır. Net sermaye girişinin dalgalı ancak doğrusal şekilde artığı görülmektedir. Bankaların kar ve faiz gelirlerinin de son 15 yıl içerisinde arttığını görmekteyiz. Ancak özellikle 2009 yılı sonrası hızlı bir şekilde büyüyen kredi hacmi karşısında faiz gelirlerinin ve bankacılık karlarının benzer şeklide büyümediği ortadadır. 2002 sonrası özellikle uzun vadeli yabancı sermaye girişi ve mevduatlara dayanan krediler ile karlılık oranları hızla artmış ancak 2008 sonrası dalgalı seyir izleyen ve genelde kısa vadeli olan sermaye akımları karşısında bankacılık gelir ve karları aynı seviyede seyretmiştir.

Bankacılık sektöründe karlar ile faiz gelirleri incelendiğinde 2007 sonrası net faiz gelirlerinin daha hızlı arttığı, buna karşın bankaların net karlarının aynı seviyede artmadığı da göze çaprmaktadır. Grafikte 2007 yılı sonrasına dikkat edilirse karlar ve faiz gelirleri arasındaki makasın açıldığı görülmektedir. Bunun temel nedeni faiz dışı gelirlerdeki artışın daha yavaş olmasıdır.

[247] Yılmaz ve Süslü, s. 76



Grafik 36. Bankacılık Sektörü Net Faiz Gelirleri ve Net Karlılığı

Kaynak: TBB

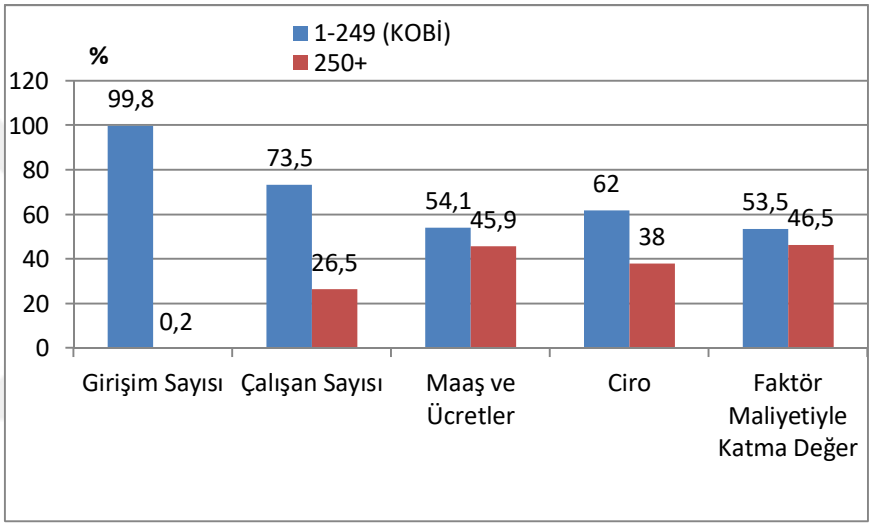
Son yıllarda Türkiye ekonomisinde yaşanan güçlü sermaye giriş-çıkışları, döviz kurundaki istikrarsız seyir ve faiz oranlarının yukarı doğru seyri para politikasının enflasyonla mücadelesini zorlaştırmaktadır. Son dönemde enflasyon verilerinin yukarı doğru seyri enflasyon hedeflemesinde en uygun parasal genişliğin ayarlanmasını zora sokmaktadır. Politika otoriteleri uygun parasal genişliği ayarlamaya çalışırken bir taraftan ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak ve enflasyonla mücadelede önemli bir yere sahip faizi baskılamak zorundadır.

4.2.1. KOBİ'ler ile Hanehalkının Ekonomideki Yeri ve Önemi

Teorik yaklaşımlarda para politikasının kredi kanalı yoluyla aktarımında bankaların önemine değinilmişti. Ayrıca bankaların verdiği kredilerin özellikle küçük ve orta ölçekli firmalar ile hanehalkı açısından önemli olduğu vurgulanmıştı. Kredi kanalı özellikle bu KOBİ (Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler)'lerin yıtırımlarını ve hanehalkının harcamaları yapabilmesi için hayati öneme sahipti. Çünkü bu ekonomik birimler büyük şirketler gibi büyük ölçekli harcamalarını kredileri finanse edememekte ve asimetrik bilgi nedeniyle borç bulma konusunda sıkıntılar yaşamaktaydı. Bu bağlamda Türkiye'de de KOBİ ve hanehalkının büyüme üzerinde nasıl bir etki yarattığı,

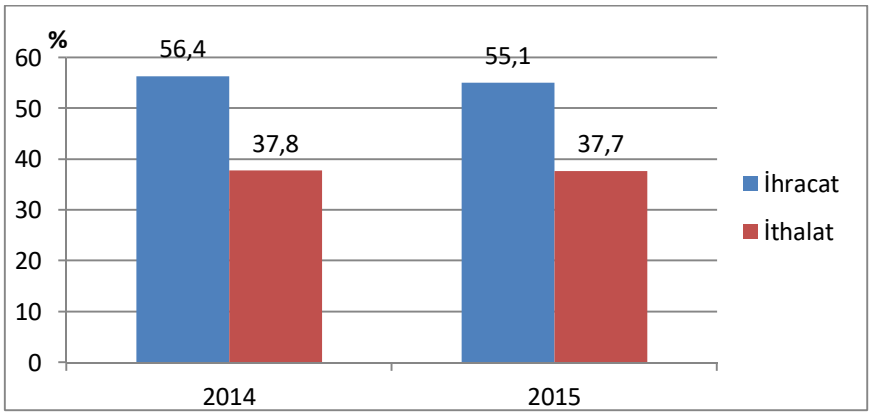
bu birimlerin banka kredilerine ne kadar muhtaç oldukları ve dahası bu birimlerin neden kredi ile desteklenmesi gerektiğine kısaca değinmek gerekir.

Konuya KOBİ'lerin ve hanehalkının Türk ekonomisi için önemli olduğu sorusunu cevaplamaya çalışarak başlayalım. KOBİ'ler çalışan sayısı açısından toplam girişimlerin yüzde 99,8'ini, istihdamın yüzde 73,5'ini, katma değerin yüzde 52,8'ini, yatırımların yüzde 53,3'ünü, ihracatın ise yüzde 56,4'ünü oluşturmaktadır[248]. Grafik 37 ve 38'de de görüldüğü üzere, ekonomi içerisinde edindikleri yer nedeniyle KOBİ'lere özel bir önem verilmektedir.



Grafik 37. KOBİ'ler İçin Temel Büyüklük Göstergeleri

Kaynak: TÜİK[249]



Grafik 38. KOBİ'lerin Dış Ticaret İçindeki Payı

Kaynak: TÜİK

[248] Kalkınma Bakanlığı, "Onuncu Kalkınma Planı: 2016 yılı Programı", http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/680/2016_Program%C4%B1.pdf (19 Nisan 2017), s. 227

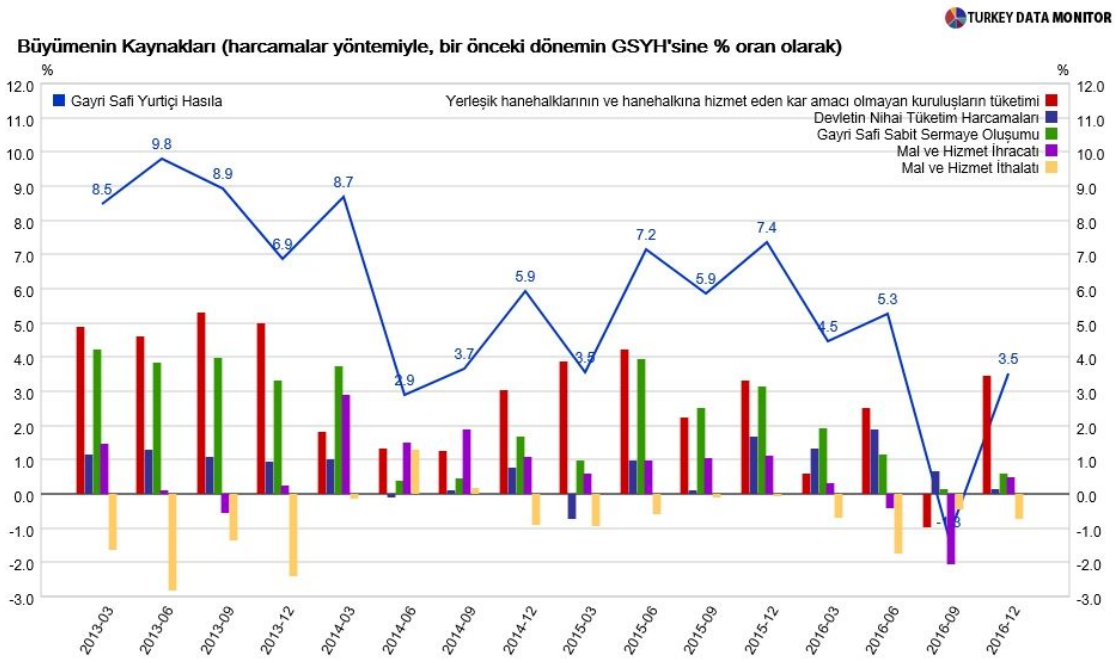
[249] http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540 (19 Nisan 2017)

Hanehalkı tüketimi incelendiğinde 2016 yılında bir önceki yıla göre harcamaları yüzde 9,2 artmıştır. Hanehalkı tüketim harcamalarının GSYH içindeki payı ise yüzde 59,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıl devletin nihai tüketim harcamalarının GSYH içindeki payı yüzde 14,7 iken, sabit sermaye oluşumunun payı yüzde 29,8 olmuştur (bk. Tablo 17). Grafik 39 incelendiğinde ekonomik büyümenin itici gücünün hanehalkı tüketim harcamaları olduğu söylenebilir. Örneğin 2016 yılının son çeyreğinde büyüme rakamı yüzde 3,5 olarak gerçekleşmiş ve büyümeyi bu çeyrekte hanehalkı harcamaları sağlamıştır.

Tablo 17. Harcama Yöntemiyle GSYH (cari fiyatlarla)

Harcama bileşenleri	Yıl	Değer	GSYH içindeki payı	Değişim
	Year	(Bin TL)	%	%
		Yıllık	Yıllık	Yıllık
Yerleşik hanehalklarının ve hanehalkına hizmet eden kar amacı olmayan kuruluşların tüketimi	2015	1 411 910 887	60,4	13,7
	2016	1 542 254 725	59,5	9,2
Devletin nihai tüketim harcamaları	2015	324 403 998	13,9	12,6
	2016	381 990 600	14,7	17,8
Gayrisafi sabit sermaye oluşumu	2015	694 689 859	29,7	17,6
	2016	771 121 642	29,8	11
(1) Stoktaki değişiklikler	2015	- 32 076 646	-1,4	-
	2016	- 28 061 102	-1,1	-
Mal ve hizmet ihracatı	2015	545 372 069	23,3	12,3
	2016	571 429 542	22,1	4,8
(Eksi) Mal ve hizmet ithalatı	2015	606 770 227	26	7,3
	2016	648 218 377	25	6,8
Gayrisafi yurtiçi hasıla	2015	2 337 529 940	100	14,3
	2016	2 590 517 030	100	10,8

Kaynak: TÜİK



Grafik 39. Harcamalar Yöntemiyle GSYH ve Büyümenin Kaynakları
Kaynak: http://www.businessht.com.tr[250]

Tablo 18'de hanehalkı tüketim harcamalarının dağılımına bakıldığında ise toplam harcamaları içerisinde yüzde 26 ile en büyük payı, konut ve kira harcamalarının oluşturduğu görülmektedir. Toplam içerisinde diğer harcama kalemlerinde sırasıyla yüzde 20,2 ile gıda, yüzde 17 ile ulaştırma en büyük payları almaktadır. Dayanıklı tükem mallarına yapılan harcamalar ise yüzde 6,1'dir. Harcama kalemleri içerisinde en çok dikkati çeken ise ulaştırma giderlerinin yıllar itibariyle hızla arttığıdır.

[250] BusinessHT, *Türkiye Ekonomisinin Büyümesini Hanehalkı Sırtladı*, 31.03.2017, http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1445295-turkiye-ekonomisi-2016-yilinda-ne-kadar-buyudu (28 Nisan 2017)

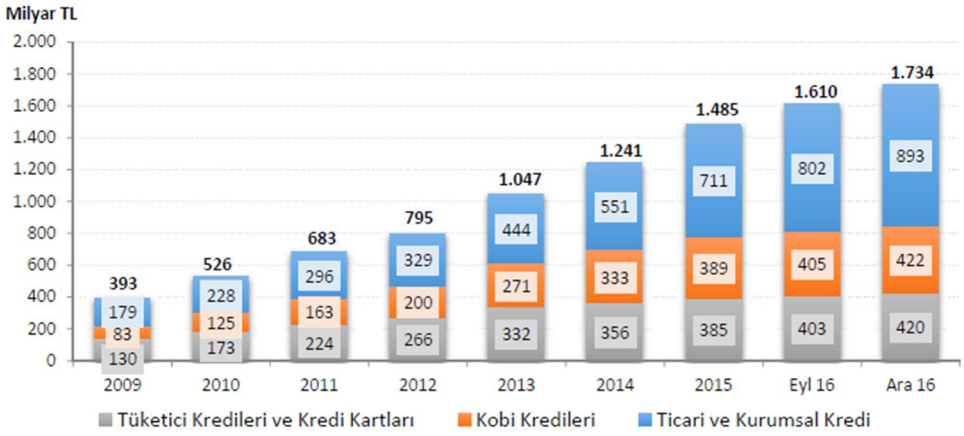
Tablo 18. Türkiye'de Hanehalkı Tüketim Harcamasının Dağılımı

Harcama türleri	Hanehalkı tüketim harcamalarının dağılımı (%)									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Toplam	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Gıda ve alkolsüz içecekler	24,8	23,6	22,6	23,0	21,9	20,7	19,6	19,9	19,7	20,2
Alkollü içecekler, sigara ve tütün	4,1	4,3	3,8	4,1	4,5	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2
Giyim ve ayakkabı	5,9	5,9	5,4	5,1	5,1	5,2	5,4	5,3	5,1	5,2
Konut ve kira	27,2	28,9	29,1	28,2	27,1	25,8	25,8	25,0	24,8	26,0
Mobilya, ev aletleri ve ev bakım hizmetleri	6,2	5,9	5,8	6,2	6,3	6,4	6,7	6,6	6,8	6,1
Sağlık	2,2	2,4	1,9	1,9	2,1	1,9	1,8	2,1	2,1	2,0
Ulaştırma	13,1	11,1	14,1	13,6	15,1	17,2	17,2	17,4	17,8	17,0
Haberleşme	4,2	4,5	4,4	4,2	4,1	4,0	3,9	4,0	3,7	3,7
Eğlence ve kültür	2,2	2,1	2,5	2,6	2,8	2,7	3,2	3,1	3,0	2,9
Eğitim hizmetleri	2,1	2,5	2,0	1,9	2,0	2,0	2,3	2,4	2,4	2,2
Lokanta ve oteller	4,2	4,5	4,4	5,2	5,4	5,7	5,8	5,9	6,0	6,4
Çeşitli mal ve hizmetler	4,0	4,2	4,1	4,0	3,7	4,3	4,2	4,3	4,3	4,3

Kaynak: TÜİK

4.2.2. KOBİ'ler ve Hanehalkı'nın Banka Kredileri Açısından Değerlendirmesi

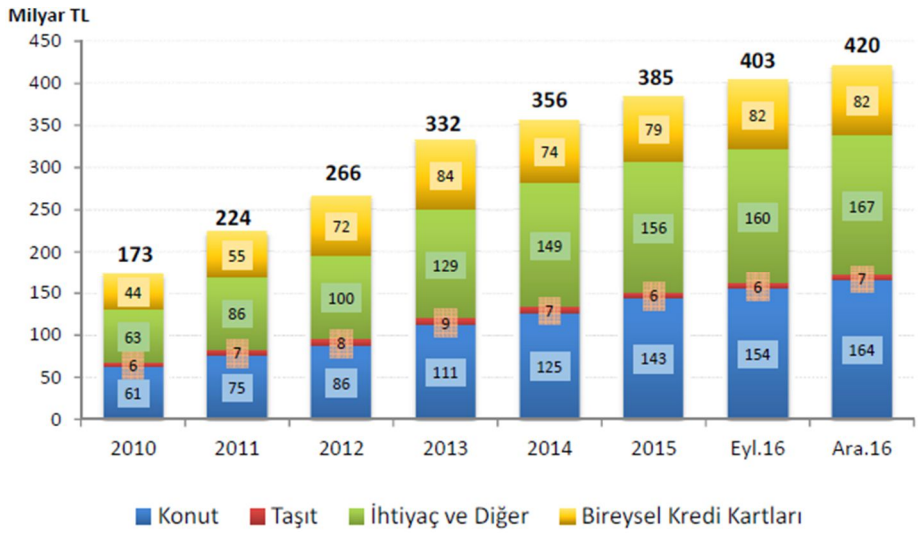
KOBİ'ler ile hanehalkının gerek yatırım gerekse tüketim harcamalarını finanse edebilmek adına başvurdukları birincil kaynak banka kredileridir. Bankacılık sektörünün 2016 yılında kullandırdığı krediler incelendiğinde yüzde 51,5'inin ticari ve kurumsal krediler, yüzde 24'ünün KOBİ kredileri ve yüzde 24 ile kredi kartları dahil, tüketici kredileri olduğu görülmektedir. 2016 yılında KOBİ ve tüketici kredilerinin toplam krediler içindeki payı yüzde 48 olarak gerçekleşmiş olsa da bundan önceki yıllarda toplam kredilerin yarısından fazlasını oluşturmuşlardır. Grafik 40'ta da görüldüğü gibi son yıllarda ticari ve kurumsal krediler KOBİ ve tüketici kredilerinden daha hızlı artmıştır. Diğer bir husus ise önceleri daha az olan KOBİ kredileri zamanla tüketici kredileri ile aynı değere ulaşmıştır.



Grafik 40. Kredi Türlerinin Gelişimi

Kaynak: BDDK (2016)

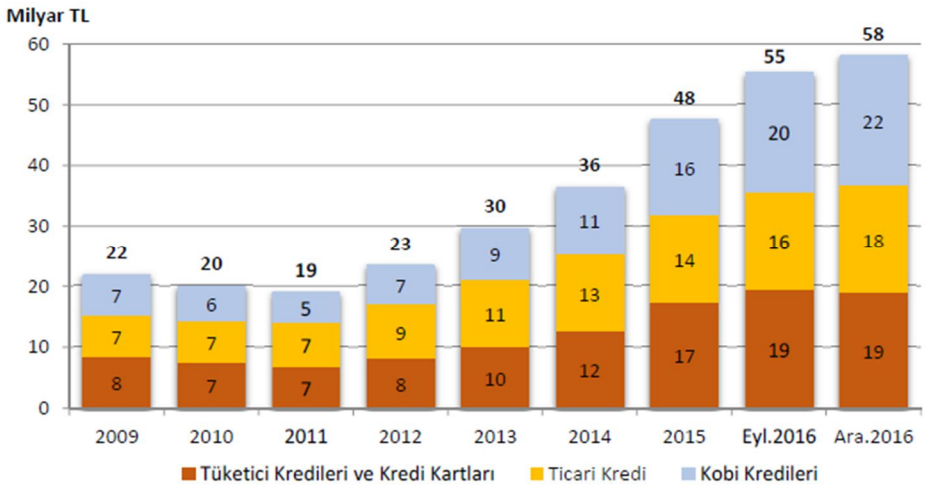
Tüketici kredilerinin gelişimi incelendiğinde 2016 yılı itibariyle 167 milyar TL ile ihtiyaç kedilerinin en büyük paya sahip olduğu görülmektedir. Ancak konut kredileri 164 milyar TL ile hemen ardından gelmektedir. Bireysel kredi kartlarının değeri ise 82 milyar TL olurken taşıt kredileri 7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İhtiyaç ve diğer kredilerin toplam içerisindeki payı yüzde 40 olurken, konut yüzde 39, bireysel kredi kartları yüzde 20, taşıt kredilerinin oranı ise yüzde 1 olmuştur. Grafik 41'de tüketici kredileri incelenirken, taşıt kredilerinin yıllar itibariyle değişmediği, kredi kartı kullanımının ise çok yavaş arttığı görülmektedir. Buna karşın konut ile ihtiyaç kredilerinin miktarı daha hazlı artmıştır.



Grafik 41. Tüketici Kredilerinin Gelişimi

Kaynak: BDDK (2016)

İncelenmesi gereken diğer göstergeler ise takipteki kredilerin gelişimi ve takibe dönüş oranıdır. Nitekim kredi kullanımdaki artış tek başına ekonomik faaliyetlerin ne derece stabil olduğunu göstermemektedir. Grafik 42'de, takipteki kredilerin gelişimine bakıldığında 2009 yılından 2012 yılına kadar bir azalma eğilimi olduğu görülmektedir. 2009 yılında takipteki kredilerin brüt tutarı 22 milyar TL iken, 2011 yılında 19 milyar TL seviyesine kadar düşmüştür. Buradaki başarının asıl kaynağı KOBİ kredilerinin takibe dönüşüm oranındaki düşüştür. Buna karşın 2012 yılından başlayarak günümüze kadar takipteki tüketici kredileri, ticari krediler ve KOBİ kredilerinde sürekli artışlar yaşanmıştır ve takipteki krediler 2016 yılında 58 milyar TL olmuştur. Takibe dönüşüm oranları incelendiğinde özellikle tüketici ve KOBİ kredilerinin daha yüksek olduğu dikkati çekmektedir. Buna karşın ticari kredilerin dönüşüm oranı daha stabil seyir izlemektedir. Ancak Türkiye'de kredilerin takibe dönüşüm oranı diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında tablonun iyi olduğu görülmektedir. Örneğin 2015 yılında kredilerin takibe dönüşüm oranı Türkiye'de yüzde 3,1 iken, Rusya'da yüzde 6,7, Fransa'da yüzde 4,5, Almanya ve İngiltere'de yüzde 2,7, ABD'de yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir[251]. 2016 yılında ise bu oranlar Türkiye için yüzde 3,2, Rusya için yüzde 9,2, Fransa için 3,9, Almanya için yüzde 2,3, İngiltere için yüzde 1,4 olmuştur[252].



Grafik 42. Takipteki Kredilerin Gelişimi

Kaynak: BDDK (2016)

[251] Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2015**, Ocak 2016, s. 69
[252] Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2016**, 2016, s. 61

Kredi kartları dahil tüketici kredilerinin takibe dönüşüm oranı 2012 yılında yüzde 2,88 iken 2016 yılında yüzde 4,30'a yükselmiştir. Alt kalemler incelendiğinde taşıt kredileri ve konut kredileri takibe dönüşüm oranları söz konusu tarihlerde değişmemekle birlikte, ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarının takibe dönüşüm oranlarında sürekli bir artış yaşanmıştır.

Bu konu başlığı altında KOBİ'ler ile hanehalkının ekonomik aktivite içindeki yeri tespit edilmeye çalışılmış ve banka kredileri açısından bu birimler incelenmiştir. Bu bağlamda Türkiye'de faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli firmaların ekonomik aktivite içerisindeki yeri azımsanmayacak derecede önemli bulunmuştur. Türkiye'de toplam istihdamın dörtte üçünü, yatırımların, ihracatın ve üretilen katma değerin yarısından fazlasını KOBİ'ler gerçekleştirmektedir. Hanehalkı tüketim harcamaları ise GSYH'nin yüzde 60'ını oluşturmaktadır. Bu ekonomik aktörlerin gerek yatırım gerek tüketim harcamalarını yaparken ihtiyaç duyacakları finansmanı sağlamak ise bankacılık sektörüne düşmektedir. Alınan krediler incelendiğinde, bankaların KOBİ'lere ve hanehalkına gerekli finansmanı sağladığı görülmektedir.

Buna karşın ülkenin potansiyeli düşünüldüğünde finansal sektörün diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yeterli seviyede gelişemediği görülmektedir. Gerek banka aktiflerinin gerekse sermaye piyasasının GSYH'ya oranı açısından dünya ortalaması ve gelişmekte olan ülke ortalamalarının altında kalmaktadır. Aynı şekilde banka mevduatlarının ve kredilerinin GSMH'ya oranı birçok AB ülkesinden daha düşüktür. Kişibaşına düşen banka mevduatları, banka aktifleri ve banka kredileri sıralamasında da AB ülkeleri arasında sonlardadır[253].

4.3. KAMU KESİMİ TEMEL GÖSTERGELER

Dış kaynaklar gelişmekte olan ülkeler için oldukça önemlidir. Kalkınma sürecinde ya da daha hızlı bir büyüme arzulayan ülkeler sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilmek için yabancı sermayeye yönelmektedirler. Türkiye gibi büyüme çabasında olan ülkelerin bu süreçte başvurdukları yabancı sermaye pozitif katkılarının

[253] TBB, "Uluslararası Karşılaştırmalar İtibariyle Bankacılık Sektörü", Araştırma ve Sunumlar, Ocak 2017, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7422/Uluslararasi_Karsilastirmalar_Itibariyle_Bankacilik_Sektoru_120117.pdf (28 Haziran 2017), s. 11-24

yanında ciddi sorunlarla karşı karşıya kalmalarına da neden olmaktadır. Alınan dış borçlar kısa vadede ülke ekonimisine katkıda bulunurken borcun vadesi dolduğunda ödeme zorlukları ortaya çıkarabilmektedir. Dış borçlar gelecekteki iç tasarrufların bugünden kullanımı anlamına geldiğinden, ileriki nesillerin borç yükünü arttırmaktadır. Bu nedenle dış borçların verimli şekilde kullanılması hayati bir öneme sahiptir[254]. Ne yazık ki bu hassasiyeti, Türkiye'de 2001 öncesi hükümetleri göstermemiştir.

Türkiye'nin 1990-2001 tarihleri arasında yaşamış olduğu krizlerin tamamının devlet borçları ve harcama şekillerinden kaynaklandığı bilinmektedir. Bu tarihler arasında kamu borçlanma gereği, faizler üzerinde yukarı doğru büyük bir baskı yaratmış, buna karşın bankalar bu faiz artışından faydalanmak adına dışardan borç alarak bu fonları devlete ödünç vermişlerdir. Bankaların açık pozisyonu sürekli artarken, kriz ve devalüasyon beklentileri yükseldiğinde bankaların döviz satın almak için tekrar borçlanma istekleri faiz oranlarının ani şekilde sıçramasına neden olmuş böylelikle kaçınılmaz sonuç olan ekonomik krizlere girilmiştir[255].

2001 sonrası enflasyon hedeflemesiyle birlikte sıkı maliye politikası uygulanırken ve mali disiplin sağlanırken özelleştirmelere de hız verilmiştir. Bu uygulamalarla kamu açıklarının önüne geçilmiş, kamu borçlanma gereği düşürülmüş, bütçe içerisindeki faiz yükü azaltılmıştır. Bu gelişmelere ek olarak 2006 yılı itibariyle daha kapsamlı ve uluslararası standartlarda olan merkezi yönetim bütçesine geçilmiş, konsolide bütçe uygulamasına son verilmiştir. Bu sayede 2001 yılında bütçe açıklarının milli gelire oranı yüzde 11,9'dan 2007'de 1,6'ya gerilemiştir. Kamu bütçesindeki bu olumlu gelişmeler ekonomiye duyulan güveni arttırmıştır. Ancak küresel krizin ardından 2009 yılında mali disiplinin devam ettirilmesi kararı alınırken, ekonominin desteklenmesi için bütçede revizyona gidilmiştir.

Küresel krizin hemen ardından büyüme oranları iyi görünse de 2012 yılı ile birlikte büyüme hızı düşmüştür. Büyüme oranlarındaki azalma reel kesimin daralmasına ve tüketim harcamalarının azalmasına neden olacağından devlet gelirlerinin düşmesi ve

[254] Muammer Zerenler, "Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri." **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı: 5, (2003), s. 202-203
[255] Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, (Temmuz 2003), s. 147

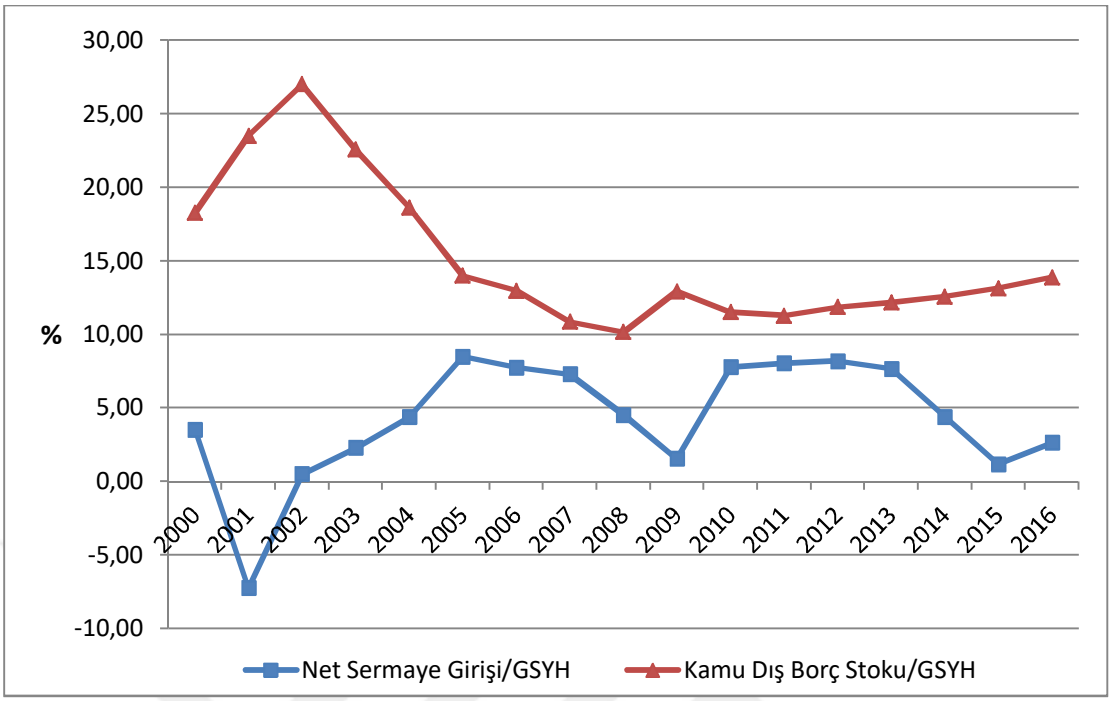
hatta bütçe açıklarının artması kaçınılmazdı. Bu nedenle finansal istikrarın sağlanmasında kamu sektörünün de maliye politikasıyla destek vermesi gerekmiştir[256].

Bu söylenen sözlerden maliye politikasının da finansal istikrarı sağlama görevi olduğu ve bunun için bazı araçlara sahip olduğu sonucuna varabiliriz. Gerçekten de bazı durumlarda sermaye akımlarının hızlı bir şekilde ülkeye giriş çıkışları maliye politikasının para politikasına desteğini zorunlu kılabilir. Maliye politikası, sermaye akımlarının etkilerini azaltmak adına iki farklı şekilde müdahalede bulunabilir. Bunlardan birincisi sermaye giriş ve çıkışlarına vergi koymaktır. Literatürde Tobin vergisi olarak bilinen bu vergi maliyetleri arttırması sebebiyle kısa vadeli sermaye hareketlerini ve spekülatif atakları belli durumlarda engelleyebilir. İkincisi, kamu kesimi yurtdışından borçlanarak döviz rezervlerini arttırabilir. Finansal stres dönemlerinde de bu rezervlerini satışa çıkararak banka ve firmaların döviz poziyonlarını korumasında yardımcı olabilirler[257]. Uygulamaya bakıldığında Türkiye'de kamu kesimi, maliye politikasıyla finansal istikrara yardımcı olmaktadır. Özellikle küresel kriz sonrası devletin dış borçlarla sermaye çıkışlarının etkilerini gidermeye çalıştığını görmekteyiz.

Grafik 43'te 2001 sonrası devlet dış borç stokunun GSMH'ya oranının hızla azaldığı gözlemlenmektedir. 2008 yılında küresel kriz sonrası sermaye çıkışlarının hızlanmasıyla birlikte kamunun dış borcu GSYH'ya oranla daha hızlı yükselmeye başlamıştır. 2010 yılındaki sermaye girişleriyle birlikte dış borç stoku/GSYH oranı tekrar düşse de büyüme oranlarındaki azalma nedeniyle ekonomiyi desteklemek adına yavaşça yükselmeye başlamıştır. Grafikten de anlaşılacağı üzere Sermaye akımıyla kamu dış borç stoku ters yönlü bir ilişki içerisindedir.

[256] Nazan Susam ve Ufuk Bakkal, "Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?" **Maliye Dergisi**, Sayı 155, (Temmuz-Aralık 2008), s. 85-86

[257] Hayal Ayça Şimşek, "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme." **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 13, Sayı 1, (2008), s. 202-203



Grafik 43. Kamu Dış Borç Stoku ve Sermaye Akımı İlişkisi

Kaynak: TCMB

Bu noktada dikkat edilmesi gereken husus kamu dış borç stoku ile kamu dış borç stoku/GSYH oranını karıştırılmamasıdır. Sermaye girişlerinin devam etmesi büyüme oranları üzerinde pozitif etki yarattığından Türkiye için kamu dış borç stoku artmakla birlikte GSYH daha fazla arttığı için oran azalmaktadır. Karışıklığı gidermek adına Tablo 19'da kamu kesimi dış borç stoku verileri gösterilmiştir.

Tablo 19. Kamu Kesimi Dış Borç Göstergeleri (Milyon $)

Yıl	Kısa Vadeli KDBS*	KV KDBS /GSYH	Uzun Vadeli KDBS	UV KDBS	KDBS	KDBS /GSYH	KKBG** /GSYH
2000	2,461	0.9	47,621	17.4	50,082	18.3	9.0
2001	1,019	0.5	46,110	23.0	47,129	23.5	12.0
2002	915	0.4	63,618	26.6	64,533	27.0	10.0
2003	1,341	0.4	69,503	22.2	70,844	22.6	7.3
2004	1,840	0.5	73,828	18.2	75,668	18.6	3.6
2005	2,133	0.4	68,278	13.6	70,411	14.0	-0.1
2006	1,750	0.3	69,837	12.7	71,587	13.0	-1.8
2007	2,163	0.3	71,362	10.5	73,525	10.9	0.1
2008	3,248	0.4	75,086	9.8	78,334	10.2	1.6
2009	3,598	0.6	79,915	12.4	83,513	12.9	5.0
2010	4,290	0.6	84,819	11.0	89,109	11.5	2.4
2011	7,013	0.8	87,266	10.4	94,279	11.3	0.1
2012	11,040	1.3	92,983	10.6	104,023	11.9	1.0
2013	17,605	1.8	98,340	10.3	115,945	12.2	0.5
2014	17,866	1.9	99,845	10.7	117,711	12.6	0.6
2015	14,550	1.7	98,569	11.5	113,119	13.2	0.0
2016	16,279	1.9	102,932	12.0	119,211	13.9	1.7

Kaynak: TCMB, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü
*KDBS=Kamu Dış Borç Stoku
**KKBG=Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

Tablodan da anlaşıldığı gibi Türkiye'de KDBS her yıl artmıştır. Buna karşın KDBS/GSYH oranı 2008 sonrası artmaya başlamıştır. Ancak KKBG/GSYH oranının seyrinden sıkı maliye politikası izlediği ve enflasyon hedeflemesi ile birlikte başladığı bu politikaya günümüze kadar sadık kaldığı anlaşılmaktadır. KDBS'nun vade yapısı incelendiğinde 2012 yılı sonrası KDBS'nun artışında kası vadeli borçların etkili olduğu buna karşın uzun vadeli borçların ciddi bir değişim göstermediği görülmektedir.

Özet olarak Türkiye'de sermaye akımlarının kamu kesimi üzerindeki etkilerini şu şekilde anlatabiliriz. Net sermaye girişi TL'de değerlenmeye yol açtığından ihracat, tüketim ve az da olsa kamu dış borcunda artışa neden olarak GSYH'da büyüme ile sonuçlanmaktadır. Mali disiplinden ödün verilmediğinden KKBG/GSYH oranı düşmekte, buna karşın devletin vergi gelirleri artarken, faiz giderleri ve kamu açıkları azalmaktadır. Bunların yanında kamu kesimi borçlanma politikası ile finansal istikrarının korunmasında TCMB'ye yardımcı olmaktadır.

4.4. PARA POLİTİKASI VE MERKEZ BANKASI TEMEL GÖSTERGELERİ

Sermaye akımlarının döviz kuru üzerinde yarattığı değer etkisi enflasyon hedeflemesi açısından önemlidir. Sermaye girişlerine bağlı olarak TL'nin değeri yükseldiğinde enflasyon üzerinde potizitif etkiler yaratmaktadır. Yerli üretimin ithal girdiye bağımlı olması nedeniyle, TL değer kazandığında bu girdiler ucuzlamaktadır. Girdilerin ucuzlaması maliyet kaynaklı enflasyonun da azalmasına vesile olmaktadır. Bundan dolayı sermaye girişlerinin maliyet enflasyonu üzerinde pozitif etkileri olduğu söylenebilir.

Merkez Bankasının, esnek döviz kuru rejimlerinde sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini massetmek, faiz oranlarını ani sermaye giriş ve çıkışlarını engelleyecek seviyede belirlemek, toplam talebin yarattığı enflasyonist baskıyı azaltmak için sıkı para politikası uygulamak, enflasyon hedefini gözardı etmeden en uygun parasal gevşekliği ayarlamak gibi zorlu görevleri vardır[258]. Bunlara ek olarak sermaye girişlerinin neden olduğu kredi genişlemesi kontrol altına alınması ve tabi ki son olarak büyümenin sürdürülebilir hale getirilmesi de Merkez Bankasının görevleri arasındadır.

2001 krizi sonrası esnek kur rejimine geçilmesi, merkez bankasının bağımsızlığını kazanması, para ve maliye politikalarının başarısı, güçlü bir ekonomiyi beraberinde getirmiştir. Ancak 2008 sonrası yaşanan gelişmeler ve olumsuz gelişmelerin devam etmesi özellikle 2010 ile birlikte para politikasında bazı değişiklikleri de beraberinde getirmiştir. Gerek sermaye akımlarının kontrol edilmesi gerek büyümenin devam ettirilmesi için 2010 öncesi uygulanan fiyat istikrarı politikasına finansal istikrar politikası eklenmiş ve Merkez Bankasının kullandığı araçlarda büyük bir dönüşüm yaşanmıştır. Bu yeni politika önceki bölümlerde Tablo 12'de verilmişti; ancak sermaye hareketlerindeki değişim ve kredi genişlemesi kapsamında yeni politika çerçevesi tartışılmamıştı. Yabancı sermaye girişlerinin Merkez Bankası açısından olumlu ve olumsuz etkilerini değerlendirmeden önce, ani sermaye akımlarının etkilerini azaltmak amaçlı politika çabalarına göz atmak gerekir.

[258] Ötker-Robe ve Diğerleri, s. 10

4.4.1. Politika Faizi

Fiyat istikrarını amaçlayan para politikasının ana aracı kısa vadeli politika faiz oranlarıdır. Ancak finansal istikrarı sağlamaya çalışan para politikasında kısa vadeli politika faizi farklıdır. Bu açıdan finansal istikrar ile fiyat istikrarını amaçlayan kısa vadeli faiz oranları birbirinden farklı olabilirler. TCMB politika faizi olarak bir hafta vadeli repo faiz oranını kullanmaktadır. Fiyat istikrarını gözeten politika faiz oranı kısa vadeli sermaye harereklerini engellemesi için düşük seviyelerde belirlenmektedir. Bu sayede TL'nin değerindeki artışın önüne geçilerek ödemeler dengesindeki bozulmalar engellenmektedir.

Finansal istikrarı amaçlayan politika faizi ise hem yabancı sermaye akımlarının hem de mevduatların vadesini uzatmayı hedeflemektedir. Bundan dolayı kısa vadeli mevduatlara uygulanan faiz oranları uzun vadeli mevduatlara uygulanan faiz oranından daha düşük belirlenmektedir.

4.4.2. Zorunlu Karşılıklar

Kredi genişlemesini kontrol altında tutabilmek adına, TCMB zorunlu karşılık oranı belirlemekte ve bunları değiştirerek bankaların yaratacağı kredi miktarı üzerinde etkili olmayı hedeflemektedir. Merkez Bankası karşılık oranlarını ayarlarken mevduatların vade yapılarını göz önünde bulundurarak kısa vadeli mevduatlara daha yüksek karşılık oranları belirlemekte, böylelikle mevduatların vade yapılarını uzatarak likidite riskinin azaltılmasını hedeflemektedir. Tablo 20'de TCMB'nin TL cinsinden mevduatlara uyguladığı karşılık oranları gösterilmiştir.

Tablo 20. Vadelerine Göre Zorunlu Karşılık Oranları

		Vadeli				
Basın Duyurusu, Sayı:	**Vadesiz**	**1 Ay**	**3 Ay**	**6 Ay**	**1 Yıl**	**1 Yıldan Uzun**
2010-68	8	8	7	7	6	5
2011-03	12	10	9	7	6	5
2011-12	15	15	13	9	6	5
2011-21	16	16	13	9	6	5
2011-65	16	16	12,5	9	6	5
2011-70	11	11	11	8	6	5
2013-02	11,25	11,25	11,25	8,25	6,25	5
2013-10	11,25	11,25	11,25	8,5	6,5	5
2016-39	10,25	10,25	10,25	8	6	4,5
2016-44	10	10	10	7,5	5,5	4

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları

Karşılık oranlarını belirleyerek bankaların fon yaratmasını engelleyen TCMB, aynı zamanda bankaların ihtiyaç duyduğu fonları politika faiz oranı üzerinden sağlamak zorundadır. Bir taraftan bankaların fon yaratmasını engellerken diğer taraftan fon sağlayan TCMB, bankaların bu fonlardan yararlanmasını kısıtlamaya çalışmaktadır. Merkez Bankası, bankalara borç verdiği fonları miktar olarak kısıtlayarak, bankaların bu ihtiyaçlarının bir kısmını gecelik borç verme faiz oranı ile karşılamalarına imkan tanımaktadır. Gecelik borç verme faiz oranının, politika faizi oranından yüksek olması, bankaların fon maliyetlerini arttıracağından, fon sağlama istekleri azalacaktır. Böylelikle TCMB, zorunlu karşılık oranlarıyla azalttığı likiditenin tekrar sağlanmasının önüne geçmiş olmaktadır.

TL mevduatlara uygulanan karşılık oranları yanında yabancı paraya da karışılık oranları uygulanmaktadır. Piyasanın YP likidite ihtiyacına göre YP karşılık oranları belirlenmekte, döviz likiditesi sağlamak adına karşılık oranları düşürülmektedir. Sermaye girişinin azaldığı ya da tersine döndüğü durumlarda merkez bankası YP karşılık oranlarını azaltmakta ve piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamaktadır. Bunun yanında 16 Eylül 2011 tarihnden geçerli olmak üzere bankaların TL cinsinden ayırmak zorunda oldukları karşılıkların yüzde 10'u kadarını döviz olarak ayırabilme

imkanı sunulmuştur. Bu tarihten sonraki uygulamalarda bu oranın alt ve üst limitleri belirlenerek, bankacılık sisteminin TL cinsinden likidite ihtiyacının daha kalıcı ve hızlı bir yöntemle giderilebilmesi imkanı sağlanmaya çalışılmıştır[259].

4.4.3. Likidite Yönetimi

Likidite yönetimi aslında yukarıda anlatıldığı gibi, TCMB'nin zorunlu karşılıklar ile bankaların kredi yaratma sürecini kısıtlaması ve gecelik borç alma faiz oranları yardımıyla merkez bankasından politika faiz oranı üzerinden tekrar fon sağlamalarını engelleyerek likiditenin yönetilmesidir. Merkez Bankası gecelik borç alma ve borç verme faiz oranı ya da diğer bir ifadeyle faiz koridorunu kullanarak, likiditeye ulaşma maliyetini etkilemekte ve kredi hacmini belirleyerek kredi piyasalarını kontrol etmeyi hedeflemektedir[260].

4.4.4. Faiz Koridoru

Eski çerçevede politika faiz oranı kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak bankaların kredi faizlerini etkilemekteydi. Bu çerçevede bankaların kısa vadeli politika faiz oranına bakarak getiri oranları üzerinden kredi faizlerini belirlemesi beklenmekteydi. Yeni çerçevede ise TCMB, buna ek olarak kısa vadeli fonların maliyetini de etkilemektedir. Merkez bankası son borç verici mercii olduğundan, likidite ihtiyacı olan bankaların verdiği kredi miktarını maliyet yoluyla da etkileyebilmektedir.

Faiz koridoru uygulamasında faizleri bir bant çerçevesinde aşağı ya da yukarı değiştirebildiğinden fonlama maliyeti üzerinde etkilidir. Bunun yanında fonlamanın faiz koridorunun hangi seviyesinde yapılacağının bilinmemesine bağlı olarak belirsizlik oluşmakta, bu belirsizlik de bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Belirsizliğin seviyesi faiz koridorunun genişliği ve kısa vadeli faiz oranlarının tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Merkez Bankası kredilerde bir azalma istediğinde fonlama maliyetini ve

[259] TCMB, Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu, Sayı 2011-55, 12 Eylül 2011, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ccff4a1e-9f34-4e6a-bb20-1a4397f52a35/DUY2011-55.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ccff4a1e-9f34-4e6a-bb20-1a4397f52a35-kHKalRE (01.07.2017)

[260] Suat Oktar, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu, "2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 35, Sayı 2, (2013), s. 13-15

belirsizliğini arttırarak kredi arzını azaltabilmektedir. Bu nedenle TCMB bu araçlarla kredi hacmi üzerinde etkili olabilmeketedir.

Faiz koridorunun krediler üzerindeki etkisinin yanında, sermaye akımları ve döviz kuru üzerinde de etkisi vardır. Yeni çerçeveyle birlikte faiz koridoru daha geniş bırakılmış ve TCMB'nin gecelik faiz oranlarını kısa sürede değiştirmesine imkan tanınmıştır. Sermaye giriş çıkışlarının hızlanması durumunda kısa vadeli faizler değiştirilerek sermayenin ve döviz kuru volatilitesinin azaltılması mümkün olmaktadır.

Hızlı bir sermaye çıkışı yaşanması olasılığı karşısında TCMB fonlama miktarını arttırarak ve kısa vadeli faiz oranlarını arttırarak, bankaların fon ihtiyacını karşılamamakta, buna karşın bankalar ise bu fon ihtiyacını döviz satarak karşılama yoluna başvurmaktadır. Faizlerdeki artış sermaye çıkışını engellerken, bankaların döviz satışı sermaye çıkışlarının döviz kuru üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.

Sermaye akımlarının yönüne göre, faiz koridoru içindeki değişmelerden farklı olarak, faiz koridorunun alt veya üst sınırı da değiştirilerek genişletilebilmektedir. Örneğin sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde faiz koridorunun alt sınırı düşürülürken, sermaye çıkışlarında üst sınırı yukarı çekilmektedir. Kısacası faiz koridorunun alt ve üst sınırları sermaye akımları ile ters yönde belirlenmektedir[261].

Grafik 44'de TCMB'nin uyguladığı faiz koridoruna baktığımızda (taralı alan) 2011 yılının ikinci çeyredinde faiz koridorunun alt sınırını yukarı çektiği ve son çeyreğinde üst sınırını yükselttiği görülmektedir. Gecelik borç verme faizlerindeki bu yükselmenin nedeni bazı Avrupa ülkelerindeki borç sorunu ve küresel risklerdeki artıştır. Para Politikası Kurulu 2011 yılının üçüncü çeyreğinde kısa vadeli faizlerdeki aşağı yönlü volatiliteyi azaltmak için gecelik borçlanma faizlerini arttırarak faiz koridorunun daraltılmasına karar vermiştir. Sermaye çıkışlarının da devam etmesi nedeniyle yabancı sermayenin çıkışını engellemek ve piyasadaki likiditeyi daha iyi kontrol edebilmek adına yılın son çeyreğinde faiz koridorunun üst sınırını yükselterek gecelik borç verme faiz oranlarını arttırmıştır[262]. Sonrasında hızlanan sermaye girişleri

[261] A. Hakan Kara, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", **TCMB, Çalışma Tebliği**, No. 12/17, (Haziran 2012), s. 9-11

[262] TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, Sayı 2011-44, 4 Ağustos 2011

karşısında faiz koridoru ve gecelik borç verme faiz oranları kademeli olarak düşürülmüştür.

Benzer şekilde 2014 yılının ilk ayında gözlenen hızlı sermaye çıkışları TL'nin belirgin bir şekilde değer kaybetmesine neden olmuş ve risk primi yükselmiştir. Bu doğrultuda para kurulu, enflasyon üzerindeki baskıyı ve makroekonomik göstergelerdeki bozulmayı azaltabilmek adına parasal sıkılaşma kararı almıştır. Bu dönemde haftalık repo faiz oranını yüzde 4,5'den yüzde 10'a, gecelik faizlerde marjinal fonlama oranını yüzde 7,75'ten yüzde 12 seviyesine, bankalar için gecelik repo faiz oranını yüzde 6,75'ten yüzde 11,5 seviyesine çıkarılmıştır[263].



Grafik 44. TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (%)
Kaynak: TCMB

4.4.5. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Rezerv Opsiyon Mekanizması özellikle kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmak için kullanılan bir araçtır. Eski para politikası çerçevesinde sermaye girişlerinedeki artış karşısında Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yoluyla fazla olan dövizi piyasadan çekerek,

[263] TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, Sayı: 2014-07, 28 Ocak 2014

döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı hedeflemekteydi. Yeni çerçevede ise bu işlemi bankaların gönüllü olarak yapmasını sağlayarak, sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisini azaltmayı amaçlamaktadır.

Kısaca ROM, bankaların zorunlu karşılık olarak tutmak zorunda oldukları TL'nin bir kısmını döviz olarak tutabilme imkanı tanımaktadır. Böylelikle ülkeye yabancı sermaye girdiğinde dövizin bir kısmı rezerv olarak tutulabilecek, sermaye çıkışında ise bu rezervler serbest bırakılabilecektir.

Bankalara ayrıca, TL karşılıklarının bir kısmını döviz yanında altın olarak da tutabilmeleri imkanı tanınmıştır. Bunun yanında bankaların TL karşılıklarının ne kadarını döviz ya da altın olarak tuttuklarını gösteren katsayıya Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) denir. Örneğin bankalara TL karşılıklarının yarısını döviz ya da altın olarak tutma imkanı verildiğini varsayalım. Bu durumda ROK iki olacaktır. Verilen izin üçte biri kadarsa ROK üç olacaktır.

Bir araç olarak ROM hem kredi kanalı hem de döviz kanalı üzerinden çalışmaktadır. Sermaye girişlerinde bir artış yaşandığında, bankalar döviz cinsinden borçlanmayı daha az maliyetli bulacaklar ve faydalarını maksimize etmek için TL karşılıklarını daha fazla döviz cinsinden tutmayı tercih edeceklerdir. Böylelikle TL'nin değerlenmesi ve kredi büyümesi üzerinde baskı yaratılacaktır. Bunun yanında banka bilançoları, döviz rezervleri sayesinde, döviz kurundaki ani değişmelerden daha az etkilenecektir.

Ani sermaye çıkışları karşısında ise döviz cinsinden borçlanmanın maliyeti arttığından, bankalar TL karışılıklarını daha az döviz cinsinden tutmak isteyecektir. Böylelikle dövizin daha fazla değer kazanması önlenecek (TL'nin değer kaybetmesi) ve kredi krizi riski azaltılacaktır. Görüldüğü gibi TCMB, kendisinin müdahalesine gerek kalmadan bankaların bu görevi gönüllü olarak üstlenmelerini sağlamaktadır[264].

Aslında ROM mekanizması döviz cinsinden mevduatlar için zorunlu karşılık oranları içerisinde de ele alınabilir. Ancak farklı ve yeni bir araç olması nedeniyle ayrı

[264] Ahmet Faruk Aysan, Salih Fendoğlu ve Mustafa Kılınç, "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", **Euasian Economic Review**, Vol.4, Issue.1, (June 2014), s. 59-61

değerlendirilmiştir. Tablo 21'de 13 Mart 2015 tarihinden itibaren geçerli olan ROK ve katsayı dilimleri gösterilmiştir. Bu tarihte ROK'ta yapılan değişiklikle döviz rezervlerinin tahmini olarak 1,5 milyar ABD dolar azalması beklenmiştir[265]. Bununla birlikte tablonun sağ tarafında YP cinsinden zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler verilmiştir. Son değişiklik 23 Ekim 2015 tarihinde, çekirdek dışı yükümlülüklerde üç yıldan daha uzun vadeyi teşvik etmek amacıyla yapılmıştır[266].

Tablo 21. ROM, ROK ve YP Karşılık Oranları

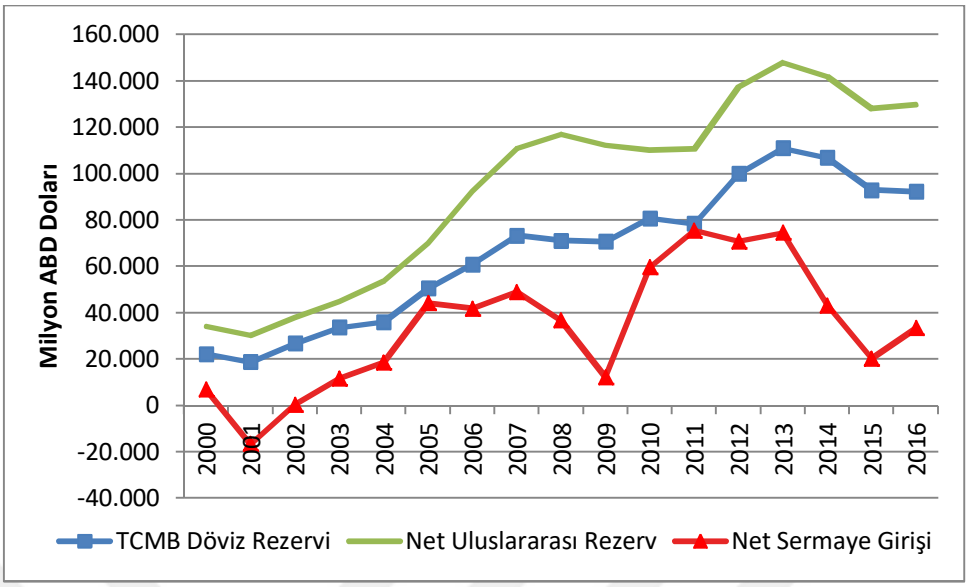
Döviz Tesis İmkanı Dilimleri (%)	Eski ROK	Yeni ROK	YP Mevduat/Katılım Fonu Dışı Yükümlülükler	Eski Oran (%)	Yeni Oran (%)
0-30	1,2	1	1 yıla kadar vadeli	20	25
30-35	1,5	1,5	2 yıla kadar vadeli	14	20
35-40	1,9	1,9	3 yıla kadar vadeli	8	15
40-45	2,3	2,3	5 yıla kadar vadeli	7	7
45-50	2,7	2,7	5 yıldan uzun vadeli	6	5
50-55	3,1	3,1			
55-56	3,3	3,9			
56-57	3,5	4,1			
57-58	3,7	4,3			
58-59	3,9	4,5			
59-60	4,1	4,7			

Kaynak: TCMB, Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyuruları

4.4.6. Sermaye Akımlarının TCMB Açısından Değerlendirmesi

Bir ülkeninin uluslararası rezervlerinin artması iki şekilde mümkündür. Bunlardan birincisi dış ticaret dengesinin fazla vermesi diğeri ise net sermaye yatırımlarının pozitif olmasıdır. Bu iki kalemin yani dış ticaret ve sermaye yatırımlarının farkı pozitif olduğu takdirde yine uluslararası rezervler artacaktır. Ancak Türk ekonomisi sürekli cari açık veren durumundadır. Net sermaye girişleri ise genelde pozitif olmakla birlikte oldukça dalgalı seyrettiği gözlenmektedir. Grafik 45'te net sermaye grişileri ile net uluslararası rezverler ve TCMB döviz rezervleri gösterilmiştir. Grafikten de anlaşılacağı gibi sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde rezervlerde azalma olmaktadır.

[265] TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, Sayı 2015-19, 10 Mart 2015
[266] TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, Sayı 2015-55, 29 Ağustos 2015



Grafik 45. Net Sermaye Girişi ve TCMB Rezervleri

Kaynak: TCMB

Gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermaye akımlarındaki dalgalanmalardan kendilerini koruyabilmek adına yeterli miktarda rezerv bulundurma eğilimindedirler. Önemli göstergelerden biri uluslararası rezervlerin kısa vadeli dış borca oranıdır. Bu oran belli bir seviyenin altına indiğinde yatırımcılar ve borç verenler o ülkenin riskli olduğunu düşünmektedirler. Yapılan birçok ekonometrik çalışma bunu doğrular niteliktedir. Yatırımcılar bu oranı, yatırım yaptıkları ülkeden çıkmak için bir gösterge olarak kabul etmektedirler. Ulusalararası rezervlerdeki artış doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ya da porföy yatırımlarından kaynaklanıyor olabilir, ancak bu yatırımların uzun vadeli olması büyüme üzerinde pozitif etki yaratacağı konusundaki düşünceleri güçlendirmekte iken, kısa vadeli sermaye girişlerinin özellikle de kısa vadeli dış borçların yüksek maliyetli riskler taşıdığı düşünülmektedir. Bu nedenle yabancı yatırımcılar uluslararası rezervlerin yapısını takip etmektedir[267].

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkeler ise uluslararası rezervlerini finansal entegrasyon sürecinde sürekli olarak arttırma çabasındadırlar. Rezervlerdeki artışların gelişmekte olan ülkeler için bazı faydaları vardır. Bunlardan birincisi ve belkide en önemlisi, ülkelerin rezervlerini ani sermaye çıkışlarına karşı bir sigorta olarak görmeleri

[267] Joseph E Stiglitz, "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability" **World Development**, Vol.28, Issue.6 (June 2000), s. 1081

ve finansal istikrarı sağlamada önemli bir etken olarak kabul etmeleridir. İkincisi, reel döviz kurunun dış ticaret üzerindeki etkisinden dolayı, döviz kuru şoklarını hafifletebilmektedir. Üçüncüsü ise, cari işlemler açığının kapatılması ve şoklara karşı hazırlıklı olunmak istenmesidir. Son olarak da bazı ülkelerde ihracatı desteklemek için devalüasyon yapılması durumunda başvurulacak bir kaynak olarak görülmesi sayılabilir[268].

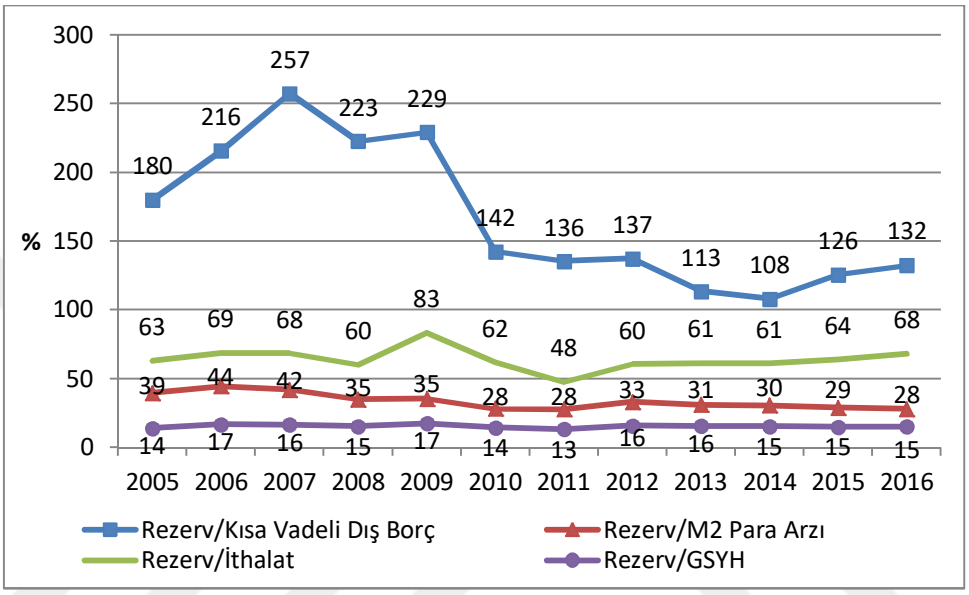
Uluslararası rezervlerin dünya gelirine oranı incelendiğinde 1960'lardan 1999'a kadar yüzde 3,5 seviyelerinden yüzde 6 seviyelerine yükseldiği görülmektedir. 1999 sonrası ise bu oran hızlı bir şekilde artış göstermiştir. Gelişmiş ülkelerde rezervlerin GSYH'ya oranı 1990'lardan günümüze kadar yüzde 4 seviyesinde sabit kalırken, gelişmekte olan ülkelerde ortalama yüzde 4'ten yüzde 20'lerin üzerine çıkmıştır[269]. Oranın en yüksek olduğu ülke ise Çin'dir. Çin'in uluslararası rezervleri son dönemde azalma eğiliminde olsa da GSYH'larının yüzde 40'ını aşmıştır.

Uluslararası rezeverler için çeşitli göstergeler kullanılmaktadır. Bunlar uluslararası rezervlerin yeterlilik oranı olarak da adlandırılmaktadırlar. En sık kullanılan göstergeler rezervlerin milli gelire oranı, M2 para arzına oranı, dış borçlara oranı ya da kısa vadeli dış borçlara oranı veya ithalata oranıdır. Bu göstergeler için dünya genelinde kabul gören limit oranlar ise şöyledir: rezervlerin ithalata oranı en az yüzde 30, M2 para arzına oranı en fazla yüzde 20, kısa vadeli dış borçlara oranının ise yüzde 100'ü aşmaması arzulanmaktadır[270].

Türkiye'nin uluslararası rezervlerinin durumu farklı değişkenler ile karşılaştırılarak, Grafik 46'da verilmiştir. Türkiye'nin uluslararası rezervlerinin GSYH'ya oranı ortalama yüzde 15 düzeyinde yatay bir seyir izlemektedir. Rezervlerin M2 para arzına oranı yavaşça azalan bir seyir izlemiş ve 2006 yılında yüzde 44 oranından 2016 yılında yüzde 28 seviyelerine inmiştir. Rezervlerin ithalata oranı ise ithalattaki azalış ve artışlardan dolayı biraz daha dalgalı bir seyir izlemekte ancak

[268] Joshua Aizenman, "Large Hoarding of International Reserves and The Emerging Global Economic Architecture" **The Manchester School**, Vol. 76, No. 5 (September 2008), s. 489-490
[269] Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh ve Alan M. Taylor. "Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves" **American Economic Journal: Macroeconomics**, Vol. 2, Issue. 2, (April 2010), s. 58
[270] Emek Aslı Cinsel, "Türkiye'de Döviz Rezervleri Yeterli mi?", **Mehmet Akif Ersoy Üniverisetisi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 7, Sayı 12, (Güz 2015), s. 134-135

ortalama yüzde 60 seviyelerinde seyretmektedir. En büyük dalgalanma ise rezervlerin kısa vadeli dış borçlara oranında görülmektedir. Özellikle 2008 global krizin ardından artan kısa vadeli dış borç stoku nedeniyle, oran 2007 yılında yüzde 257 düzeyinden 2014 yılında yüzde 108 seviyesine gerilemiş ancak izleyen yıllarda hafifçe artarak 2016 yılında yüzde 132 olarak gerçekleşmiştir.



Grafik 46. Uluslar Rezervler İçin Temel Göstergeler

Kaynak: TCMB

Uluslararası rezervler için verilen bu dört farklı gösterge incelendiğinde özellikle ithalata oranının dünya genelinde kabul gören oran ile aynı olduğu, diğer oranların ise istenen seviyenin çok üzerinde olduğu anlaşılmaktadır. Ancak yukarda da belirttiğimiz gibi yüksek oranlar özellikle gelişmekte olan ülkelerde gözlenmekte ve ekonominin sağlık durumu hakkında kesin bilgiler vermemektedir.

Yabancı yatırımcıların karmaşık hesaplamalara girmeden yatırım kararı alınmasını sağlayan ya da yatırım kararından vazgeçiren başka göstergeler vardır. Bunların en başında kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere vermiş olduğu notlar yer almaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği notlar bir ülkenin dış borcunu ödeyebilme kabiliyetini veya verilen borcun riskini göstermektedir. Tablo 22'de en büyük üç kredi derecelendirme kuruluşunun Türkiye notlarına yer verilmiştir. Her kuruluşun farklı not sistemleri olması yanında, herbirinin farklı kriterleri ve bu

kriterlerin farklı ağırlıkları söz konusudur. Kuruluşların notları incelendiğinde 2001 krizinden 2005 yılına kadar Türkiye'yi yatırım yapılamaz ve yüksek riksli spekülatif hareketlerin oluduğu ülke olarak değerlendirmekteler. 2005 yılı sonrası notlar yükselmeye başlasa da, Türkiye ancak Fitch kuruluşundan 2012 yılının sonunda yatırım yapılabilir ülke notu almayı başarmıştır. Onu Moody's 2013 yılının Mayıs ayında takip ederek Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke ilan etmiştir. Buna karşın S&P şirketi Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülkeler listesine hiç almamıştır. 2016 yılının sonunda ise yalnız Fitch, Türkiye'yi en alt seviyeden yatırım yapılabilir ülke olarak kabul etmiştir.

Tablo 22. Türkiye'nin Kredi Notu Karnesi

Tarih	Fitch	Moody's	S&P	Not
23.9.2016	BBB-	Ba1	BB	Moody's Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyenin altına indirdi
20.7.2016	BBB-	Baa3	BB	S&P Türkiye'nin notunu BB'ye indirdi
16.5.2013	BBB-	Baa3	BB+	Moody's Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltti
27.3.2013	BBB-	Ba1	BB+	S&P Türkiye'nin notunu to BB+'ya yükseltti
5.11.2012	BBB-	Ba1	BB	Fitch Türkiye'nin notunu yatırım yapılabilir seviyeye yükseltti
20.6.2012	BB+	Ba1	BB	Moody's Türkiye'nin notunu Ba1'e yükseltti
19.2.2010	BB+	Ba2	BB	S&P Türkiye'nin notunu BB'ye yükseltti
8.1.2010	BB+	Ba2	BB-	Moody's Türkiye'nin notunu Ba2'ye yükseltti
3.12.2009	BB+	Ba3	BB-	Fitch Türkiye'nin notunu 2 not birden artırarak BB+'ya yükseltti
14.12.2005	BB-	Ba3	BB-	Moody's Türkiye'nin notunu Ba3'e yükseltti
13.1.2005	BB-	B1	BB-	Fitch Türkiye'nin notunu BB-'ye yükseltti
17.8.2004	B+	B1	BB-	S&P Türkiye'nin notunu BB-'ye yükseltti
9.2.2004	B+	B1	B+	Fitch Türkiye'nin notunu B+'ya yükseltti
16.10.2003	B	B1	B+	S&P Türkiye'nin notunu B+'ya yükseltti
25.9.2003	B	B1	B	Fitch Türkiye'nin notunu B'ye yükseltti
28.7.2003	B-	B1	B	S&P Türkiye'nin notunu B'ye yükseltti
25.3.2003	B-	B1	B-	Fitch Türkiye'nin notunu B-'ye indirdi
2.8.2001	B	B1	B-	Fitch Türkiye'nin notunu B'ye indirdi
16.4.2001	B+	B1	B-	S&P Türkiye'nin notunu B-'ye indirdi
2.4.2001	B+	B1	B	Fitch Türkiye'nin notunu B+'ya indirdi
23.2.2001	BB-	B1	B	S&P Türkiye'nin notunu B'ye indirdi
27.4.2000	BB-	B1	B+	Fitch Türkiye'nin notunu BB-'ye yükseltti
25.4.2000	B+	B1	B+	S&P Türkiye'nin notunu B+'ya yükseltt

Kaynak: http://www.bloomberght.com[271]

[271] BloombergHT, *Türkiye'nin Kredi Notu Karnesi*, 26 Eylül 2016, http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1922415-turkiyenin-kredi-notu-karnesi (2 Temmuz 2017)

Gerçekten de Türkiye'ye yönelen yabancı sermaye yatırımlarının türleri incelendiğinde, doğrudan yatırımların 2004-2007 yılları arasında bir miktar arttığını ancak diğer yıllarda çok zayıf seyrettiğini görmek mümkündür. Buna karşın kısa vadeli sermaye akımları daha yüksek miktarlarda ve oldukça dalgalıdır.

4.5. HANEHALKI VE FİRMALAR İÇİN TEMEL GÖSTERGELER

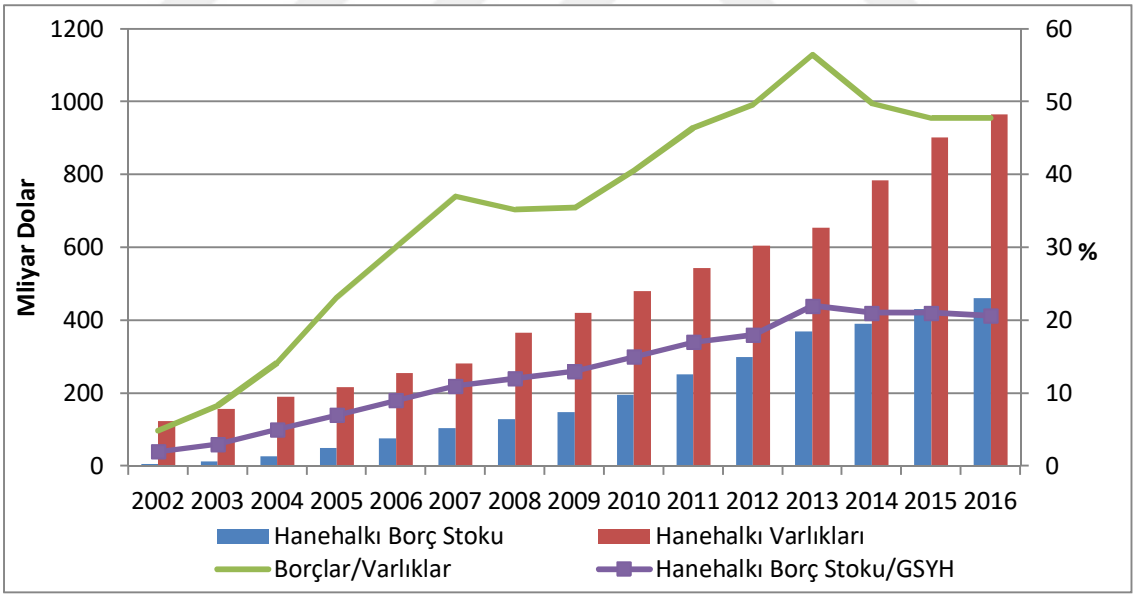
Ekonomik krizlere ve hatta bankacılık krizlerine neden olan gelişmeler incelenirken, çoğunlukla ülkenin döviz rezervleri, yüksek faiz oranları, yüksek enflasyon, büyük miktarda yabancı sermaye çıkışı, düşük büyüme oranları, borsadaki fiyatlar gibi öncü göstergeler olarak kabul edilmektedir. Ancak makroekonomik göstergelerin durumu kriz öncesi yeterli bilgi verse de temel nedenleri açıklamada yetersiz kalmaktadırlar. Çünkü çoğu zaman ekonominin ve özellikle bankacılık sektörünün yapısal sorunlarından kaynaklanan krizlerin asıl nedenlerini açıklamada yetersiz kalmaktadır. Örneğin ani ve büyük mikardaki sermaye çıkışları krizlerin göstergesi kabul edilmekte ancak bankacılık sektörünün yapısal sorunlarının olması, bu çıkışların etkilerini ağırlaştırmaktadır[272]. Bu nedenle bankacılık sisteminde kredi stoku, kredilerin kimlere verildiği, verilen borçların vadesi ve bu kredilerin ne için kullanıldığı önemlidir.

Türk ekonomisinin ve bankacılık sektörünün sağlık durumunu gösteren önemli göstergelerden bir diğeri de hanehalkı ve firmaların borçluluk durumlarıdır. Kredi genişlemesini ve bu kredilerin kompozisyonunu önceki bölümlerde ele almaştık. Hanehalkı ve firmaların kullandığı kerdilerin 2001 yılı sonrası hızlı bir şekilde arttığı vurgulanmıştı. Ancak teorik yaklaşımlarda hanehalkının bankalara olan borçlarının artışı, firmalarınkinden farklı yorumlanmaktadır. Firmaların kullandığı krediler sermaye birikimine ve üretim artışına yol açmakta, ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Buna karşın, hanehalkının borçlarındaki artışlar tüketim harcamalarını arttırmakta, hanehalkının refahını kısa ve orta vadede yükseltmekte ancak uzun dönem ekonomik büyüme üzerinde etkili olmamaktadır.

[272] Asli Demirgüç-Kunt ve Enrica Detragiache. "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries" **IMF Staff Papers**, Vol. 45, No. 1, (March 1998), s. 82-83

Talep yönünden kredi genişlemesi gelecekte gelirlerin artacağı fikrinden pozitif yönde etkilenmektedir. Bu nedenle hanehalkı ve firmaların kredi talebi artmaktadır. Finansal liberalizasyon ve teknolojik gelişmelerden dolayı maliyetler azaldığından kredi arzı da bu talebi desteklemektedir. Ancak gelirdeki artış beklentileri karşılamadığı durumlarda borçların gelirlere oranı artmakta ve ekonomik krizlerin yolunu açmaktadır[273].

Türkiye'de hanehalkı varlıklarının gelişimine (Grafik 47) bakıldığında özellikle 2007 ve 2013 yılları sonrası hızlı bir sıçrama görülmektedir. 2009-2013 yılları arasında ise hanehalkı varlıkları sabit oranda artmıştır. 2016 yılında hanehalkının finansal varlıkları 1,045 milyar TL olarak gerçekleşirken, finansal varlıkları içerisinde en büyük payı yüzde 76 ile mevduat kalemi oluşturmuş ve değeri 798 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılı hanehalkı yükümlülükleri 445 milyar TL olarak gerçekleşmiş, yükümlükler içerisinde en büyük payı yüzede 97 oranla banka kredileri oluşturmuştur. Hanehalkı kredi yükümlülükleri 432 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.



Grafik 47. Hanehalkı Varlık ve Yükümlülüklerinin Gelişimi

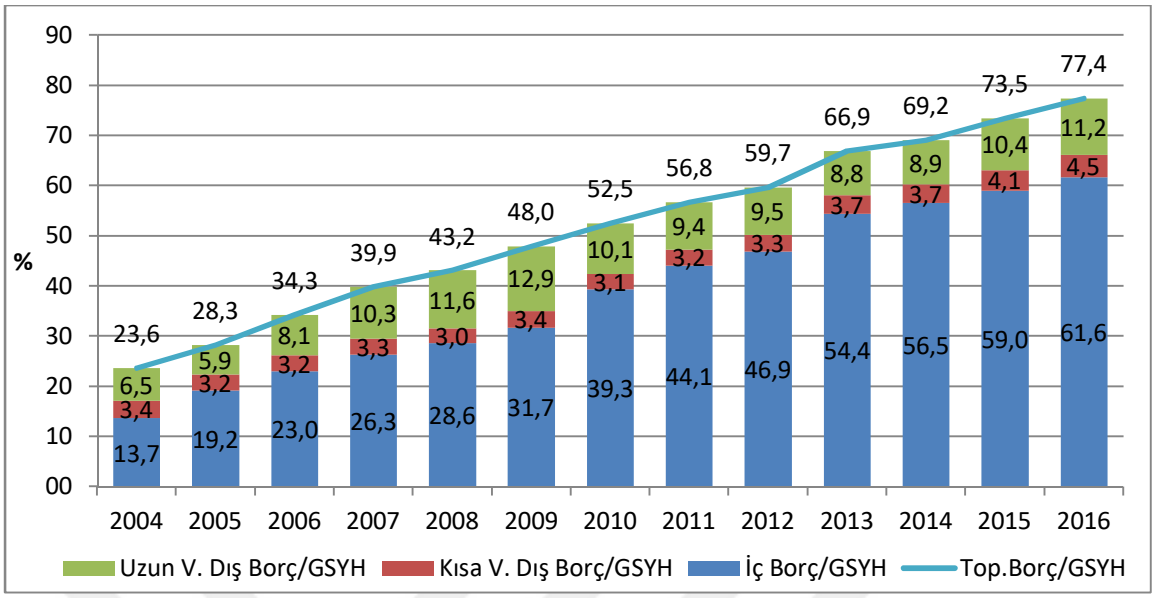
Kaynak: TCMB Finansal İstikar Raporları, Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Gelişmeler

[273] Berrak Büyükkarabacak ve Neven T. Valev. "The Role of Household and Business Credit in Banking Crises" **Journal of Banking & Finance**, Vol. 34, Issue. 6, (June 2010), s. 1247-1248

Hanehalkı borçlarının varlıklarına oranı ise 2003 yılından 2008 yılına kadar hızlı bir şekilde yükselmiştir. 2008 global krizinin yarattığı belirsizlik ortamı hanehalkı harcamalarını azalttığından alınan borçlarda da bir azalma olmuştur. Ancak izleyen yıl yine hızlanan borçluluk oranı yüzde 56 ile 2013 yılında zirveye ulaşmıştır. Kritik seviyelere ulaşan hanehalkı borçluluk oranı son üç yıl içerisinde azalmış ve 2016 yılında yüzde 48 olarak gerçekleşmiştir. Diğer bir gösterge olan hanehalkı borçlarının GSYH'ya oranı incelendiğinde, 2002 yılında yüzde 2 iken kadar hızla yükselerek 2013 yılına yüzde 22 oranına ulaşmış ve sonraki yıllarda yatay bir seyir izleyerek yüzde 21 seviyelerinde kalmıştır. Ancak AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında hanehalkı yükümlülükleririn GSYH'ya oranının düşük olduğunun vurgulanması da gerekmektedir[274].

Konu firmalar açısından değerlendirildiğinde bankacılık sektörünün verdiği kredilerin önemli bir kısmının firmalar tarafından kullanıldığı görülmektedir. Firmalar doğal olarak hızlı kredi genişlemesinden faydalanmışlardır. Grafik 48'de firma borçlarının ve borç bileşenlerinin GSYH'ya oranı verilmiştir. Grafikte verilen değerler, yalnız firmaları temsil etmekte, özel sektörde yer alan finansal ve mali kuruluşları içermemektedir. Grafik incelendiğinde firmaların 2004 yılında iç borçlarının GSYH'ya oranının yüzde 13,7 olduğu buna karşın 2016 yılında yüzde 61,6 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Toplam borçları ise aynı yıllar için yüzde 23,6'dan yüzde 77,4'e yükselmiştir. Aynı zamanda firmaların toplam borcu son dört yıl içerisinde iki katına yükselmiştir.

[274] TCMB, **Finansal Hesaplar Raporu**, 2016-II, s. 3-4



Grafik 48. Türlerine ve Vadelerine Göre Firma Borçlarının GSHY'ya Oranı

Kaynak: TCMB

Firmaların borçlanması üretim artışına neden olacağından tek başına kötü bir gösterge olarak yorumlanamamakta ancak borçlarının milli gelire oranla daha hızlı artıyor olması firmalar açısından risk oluşturmaktadır. Örneğin 2016 yılında firmaların toplam borcu önceki yıla oranla yüzde 16 artmış buna karşın büyüme oranı yüzde 2,9 olarak gerçekleşmiştir. Toplam borçların artıyor olması yanında bu borçların bileşimi de önemlidir. 2004 yılında firmaların toplam borcu içerisinde yurtiçi kredilerinin oranı yüzde 58, dış borçları yüzde 42 iken 2016 yılında yurtiçi borçları yüzde 80'e yükselmiş, dış borçları ise yüzde 20'lere gerilemiştir. Dış borçları içerisinde vade yapılarına bakıldığında 2004 yılında kısa vadeli borçların toplam dış borca oranı yüzde 35 iken 2016 yılında yüzde 29'a gerilemiştir. Firma borçluluk oranlarının milli gelirden daha hızlı artıyor olması dışında, borç bileşimlerinde ve vade yapılarındaki iyileşme olumlu gelişmelerdir.

5. TÜRKİYE'DE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ KREDİ KANALI ÜZERİNDEN BÜYÜMEYE ETKİSİNİN ANALİZİ

5.1. LİTERATÜR TARAMASI

Birinci bölümlerde uluslararası sermaye akımları türlerine göre ayrıştırılarak büyüme üzerine etkileri tartışılmış, birçok ampirik çalışmanın bulgularından bahsedilmiştir. Ancak bu çalışmalırın büyük bir çoğunluğu kredi kanalını bir aktarım mekanizması olarak vurgulamamıştır.

İkinci bölümde ise kredi kanalının etkinliği ve para politikasının kredi kanalı yoluyla büyüme üzerine etkileri konu alınmıştır. Buna karşın uluslararası sermaye akımlarının kredi kanalı üzerinden büyümeye etkisini konu alan ampirik çalışmalar paylaşılmamıştır.

Modelimizi kurmadan ve analizimizi yapmadan önce aynı konu hakkında yapılmış ampirik çalışmalardan bahsetmek bölümümüz için doğru bir başlangıç olacaktır. Bunun yanında bu çalışmalar gerek yöntem gerek seçilen değişkenler açısından yol gösterici olacaktır.

Uluslararası sermaye akımlarının kredi büyümesine etkisi konusunda yapılmış önemli çalışmalardan biri Lane ve McQuade tarafından ECB için gerçekleştirilmitir. Lane ve McQuade'i bu çalışmalarında motive eden konunun son yıllarda bazı ülkelerin yaşamış olduğu krizler öncesinde ciddi ödemeler dengesi sorunlarıyla birlikte hızlı bir kredi genişlemesi yaşamış olmalarıdır. Bu nedenle hızlı kredi genişlemesi ile sermaye akımları arasındaki ilişkinin araştırılmasını doğru bulmuşlardır.

Yapılan çalışma otuz AB ülkesini kapsamaktadır. Bu otuz ülke için banka mevduatlarının GSYH'ya oranı 1999 yılında ortalama yüzde 57 iken 2007 yılında yüzde 89'a yükselirken, aynı yıllarda özel sektöre verilen kredilerin GSYH'ya oranı ortalama yüzde 67'den yüzde 107'ye yükselmiştir. Bunun yanında aynı dönemde bankalar arasındaki ve özellikle kısa vadeli borçlanmalar da yüzde 53 artmıştır.

Lane ve McQuade uluslararası sermayenin kredi kanalı yoluyla büyümeye etkisini analiz edebilmek adına yabancı sermayeyi türlerine ayırmışlar, böylelikle bu akımların özel bankaların mevduatları, yerel kredi büyümesi, kişibaşı gelir ve konut sahipliğini 1993-2008 yılları arasında nasıl etkilediğini analiz etmişlerdir.

Elde edilen bulgular cari işlemler dengesinin kredi genişlemesini açıklamada yetersiz kaldığını, buna karşın net dış borç akımının özellikle hızlı kredi genişlemesinde etkili olduğunu göstermektedir[275].

Diğer bir çalışma IMF için Guo ve Stepanyan tarafından 2011 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada 2001 ve 2010 yılları arasını kapsayan çeyreklik zaman serileri ile Türkiye'nin de aralarında olduğu 38 gelişmekte olan ülke için kredi genişlemesinin nedenleri sorgulanmıştır. Kredi genişlemesinde özellikle arz yönlü etmenler sorgulanırken talep yönlü etmenler de göz ardı edilmemiştir. Çalışmada birçok değişken kullanılmıştır. Bunlar özel sektör kredileri, bankaların yabancılara borçları, yerleşiklerin mevduatları, enflasyon oranları, GSYH, mevduat oranları, döviz kurları, krediler, FED faiz oranları ve ABD'nin M2 para arzıdır.

Elde edilen bulgular hem yurtiçi borçların hem de dış borçların kredi büyümesini pozitif ve sistematik olarak etkilediğidir. Bununla birlikte güçlü bir ekonomik büyüme de kredi genişlemesine ve enflasyona neden olmaktadır. Ayrıca ister yerel ister küresel olsun, gevşek para politikası daha fazla kredi genişlemesine neden olurken, büyümeye etkileri bankacılık sektörünün ne kadar sağlıklı olduğu ile alakalıdır[276].

Başkaya ve diğerleri ise Türkiye özelinde 2005-2013 yılları için sermaye akımlarının kredi arzında yarattığı etkiyi incelemişlerdir. Bankalar için kullandıkları değişkenler banka mevduatları, sermaye yeterlilik oranları, likidite oranları, banka borçları, aktif karlılığı, firmalara verilen krediler ile banka-firma ortaklığını içeren kredilerdir. Uluslararası sermaye akımlarını ise doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olarak üçe ayırarak modele dahil etmişlerdir.

[275] Philip R Lane ve Peter McQuade, " Domestic credit growth and international capital flows", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol.116, Issue. 1, (January 2014), s. 222-225, 246-247

[276] Kai Guo ve Vahram Stepanyan "Determinants of bank credit in emerging market economies". **IMF Working Papers**, No. 11-51, (March 2011), s, 6-10

Başkaya ve diğerleri, kredi genişlemesinde özellikle yerel bankaların daha etkili olduğu, çünkü 2008 gibi kriz dönemlerinde yabancı bankaların kredi arzını azalttığını ya da kendi ülkelerine geri döndüğü sonucuna ulaşmışlardır. Buna karşın yerel bankaların yurtdışından almış olduğu kredilerin, kredi genişlemesinde önemli bir etkisi vardır[277].

Benzer bir çalışma Raghavan, Churchill ve Tian tarafından Avustralya için yapılmıştır. Raghavan ve diğerleri var modeli ile portföy akımlarının Avustrayla'daki kredi hacmine ve ekonomik etkilerini sınamışlardır. Kullandıkları değişkenler enflasyon için Avustralya Merkez Bankası emtiya fiyat endeksi, küresel ekonomik aktiviteyi temsil etmesi için ABD'nin üretim seviyesi, küresel para politikasını temsil etmesi için FED fon oranları, yerel çıktı seviyesi, toplam iç talep, enflasyon oranı, para tabanı, reel döviz kuru, toplam özel sektör kredileridir. Diğer taraftan portföy akımlarını net borç akımı ve net hisse senedi akımı olarak ikiye ayırarak modele dahil etmişlerdir.

Avustralya ekonomisi için elde edilen bulgular portföy akımlarının kredi arzını arttırdığı, ayrıca döviz kurunun değerlenmesine neden olarak ekonomik aktiviteyi arttırdığı yönündedir. Bununla birlikte hisse senedi akımlarının ekonomik aktivite üzerinde etkisi yokken borç akımlarının net portföy akımlarının etkisini belirlediği tespit edilmiştir[278].

Başka bir çalışma Hwa, Rahgavan ve Huey tarafından Malezya için yapılmıştır. SVAR (Stuctural Vector Autoregression) modeliyle yapılan analizde üç temel sonuca ulaşmışlardır. Bunlardan birincisi portföy yatırımlarını Malezya'ya çeken dış etmenlerden çok iç dinamiklerdir. İkincisi, yabancı portföy yatırımları arttıkça döviz kurunun değerlenmesine, hisse senedi fiyatlarının ve kredi arzının artmasına neden olmakta. Üçüncüsü ise porföy yatırımlarının büyümeyi kısa vadede ve dalgalı şekilde etkilediğidir. Portföy yatırımları hisse senedi fiyatlarını ve kredi arzını arttırdığı için

[277] Baskaya ve Diğerleri, s. 9-10, 14
[278] Mala Raghavan, Amy Churchill ve Jing Tian, "The Effects of Portfolio Capital Flows and Domestic Credit on the Australian Economy" 30 May 2014, Tasmanian Scool of Business and Economics, University of Tasmania, https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ESAMACE2014&paper_id=336 (25 Haziran 2017), s.6-7, 16-20

büyümeye pozitif etki yaratırken, döviz kurundaki değerlenme nedeniyle büyüme üzerindeki etkisi sınırlı kalmaktadır[279].

Carvalho ve Castro da 1999-2013 yılları arasında, küçük dışa açık bir ekonomi için dinamik stokastik genel denge (DSGE) modeliyle uluslararası finansal şokların Brezilya'nın kredi piyasalarında nasıl bir etki yarattığını incelemişlerdir. Bankaların sermaye yükümülüklerini, zorunlu rezervleri, risk ağırlıklı sermaye yeterlilik oranlarını, farklı risk seviyelerindeki kredileri, ödemeler dengesi bileşenlerini ve Brezilya'ya özgü bazı politika enstrumanlarını değişken olarak almışlardır. Elde edilen sonuçlar makroihtiyati enstrumanların kredi piyasasında büyük etkisi olduğu ancak ekonominin diğer alanlarındaki etkilerinin enstrümanın türüne göre değiştiği tespit edilmiştir.

Yabancı sermaye akımları açısından temel aktarım kanalının döviz kuru kanalı olduğu ve sermayenin türüne göre etkisinin farklılıklar gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Modelde, krediler üzerindeki en büyük etkinin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ait olduğu bulunmuştur[280].

Te Kaat ise 1995-2014 yıllarında Avrupa firmaları için 20.000 veri gözlem sayısıyla uluslararası sermaye akımlarının büyüme üzerine etkisini araştırmıştır. Firmalar için 6 farklı değişken dışında 12 adet makro değişkeni incelemiştir. Bulgulara göre sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde endüstri içinde en az karlılığa sahip firmalara daha fazla kredi verilmekte ancak bu durum uzun dönem büyümenin dinamiğini düşürmektedir. Bununla birlikte yabancı sermaye girişinin büyümeyi etkilediği sonucuna ulaşılmıştır[281].

Bu konuda diğer bir çalışma ise Rey tarafından yapılmıştır. VAR modeliyle yapılan çalışmada 20-25 değişken kullanılmış ve ABD para politikasının küresel finansal dalgalanmaları nasıl etkilediği araştırılmıştır. Modele dahil edilen

[279] Tng Boon Hwa, Mala Raghavan ve Teh Tian Huey, "Macroekonomic Surveillance of Portfolio Flows and its Real Effects: Malaysia's Experience", **8TH IFC "Conference on Statistical Implications of the new Financial Landscape"**, Basel: Bank of International Sattlements, 8-9 September 2016, s. 20-21
[280] Carvalho ve Castro, s. 28
[281] Daniel Marcel te Kaat, "International Capital Flows and the Allocation of Credit Across Firms", **Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2016: Demographischer Wandel** - Session: International Capital Flows, No. F16-V1, 2016, s. 27

değişkenlerden oluşan bir alt küme reel ekonomiyi etkilerken diğer alt değişkenler kümesi ABD ve uluslararası finansal değişkenleri etkilemektedir.

Elde edilen bulgulara göre doların önemli bir para birimi olduğundan FED'in uyguladığı para politikası hızlı bir şekilde küresel çapta etki göstermektedir ve ekonomik aktörlerin değerini belirlemektedir. Birçok ülkenin bilançolarında dolar ya da dolar ilişkili varlıklar olduğundan bankaların, aracı kurumların, hanehalkının, işletmelerin değerini ve borçlanma yeteneklerini etkilemektedir. FED para politikasını gevşettiğinde başka bir merkez bankası da para politikasını gevşetirse bu piyasalarda kredi genişlemesi olarak algılanacak ve kredi arzında patlama yaşanacaktır. Bununla birlikte bu çalışmanın diğerlerinden farkı özellikle döviz kurunu dalgalanmaya bırakan ve enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerin de uluslararası sermaye akımlarından zarar görebilecekleri vurgusunu yapmasıdır. Özellikle dalgalı kur uygulayan ülkelerin kendilerini güvende hissetmemeleri gerektiği vurgulanmıştır[282].

Şu ana kadar bahsedilen çalışmalar ışığında elde ettiğimiz bilgiler çerçevesinde yapılan ekonometrik analiz aşağıda sunulmuştur.

5.2. EKONOMETRİK ANALİZ

5.2.1. Kullanılan Yöntem: VAR Modeli

Vektör Otoregresif Modeller (VAR) iktisadi değişkenlerin eşzamanlı denklemler yardımıyla incelenmesine ve değerlendirilmesine imkan tanımaktadır. VAR modellerinin diğer modellere göre bazı avantajları vardır. Bunlardan birincisi değişkenler arasındaki ilişkiyi tek bir denklemle incelemek yerine, aynı anda birkaç denklem kurmak yoluyla analiz imkanı sunmaktadır. İkinci olarak modele dahil edilen değişkenlerin içsel ya da dışsal olarak ayrıştırılmasına gerek kalmadan, her bir değişkeni içsel kabul ederek, denkleme katılan her değişkenin birbiri ile olan ilişkisini inceleme imkanı vermektedir. Özellikle makroekonomik değişkenlerin birbirini karşılıklı etkilediği durumlara sık rastlandığından VAR modellere sıkça başvurulmaktadır. Üçüncü olarak VAR modelleri diğer modeller gibi kısıtlamalara

[282] Hélène Rey, "International Channels of Transmission of Monetary Policy and The Mundellian Trilemma" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 21852, (2016), s. 26, 27

ihtiyaç duymamaktadır. VAR modelleri dinamik ilişkileri yakalama konusunda başarılı modeller olduklarından sıkça zaman serilerinde kullanılmaktadır[283].

VAR modellerinin diğer özelliği ise parasal değişkenlerin ampirik analizlerinde sıkça kullanılmasıdır. Para politikasının değişkenler üzerindeki etkisini belirlemek ya da artan ve değişen finansal aktivitelerin etkilerinin doğru şekilde tahmin edilmesinde kullanışlı modellerdir. Yapısal modellerde olduğu gibi spesifik tanımlamalar yapılması gerekmediğinden parasal aktarım mekanizması için güvenilir sonuçlar vermektedir[284]. Bununla birlikte değişkenler hakkında net bilgi sahibi olmadığımız durumlarda dahi, değişkenlerin yapısal kırılma noktalarını ya da döngüsel olup olmadıklarını tespit ederek araştırmacının işini kolaylaştırmaktadır. Bunlara ek olarak değişkenler arasındaki korelasyonunu şiddetini, etki tepki analizlerini, bunların gecikme sürelerini ve nedenlerini vermesi, ayrıca bunları basit grafiksel görsellerle sunması da VAR modellerinin artılarıdır [285].

Modellerin bu avantajları nedeniyle, çalışmamızdaki veriler VAR modeli ile EViews 9 programı kullanılarak analiz edilecektir.

5.2.1.1. Modelde Kullanılan Makro Verilerin İncelenmesi

Çalışmamızda uluslararası sermaye akımlarının Türkiye için kredi kanalı yoluyla büyümeye etkisi analiz edilmeye çalışılacaktır. Önceki bölümlerde kredi kanalının etkinliği ve yabancı sermayenin kredi kanalıyla büyümeye etkileri gibi konular hem teorik hem ampirik seviyede tartışılmıştı. Test etmeyi düşündüğümüz bu ilişkiyi kısaca şöyle özetleyebiliriz:

Yabancı Sermaye Girişi ↑ para tabanı ↑ döviz kuru ↓ faiz oranları ↓ kredi hacmi ↑ yatırım ve tüketim harcamaları ↑ GSYH ↑

[283] Recep Tarı ve Hilal Bozkurt, "Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin Var Modelleri İle Analizi (1991.1-2004.3)" [Elektronik Versiyon] **Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi**, Sayı: 4, (2006), s. 4
[284] Fabio C. Bagliano ve Carlo A. Favero. "Measuring monetary policy with VAR models: An evaluation." **European Economic Review**, Vol.42, Issue.6, (10 June 1998), s. 1070
[285] Henrik Hansen ve Søren Johansen. "Some Tests for Parameter Constancy in Cointegrated VAR-Models" **The Econometrics Journal**, Vol.2, No.2, (1999), s. 307

Buna göre Türkiye'ye giren yabancı sermayenin finansal sisteme girerek döviz karşılığında TL talep edeceğinden parasal tabanın genişlemesi beklenmektedir. Yabancı sermayenin Türkiye'ye girişi döviz bolluğu yaratacağından diğer bir etkisi ise dövizin TL karşısında değer kaybetmesidir. Finansal sisteme dahil olan yabancı sermaye aynı zamanda kredi hacminin de genişlemesine imkan tanıyacaktır. Artan kredi miktarı karşısında ise özel sektör yatırımlarının ve hanehalkı tüketiminin de artması ve bu artışın büyüme üzerinde pozitif etki yaratması beklenmektedir.

Modelimizde büyüme oranı nihai bağımlı değişken, kullandırılan kredi miktarı ara bağımlı değişken, diğerleri ise bağımsız değişkenler olarak kabul edilmiştir. Model çıktıları ise bu bağlamda değerlendirilecektir.

Ekonometrik analizde kullanılan veri seti üçer aylık gözlemlerden oluşmakta ve 2003 yılının ilk çeyreğinden başlayarak 2016 yılının ikinci çeyreği ile sona ermektedir. Toplamda 6 değişkenin dahil edildiği modelimizde, her veri serisi 54 gözlemden oluşmakta olup toplam gözlem sayısı ise 324'tür. Büyüme verileri TÜİK'ten temin edilmiştir. Diğer veriler ise TCMB'nin EVDS sistemindeki üçer aylık gözlemlere dayanmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarını temsil etmesi için toplam net sermaye akımı seçilmiştir. Modelde adı geçen yabancı sermaye, net doğrudan yabancı sermaye yatırımları, net yabancı portföy yatırımları, net diğer sermaye akımları ve net hata noksan kalemlerinin toplamından oluşmaktadır. Yabancı sermayenin türlerine göre ayrıştırılmamasının nedeni yurtiçine giriş yapan dövizin her halükarda finansal sektöre dahil olacağı düşüncesidir. Modele dahil edilen net sermaye akımı GSYH'ya oranı (YABANCI_SERMAYE) şeklinde temsil edilmektedir.

Para tabanını temsil etmesi için döviz tevdiat hesaplarının da dahil edildiği M2 para arzı tanımı kullanılmıştır. Modelde kullanılan M2 para arzı GSYH'ya oranı (M2) şeklinde temsil edilmiştir. Döviz kuru (DOVIZ_KURU) için seçilen değişken reel efektif döviz kuru endeksidir. Endeks Tüfe bazlı olup sabit yıl olarak 2003 yılı alınmıştır. Faiz oranları (FAIZ) ise bankalarca açılan mevduatlara uygulanan ortalama faiz oranını ifade etmektedir.

Kredi miktarını (KREDI_HACMI) göstermesi için seçilen değişken, faiz oranlarını temsil eden verilerle uyumlu olması adına, mevduat bankalarının vermiş olduğu toplam kredilerin önceki döneme göre yüzde değişim oranıdır.

Büyümeyi (GSYH) temsil etmesi için üç aylık büyüme oranları veri olarak alınmıştır. Çeyrek dönemlik büyüme oranları bir önceki yılın aynı dönemine göre büyümeyi temsil etmektedir. Büyüme oranı seçimi yapılırken mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış harcamalar yöntemiyle 1998 bazlı GSYH verisi kullanılmıştır.

Tablo 23. Türkiye Ekonomisinde Seçilen Değişkenler İçin Veri Seti

	GSYH	KREDI_HACMI	FAIZ	DOVIZ_KURU	M2	YABANCI_SERMAYE
2003Q1	8.03	17.48	47.71	90.86	134.91	4.36
2003Q2	4.05	1.11	44.1	98.56	122.69	4.5
2003Q3	4.21	8.69	36.18	108.16	107.14	4.38
2003Q4	5.22	17.63	28.57	102.42	123.25	2.17
2004Q1	9.2	8.18	24.55	108.21	128.7	7.12
2004Q2	12.36	22.9	21.56	102.49	126	6.49
2004Q3	8.39	6.91	21.41	100.6	112.09	1.09
2004Q4	7.9	8.42	20.59	101.55	122.25	4.84
2005Q1	8.95	9.2	18.02	109.23	131.35	9.6
2005Q2	7.48	13.06	16.42	109.61	128.57	9.91
2005Q3	7.44	9.17	16.28	114.19	118.13	4.32
2005Q4	9.81	12.57	15.87	118.47	138.43	13.15
2006Q1	5.86	8.31	14.95	120.16	154.87	14.57
2006Q2	9.59	18.01	14.77	109.41	151.66	7.35
2006Q3	6.34	3.62	17.87	105.61	132.15	3.56
2006Q4	5.92	6.16	18.36	109.76	147.85	7.04
2007Q1	6.94	3.98	18.28	113.12	162.55	13.34
2007Q2	3.7	6.85	18.06	117.65	157.42	6.64
2007Q3	3.13	5.67	17.84	119.03	140.99	4.61
2007Q4	5.27	8.63	17.01	126.75	156.75	6.8
2008Q1	5.62	10.01	16.35	123.52	172.74	6.92
2008Q2	3.01	8.59	16.81	115.84	158.38	6.3
2008Q3	1.43	5.84	17.87	123.23	152.18	5.18
2008Q4	-6.6	-0.07	18.71	111.23	187.15	0.63
2009Q1	-14.23	-3.99	13.73	107.02	215.01	0.76
2009Q2	-7.56	2.59	11.46	109.93	196.97	1.03
2009Q3	-2.39	3.64	10.13	111.46	178.86	2.73
2009Q4	4.4	5.76	8.32	112.92	193.85	2.87
2010Q1	12.37	8.66	8.1	117.97	210.78	6.16

2010Q2	10.2	12.32	8.38	121.1	200.05	9.06
2010Q3	5.53	6.11	8.24	120.76	184.5	6.37
2010Q4	9.47	11.74	7.98	123.07	198.55	10.59
2011Q1	12.57	8.24	7.44	112.18	211.42	13.89
2011Q2	9.3	11.08	8.07	110.93	201.71	14.27
2011Q3	8.72	6.63	8.44	100.52	189.06	5.63
2011Q4	5.22	3.25	8.92	102.42	198.8	4.98
2012Q1	2.48	2.84	9.9	106.88	206.66	9.62
2012Q2	2.72	5.87	10.02	108.99	198.28	10.27
2012Q3	1.9	2.76	9.18	109.89	190.33	8.86
2012Q4	1.5	5.71	7.71	110.5	203.9	7.21
2013Q1	3.78	5.56	6.84	111.85	214.53	11.87
2013Q2	4.64	11.1	6.15	110.2	208.47	9.52
2013Q3	3.96	7.39	7.5	104.57	206.66	6.84
2013Q4	4.37	5.88	7.73	102.13	223.37	8.03
2014Q1	5.17	3.6	9.49	95.76	224.53	3.3
2014Q2	2.47	4.02	9.99	103.21	220.27	9.02
2014Q3	1.78	6.19	8.67	103.15	214.78	3.65
2014Q4	2.95	4.91	8.93	104.86	227.64	5.55
2015Q1	2.51	7	9.15	105.08	241.16	3.84
2015Q2	3.73	5.67	9.63	99.58	232.08	5.75
2015Q3	4.92	5.71	10.11	94.68	231.92	1.87
2015Q4	4.53	0.2	10.57	96.6	234.63	-0.27
2016Q1	4.41	1.64	10.95	99.67	245.14	5.9
2016Q2	3.03	3.77	10.54	100.21	239.86	9.62

5.2.1.2. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Verilerimizi istatistiki olarak test etmeye başlamadan önce Tablo 24'te tanımlayıcı istatistiklere bir göz atmak gerekir. Bu tanımlayıcı istatistiklerde her bir değişkenimiz için ortalama değeri (mean), medyan (median) değeri, maksimum ve minimum değeri, standart sapmasını, basıklık (kurtosis) değerini, çarpıklık (skewness) değerini, toplam değerini ve gözlem sayılarını görmekteyiz.

Tablo 24. Tanımlayıcı İstatistikler

	GSYH	KREDI_HACMI	FAIZ	DOVIZ_KURU	M2	YABANCI_S...
Mean	4.772222	7.162407	14.63722	108.8472	179.8513	6.549259
Median	4.780000	6.175000	10.76000	109.3200	189.6950	6.335000
Maximum	12.57000	22.90000	47.71000	126.7500	245.1400	14.57000
Minimum	-14.23000	-3.990000	6.150000	90.86000	107.1400	-0.270000
Std. Dev.	4.716941	4.791108	8.646709	8.202568	40.17954	3.656878
Skewness	-1.530090	0.883910	2.075336	0.158810	-0.192644	0.362376
Kurtosis	7.306337	4.649232	7.771984	2.457114	1.733474	2.630690
Jarque-Bera	62.79580	13.15159	89.99978	0.890119	3.943200	1.488722
Probability	0.000000	0.001394	0.000000	0.640786	0.139234	0.475038
Sum	257.7000	386.7700	790.4100	5877.750	9711.970	353.6600
Sum Sq. Dev.	1179.225	1216.600	3962.575	3565.953	85562.95	708.7560
Observations	54	54	54	54	54	54

2003Q1-2016Q2 döneminde net sermaye akımlarının GSYH'ya oranı ortalama yüzde 6,54 olarak gerçekelişirken, en fazla yüzde 14,57 en az ise yüzde -0,27'si kadar olmuşur. Aynı dönem için M2 para arzının GSYH'ya oranı ortalama yüzde 179,8 iken, en fazla yüzde 245, en az ise yüzde 107'dir. Ek 1'de M2 para arzının dalgalı ancak uzun dönemde artan bir seyir izlediği görülmektedir. Reel döviz kuru endeksi ortalaması ise 108,8 iken maksimum 126,7, minimum 90,8 olarak gerçekleşmiştir.

Faiz oranlarına bakıldığında mevduatlara bu dönemde ortalama yüzde 14,63 faiz uygulandığını, buna karşın en yüksek faiz oranının yüzde 47,71 en düşük faiz oranının ise yüzde 6,15 olduğu görülmektedir. Faiz oranlarının grafiksel gelişimine bakıldığında (bk. Ek 1) 2003 yılından başlayarak faiz oranlarının düştüğü görülmektedir. Faiz oranlarındaki bu düşüş enflasyon hedeflemesi rejiminde Türkiye'nin geçirdiği yapısal değişimden kaynaklanmaktadır.

Kredilerin durumuna bakıldığında bir önceki çeyreğe göre değişim oranının ortalama yüzde 7.1 olduğu söylenebilir. Kredi miktarında en fazla yüzde 22,9 artış yaşanırken en fazla yüzde 3,99 azalma gözlenmiştir. Gözlem dönemi için özellikle büyüme oranı ile karşılaştırıldığında, kredilerde hızlı artışların yaşandığı söylenebilir. Aynı dönemde büyüme oranının ortalama 4,77 olduğu görülürken, en yüksek oranının gözlendiği çeyrekte büyüme yüzde 12,5 olurken, en büyük negatif büyüme yüzde 14,2 olmuştur.

Değişkenlerin basıklık değerleri incelendiğinde bütün değerlerin pozitif olduğunu ve tüm değişkenin yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Çarpıklık değerleri incelendiğinde para arzı ve büyüme oranı değerinin negatif olduğu gözlenmektedir. Çarpıklık değerinin negatif olması, gözlemlenen verilerin çoğunlukla büyük değerler olduğu anlamına gelmekte ve sola çarpık dağılım olarak adlandırılır. Çarpıklık değerinin pozitif olması ise verilerin çoğunlukla küçük değerlerden oluştuğunu göstermekte ve sağa çaprık dağılım olduğu anlamına gelmektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve gücüne bakıldığında (bk. Tablo 25) korelasyon katsayısının açıklayıcı olduğu görülmektedir. Korelasyon katsayısı -1 ile 1 değeri arasında bir sayıdır ve eksi değer ilişkinin ters yönlü olduğunu, artı değer ise ilişkinin doğru yönlü olduğunu ifade etmektedir. Modelimizin korelasyon matrisi incelendiğinde her değişkenin kendini tam olarak açıkladığı dolayısıyla 1 olduğu görülmektedir.

Tablo 25'ten ilk bakışta çıkarılacak sonuç, başta kredi hacmi olmak üzere net yabancı sermaye girişinin büyüme üzerindeki etkisinin güçlü olduğudur. Bunun yanında kredi hacmi sırasıyla net yabancı sermaye girişi, faiz oranları, döviz kuru endeksi ve büyüme ile doğru orantılı iken, M2 para arzı ile ters yönlü bir ilişki içerisindedir. Net yabancı sermaye girişleri ise sırasıyla büyüme oranı, döviz kuru endeksi, kredi hacmi ve M2 para arzı ile doğru orantılı iken, faiz oranları ile ters orantılıdır.

Bu noktada yabancı sermaye girişinin, reel efektif döviz kuru endeksi üzerindeki etkisini yanlış anlaşılmaları engellemek adına daha fazla açmak gerekir. Reel efektif döviz kuru endeksi, TL'nin diğer ülke paraları karşısındaki değerini ifade etmektedir. Endeksin 100'ün üzerinde seyretmesi TL'nin YP karşısında değerli olduğunu göstermektedir. Ayrıca endeksin yükseliyor olması TL'nin değer kazandığı, azalıyor olması değer kaybettiği anlamına gelmektedir. Bu bağlamda endeks dövizin değerinden çok TL'nin değerini ölçmede kullanılmaktadır. Bu nedenle modelimizde elde edilen bulgular teorik açıdan anlamlıdır.

Tablo 25. Korelasyon Matrisi

	GSYH	KREDI_HACMI	FAIZ	DOVIZ_KURU	M2	YABANCI_S...
GSYH	1.000000	0.657675	0.091835	0.057434	-0.297649	0.458650
KREDI_HACMI	0.657675	1.000000	0.269836	0.128842	-0.451305	0.286519
FAIZ	0.091835	0.269836	1.000000	-0.206565	-0.728276	-0.228234
DOVIZ_KURU	0.057434	0.128842	-0.206565	1.000000	-0.194964	0.384921
M2	-0.297649	-0.451305	-0.728276	-0.194964	1.000000	0.031334
YABANCI_S...	0.458650	0.286519	-0.228234	0.384921	0.031334	1.000000

Korelasyon Matrisinden elde edilen bilgiler ışığında yabancı sermaye girişinin, döviz kurları ve faiz oranlarıyla ters yönlü, kredi artışı ve büyüme oranıyla doğru yönlü ilişki içinde olduğu ve bu ilişkinin nispeten güçlü olduğu söylenebilir. Bununla birlikte korelasyon matrisi tek başına ekonometrik bir değerlendirme için yeterli değildir. Bunun için değişkenlerin durağan olup olmadığının tespit edilmesi ve buna göre değerlendirilmesi gerekmektedir.

5.2.1.3. Birim Kök Testi Sonuçları

VAR modelini kurmadan önce zaman serilerinin durağan hale getirilmesi gerekmektedir. Serilerimizin durağan olup olmadığını Birim Kök Testi ile tespit etmek mümkündür. Eğer serilerimiz durağan değilse durağan hale gelene kadar farklarını almamız gerekecektir.

Birim kök testini yaparken her bir seri için ayrı ayrı testi uygulamamız gerekir. İlk aşamada serilerimizin farkını almadan standart olan Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testiyle sınamasını yapıyoruz. H_0 hipotezimiz, reel efektif döviz kuru endeksi, kredi hacmi ve M2 para arzı için reddedilememiş, bu nedenle bu üç serinin birinci farkı alınarak birim kök testi tekrar uygulanmıştır. Birinci farkının alınmasıyla seriler durağan hale gelmiştir. Diğer serilerin birim kök sınamasında H_0 hepotezi reddedildiğinden farkı alınmadan modele dahil edilmiştir. Aşağıda Tablo 26'da birim kök testi sonuçları özetlenmiştir.

Tablo 26. Düzeyler Cinsinden Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	ADF Testi	KRİTİK DEĞERLER			FARKIN DERECESİ
		%1	%5	%10	
GSYH	-3,36	-3,56	-2,91	-2,59	0
DKREDI_HACMI	-14,04	-3,56	-2,91	-2,59	1
FAIZ	-4,98	-3,56	-2,91	-2,59	0
DDOVIZ_KURU	-7,27	-3,56	-2,91	-2,59	1
DM2	-3,61	-3,56	-2,91	-2,59	1
YABANCI_SERMAYE	-4,33	-3,56	-2,91	-2,59	0

5.2.1.4. Optimal Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Modelin tahminlerine geçmeden önce gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. EViews programı gecikme uzunluğunu belirlerken belli kriterlerin seçimine izin verir. Bunlar LR, Son Tahmin Hatası (FPE), Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannn-Quinn Bilgi Kriteri (HQ)'dir. Tablo 27'de her bir kriter için optimal gecikme uzunluğukları gösterilmiştir.

Tablo 27. Gecikme Uzunluğunun Seçimi

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: GSYH DKREDI_HACMI FAIZ DDOVIZ_KURU DM2 YABANCI_SERMAYE
Exogenous variables: C
Date: 08/17/17 Time: 02:01
Sample: 2003Q1 2016Q2
Included observations: 49

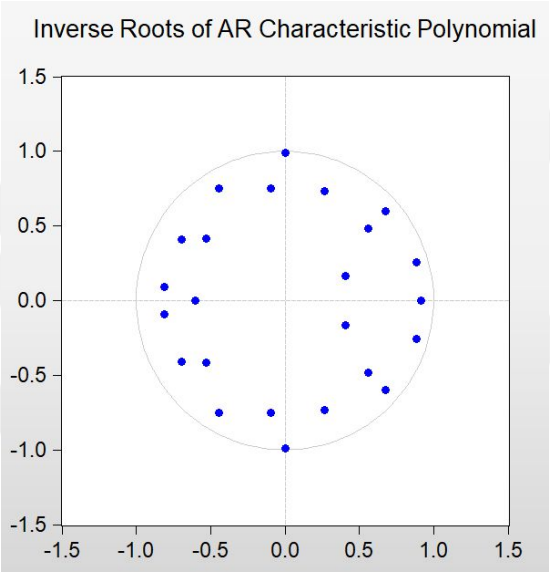
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-903.7732	NA	5.40e+08	37.13360	37.36525	37.22149
1	-732.8070	293.0849	2211806.	31.62478	33.24634	32.23999
2	-643.3728	131.4135	266877.5	29.44379	32.45526*	30.58634*
3	-614.7912	34.99788	431973.0	29.74658	34.14796	31.41646
4	-547.8659	65.55946*	178203.2*	28.48432*	34.27561	30.68153

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

Tablo 27'ye göre LR, FPE, AIC en uygun gecikme uzunluğun 4 dönem, SC ve HQ ise 2 dönem olduğunu seylemektedir. Kriterlerin büyük çoğunluğu aynı gecikme uzunluğunu önerdiğinden, gecikme uzunluğunu 4 olarak kabul ederek VAR modelimizi VAR(4) modeli olarak adlandıracağız.

5.2.1.5. Kararlılık Analizi Sonuçları

VAR modellerinin görsel avantajlarından bahsetmiştik. Aşağıda verilen Grafik 49'da VAR(4) modelimizin kararlılığı görünmektedir. Bütün noktalar grafiğin ortasındaki büyük dairenin içinde toplandığından VAR(4) modelimizin kararlı olduğunu söyleyebiliriz. Nokta sayısı, modele dahil edilen değişkenlerimizin sayısı ile seçilen gecikme uzunluğunun çarpımını ifade etmektedir. Her bir nokta dairenin içinde olduğundan modelimiz kararlıdır ve durağandır.



Grafik 49. VAR (4) Modelinde Verilerin Kararlılığı

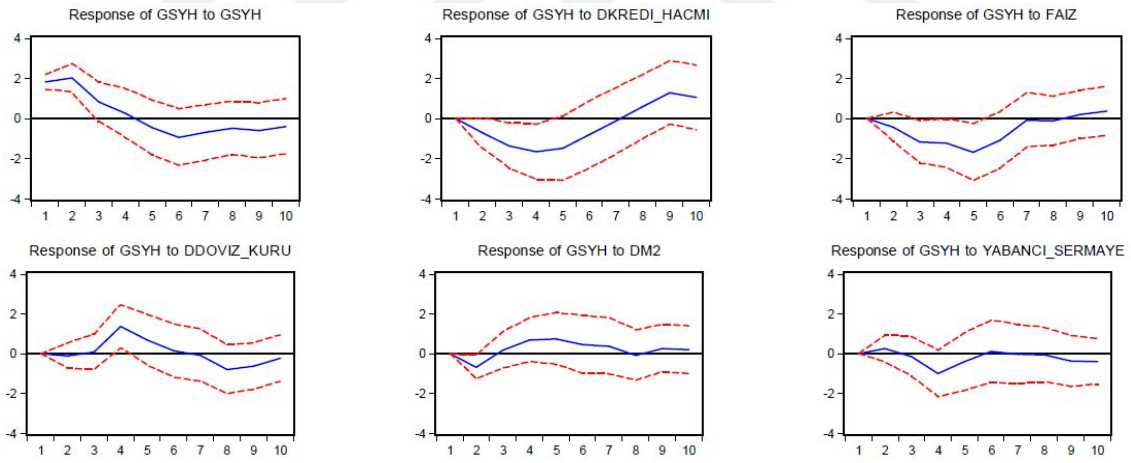
5.2.1.5. Etki Tepki Analizi Sonuçları

Modelin gecikme uzunluğu belirlendikten ve kararlı olduğu doğrulandıktan sonra değişkenlerarası ilişkinin yorumlanabilmesi için etki-tepki analizlerinin ve varyans ayrıştırmasının yapılması gerekmektedir.

Etki-Tepki analizi modeldeki rassal hata terimlerinden birinde meydana gelen bir standart sapmalık şokun diğer değişkenlerin o dönem için ve gelecekteki değerlerinde yaratacağı etkidir. VAR modelinde, ele alınan değişkenler arasındaki etkileşimi belirleme, simetrik ilişkileri tespit etmede, etki tepki analizlerinin önemli bir payı vardır. Varyans ayrıştırması en etkili değişkeni bulmaya çalışırken, etkisi büyük

bulunan değişkenin bir politika aracı olarak kullanılabilirliğini etki tepki analizleri belirler[286].

VAR(4) modelimiz için GSYH'nın diğer değişkenlerede meydana gelen bir standart sapmalık değişme karşısında nasıl tepki verdiğini inceleyelim. GSYH kendisinde meydana gelen bir standart sapmalık değişim karşısında dördüncü çeyreğe kadar pozitif tepki vermekte ancak bu tepki bir yıl sonunda etkisini kaybetmektedir. Kredi hacminde ve faiz oranlarında meydana gelen bir standart sapmalık değişim ise GSYH'yı ilk altı çeyrekte negatif yönde etkilemekte yedinci çeyrekle birlikte etkileri pozitif olmaktadır. Reel efektif döviz kuru endeksi, M2 para arzıdaki değişmelere ise ilk üç çeyrekte negatif yönde tepki verirken, üçüncü çeyrekten sonra pozitif yönde tepki göstermektedir. Net yabancı sermaye girişlerinde meydana gelen bir standart sapmalık değişim ise ilk iki çeyrekte büyümeye pozitif yönde katkı yaparken, üçüncü ve altıncı çeyrek dönem arasında negatif etki yaratmaktadır. Sonraki dönemlerde ise etkisi azalmaktadır (bk. Grafik 50).

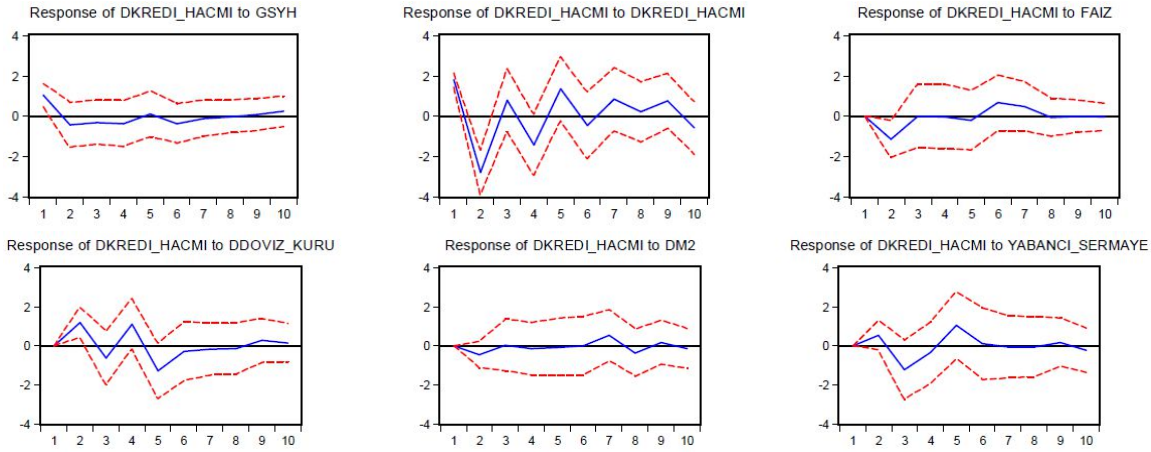


Grafik 50. Büyüme Oranı için Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Kredi hacminin diğer değişkenlerde bir standart sapmalık değişim karşısında göstermiş olduğu tepki Grafik 51'de gösterilmiştir. Buna göre faiz oranlarındaki bir standart sapmalık değişim kredi hacmini ilk iki çeyrek dönemde negatif yönde etkilemekte buna karşın reel efektif döviz kurundaki bir standart sapmalık değişim kredi hacmini ilk iki çeyrekte pozitif yönde etkilemektedir. M2 para arzındaki bir standart

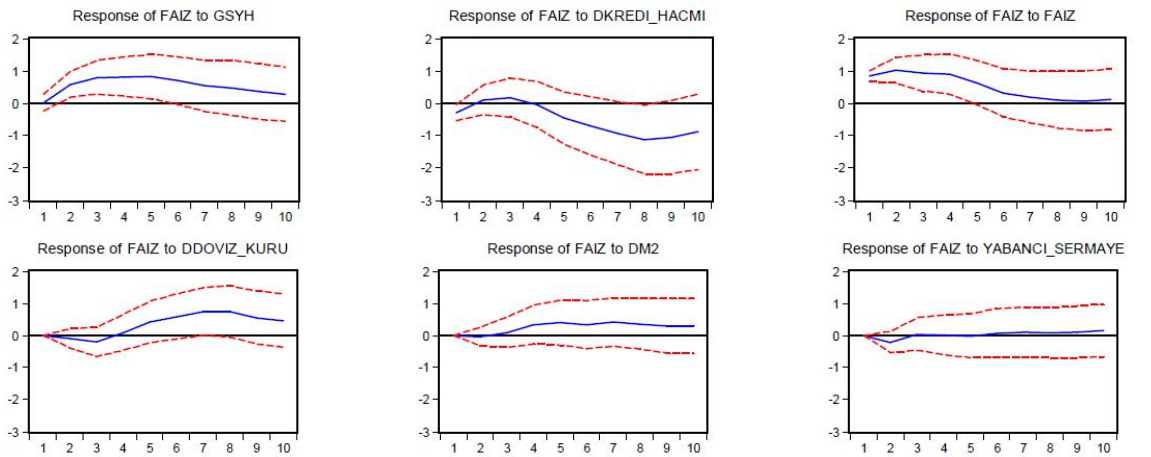
[286] Ferhat Başkan Özgen ve Bülent Güloğlu, "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi", **METU Studies in Development**, Vol. 31, No. 1, July 2004, s. 97

sapmalık değişim ise kredi hacmini çok az etkilemektedir. Net yabancı sermaye girişlerinde yaşanan bir standart sapmalık değişim ise ikinci çeyrekte kredi hacmini pozitif yönde etkilerken üçüncü çeyrekte negatif etki yaratmaktadır. Bununla birlikte beşinci çeyrekte tekrar pozitif etki yaratırken sonraki dönemlerde etkisi kaybolmaktadır.



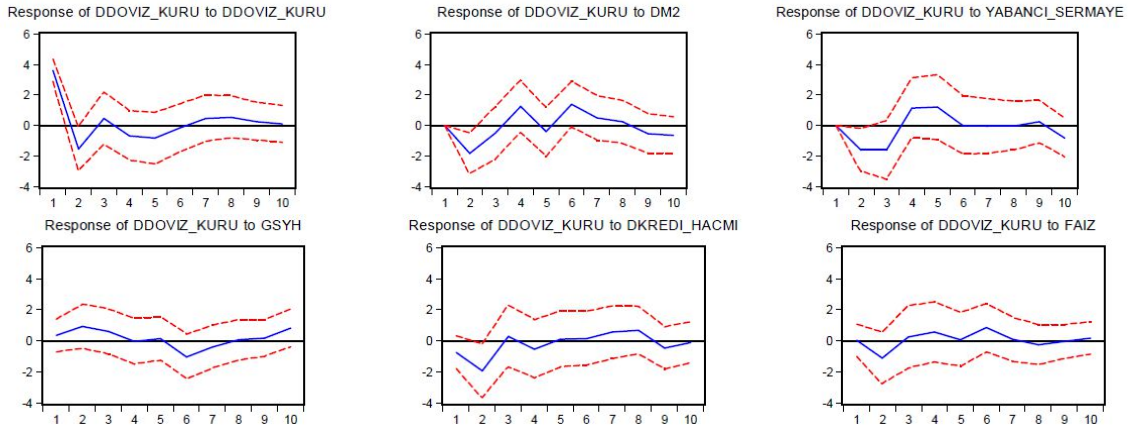
Grafik 51. Kredi Hacmi için Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Diğer taraftan net sermaye girişlerindeki bir standart sapmalık değişim ikinci çeyrekte faiz oranlarına negatif yönde etki etmekte iken, üçüncü çeyrekle birlikte etkisinin kaybolduğu görülmektedir (bk. Grafik 52). M2 para arzındaki bir birimlik standart değişim ise dördüncü çeyrek ile birlikte pozitif yönde etkisini göstermektedir.



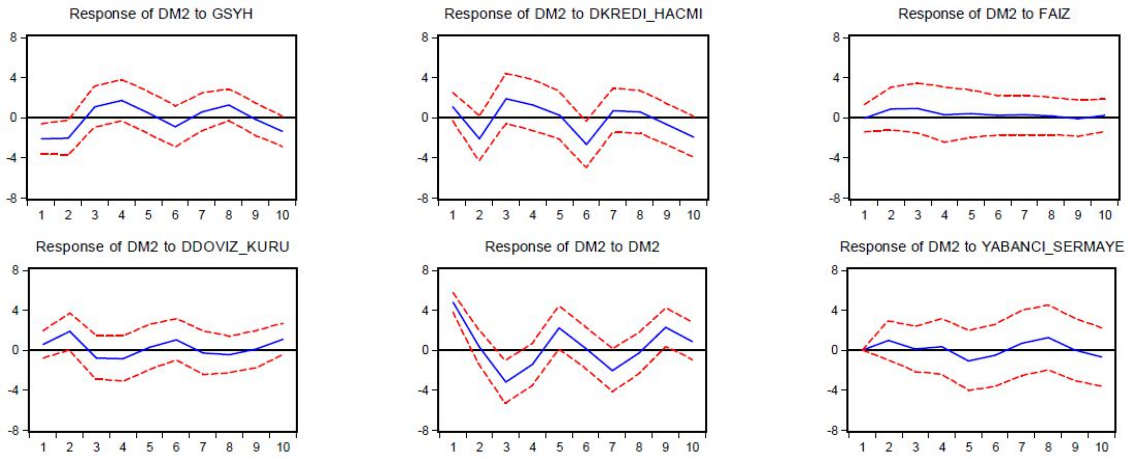
Grafik 52. Faiz için Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Net yabancı sermaye girişlerinde ve M2 para arzında meydana gelen bir standart sapmalık değişim ise reel efektif döviz kuru endeksini ilk üç çeyrekte negatif yönde etkilemektedir. İzleyen iki çeyrekte bu iki değişkenin etkisi pozitif olsa da sonrasında etkisini kaybetmektedir (bk. Grafik 53).



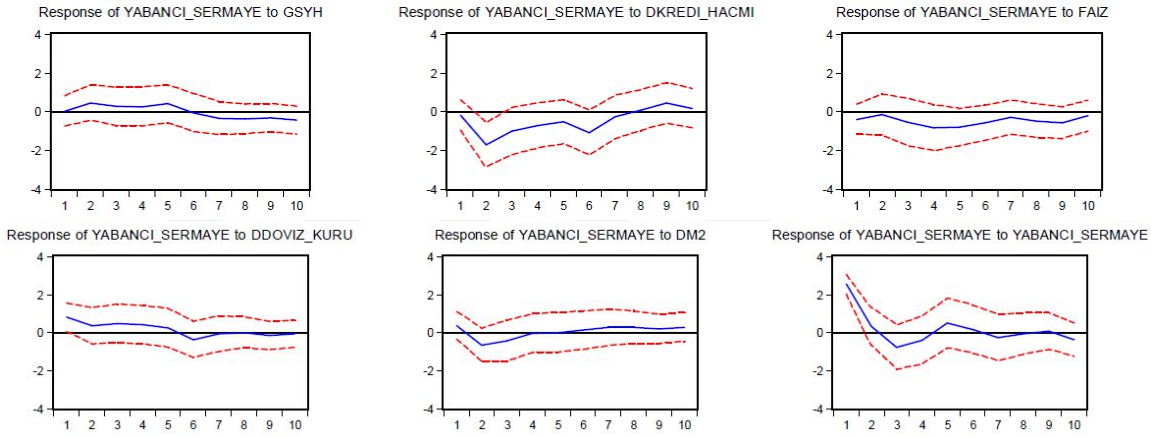
Grafik 53. Reel Efektif Kuru için Etik-Tepki Analizi Sonuçları

Grafik 54'te ise M2 para arzının diğer değişkenlere verdiği tepkiler gösterilmiştir. Grafiğe göre, net yabancı sermaye girişlerinde meydana gelen bir standart sapmalık değişim, ilk iki çeyrekte para arzına pozitif etki etmekte, sonrasında ise etkisini kaybetmektedir. Bunula birlikte bir yıl sonunda net sermaye girişlerinin para arzına etkisi negatif olmaktadır.



Grafik 54. M2 Para Arzı için Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Son olarak net yabancı sermaye girişlerinin diğer değişkenlere verdiği tepkiye göz atmak gerekir (bk. Grafik 55). GSYH ve reel efektif döviz kurunda meydana gelen bir standart sapmalık değişim karşısında net yabancı sermaye ilk beş çeyrek boyunca pozitif yönde tepki vermektedir. Sonrasında ise bu tepki tersine dönerken etkisi kaybolmaktadır. Faiz oranlarındaki bir standart sapmalık değişim ise net yabancı sermaye girişinde aynı çeyrekte az bir negatif etki yaratırken, ikinci çeyrekte etkisi kaybolmaktadır. Dördüncü çeyrekte en yüksek negatif etki gözlenirken uzun dönemde bu etki azalarak sıfırlanmaktadır.



Grafik 55. Net Yabancı Sermaye için Etki-Tepki Analizi Sonuçları

Ek 3'de Etki-Tepki Analizinin tüm grafikleri ve Ek 4'te Etki-Tepki Analizinin tablolarının tamamı verilmiştir.

5.2.1.6. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Varyans ayrıştırması bir değişkende meydana gelen değişmelerin yüzdesel ifadeyle ne kadarının diğer değişkenlerde meydana gelen değişmelerden ya da kendisinden kaynaklandığını göstermektedir. Varyans ayrıştırması analizi aynı zamanda nedensellik ilişkisini ve boyutlarını da vermektedir[287]. Tablo 28'de ise yine bizim için önemli olan iki değişken, büyüme oranı ve kredi hacmi incelenmiş olup diğer değişkenlerin bu ikisi üzerindeki gösterilmiştir.

[287] Walter Enders, **Applied Econometric Time Series**, 1st Edition, New York: John Wiley and Sons Inc., 1995, s. 311

Tablo 28. Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Variance Decomposition of GSYH:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	1.817892	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.944460	85.70219	6.068282	2.071076	0.126724	5.311800	0.719924
3	3.550182	64.34791	18.70800	12.24102	0.131559	3.916645	0.654863
4	4.499932	40.38445	25.28285	15.04382	9.224404	4.786101	5.278382
5	5.163671	31.44621	27.46347	21.92539	8.791501	5.759863	4.613563
6	5.436209	31.29702	26.92039	23.67298	7.993630	5.912357	4.203625
7	5.496471	32.22483	26.37041	23.17787	7.845955	6.264502	4.116436
8	5.607401	31.66933	26.47388	22.30482	9.547397	6.040114	3.964462
9	5.840170	30.23581	29.30098	20.68883	9.938552	5.775780	4.060042
10	5.977458	29.29755	31.00986	20.10921	9.641224	5.617542	4.324615

Variance Decomposition of DKREDI_HACMI:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	2.092687	25.36706	74.63294	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.954465	8.307077	71.10992	8.380275	9.029473	1.300073	1.873181
3	4.277034	7.615222	64.32427	7.163934	9.812462	1.119442	9.964670
4	4.671217	7.022767	63.04261	6.007496	13.96523	1.043800	8.918092
5	5.145852	5.836102	59.03672	5.086032	17.64523	0.881836	11.51408
6	5.230225	6.120596	57.86406	6.601709	17.37403	0.853708	11.18590
7	5.350794	5.883598	57.75461	7.125023	16.70172	1.834475	10.70058
8	5.370021	5.842853	57.50594	7.089161	16.65909	2.267036	10.63592
9	5.438960	5.726607	58.05848	6.910636	16.49567	2.324859	10.48375
10	5.483883	5.836568	58.22238	6.803700	16.30525	2.345626	10.48648

Tablodaki değerlere bakıldığında, büyüme oranında (GSYH'de) dördüncü çeyrekte meydana gelen bir birimlik değişimin yüzde 40,3'ü kendisinden, yüzde 25,3'ü kredi hacmindeki değişimden, yüzde 15'i faiz oranlarından, yüzde 9,2'si reel efektif döviz kurundan, yüzde 4,8'i para arzındaki değişmeden, yüzde 5,8'i ise yabancı sermaye girişinden kaynaklanmakadır. Bir buçuk yıl sonunda ise büyüme oranındaki değişimlerin nedeni olarak kendisi açıklama gücü azalmakta, kredilerin, faiz oranlarının, döviz kurunun, para arzının ve yabancı sermayenin açıklama gücü sırasıyla yüzde 31, yüzde 20, yüzde 9,6, yüzde 5,6 ve yüzde 4,3 olarak ölçülmektedir. Bu bağlamda kredi hacminin ve faiz oranlarının uzun dönemde büyüme oranındaki değişimleri açıklama gücü artmaktadır.

Kredi hacmindeki değişmelerin nedenleri incelendiğinde, dördüncü çeyrekte kendisini açıklama gücü yüzde 63 iken, büyüme oranının, faiz oranlarının, döviz kurunun, para arzının ve yabancı sermayenin sırasıyla yüzde 7, yüzde 6, yüzde 13,

yüzde 1 ve yüzde 8,9 oranında büyümeye katkı sağladığı görülmektedir. 1,5 yıl sonunda ise büyümenin etkisi azalırken, faiz oranlarının etkisi sabit kalmaktadır. Buna karşın 10 çeyrek sonunda döviz kuru, para arzı ve yabancı sermaye girişlerinin kredi hacmi üzerindeki açıklama gücü artmaktadır.

VAR(4) modelinin Varyans Ayrıştırması sonuçları toplu olarak Ek 5'te verilmiştir. Ancak burada da kısaca diğer değişkenler için varyans ayrıştırması sonuçlarından bahsetmek gerekir.

Faiz oranlarındaki bir birimlik değişimin yüzde 30'u GSYH'dan, yüzde 2'si kredi hacmindeki değişimden, yüzde 1'i döviz kurundan, yüzde 2'si para arzındaki değişimden ve yüzde 0,8'i net yabancı sermaye girişinden kaynaklanmaktadır. Analiz sonuçlarına göre onuncu çeyrekte kredi hacmi, döviz kuru ve para arzının açıklama gücü sırasıyla yüzde 30,8, yüzde 14 ve yüzde 5,6'ya yükselirken, GSYH'nın ve yabancı sermaye girişlerinin etkisi sırasıyla yüzde 22,9 ve yüzde 0,66'ya gerilemektedir. Faiz oranları için dikkat çeken nokta yabancı sermaye girişlerinin ikinci çeyrek için yüzde 1,9 ile açıklama gücünün kısa dönemde yüksek olması ancak zamanla faiz oranlarındaki değişimin nedeni olmaktan çıkmasıdır.

Reel efektif döviz kuru için yine dördüncü çeyrek incelendiğinde, kendisindeki değişimi en çok açıklayan değişkenin yüzde 18,4 ile net yabancı sermaye girişleri ve yüzde 14,5 ile M2 para arzı olduğu görülmektedir.

M2 para arzını ise dördüncü çeyrekte en çok yüzde 19,1 ile büyüme oranındaki değişim ve yüzde 16,1 ile kredi hacmindeki değişimin açıkladığı görülmektedir. Net yabancı sermaye girişlerinin ise dördüncü çeyrekte etkisi yüzde 1,6 seviyesindeyken, onuncu çeyreğe kadar etkisi sürekli artarak açıklama gücü yüzde 4,7 seviyesine ulaşmaktadır.

Net sermaye girişlerindeki değişmenin ise dördüncü çeyrekte yüzde 48,2 oranında öncelikle kendisinden kaynaklandığı, sonrasında yüzde 29 oranında kredi hacminden kaynaklandığı görülmektedir. Faiz oranları ise net sermaye girişlerini, yaşandığı ilk anda yüzde 2 oranında açıklarken, etkisi dördüncü çeyrekte sıçrama göstererek yüzde 7,5, onuncu çeyrekte ise yüzde 13,7'ye ulaşmaktadır.

5.2.1.7. Model Çıktılarının Değerlendirilmesi

2003 yılından 2016 yılının altıncı ayına kadar olan dönemi kapsayan, net yabancı sermaye akımları, reel efektif döviz kuru endeksi, mevduat faiz oranları, kredi hacmi, M2 para arzı ve büyüme oranları ile test edilen VAR(4) modeli sonuçları teorik literatür ile örtüşmektedir. Türkiye ekonomisine 2003-2016 yılları arasında giriş yapan net uluslararası sermaye'de meydana gelen bir standart sapmalık değişim, kısa dönemde para arzının artmasına, faiz oranlarının düşmesine, kredi hacminde genişlemeye ve GSYH'ya pozitif yönde katkı sağlamaktadır. Bu bağlamda uluslararası sermaye akımları kısa dönemde Türkiye için ulusluarası kredi kanalı vazifesi görmekte ve büyümeye katkı sağlamaktadır. Ancak analiz sonuçları finansal kırılganlıklara işaret etmekte ve kısa vadeli sermaye akımları ile uzun dönemde büyümenin sürdürülemez olduğu görülmektedir. Nitekim kredi hacmindeki değişmelerin kısa dönem büyümeden ziyade uzun dönem büyümeye etkisi görülmektedir. Analiz sonuçlarına göre kısa dönemde yabancı sermaye girişi faiz oranlarını düşürmektedir ancak faiz oranlarının kredi hacmi üzerindeki etkisi, sermaye girişlerinin kredi hacmi üzerindeki etkisinden daha zayıf kalmaktadır. Bu bağlamda TCMB'nin kredi genişlemesini arzuladığı düşünülmektedir.

Bunun yanında kullandırılan kredilerin miktarındaki artış hem iç hem de dış finansman kaynaklarını tüketirken, faiz oranlarının da kısa dönemde yükselmesine neden olmaktadır. Kredi hacmi ve faiz oranı arasındaki bu karşılıklı ilişki model sonuçlarından biridir. Kısa dönemde faiz oranlarındaki artış kredi miktarını azaltırken, kredi miktarındaki artış da faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır.

2003-2016 yılları arasında büyüme performansı etkileyen değişkenler değerlendirildiğinde net yabancı sermaye girişinin yalnız kısa dönemde göreceli etkili olduğu, orta ve uzun vadede büyümeye katkı sağlamadığı görülmektedir. M2 para arzındaki artışların ise orta vadede büyümeye katkı sağlarken, faiz oranlarındaki yükseliş kısa ve orta vadede büyüme performansını önemli ölçüde olumsuz etkilemektedir.

Döviz kurundaki düşüş ya da diğer bir ifadeyle TL'nin değerindeki artış karşısında ise büyüme kısa dönemde önemli bir tepki vermezken, orta vadede önemli sayılacak derecede olumlu yönde tepki vermektedir. Ancak uzun dönemde TL'deki değer artışı büyüme oranını azaltmaktadır. Bu noktada yine karşımıza cari işlemler açığı çıkmaktadır. Değerli TL karşısında ithalat, ihracata oranla daha hızlı artmakta, kısa ve orta vadede üretim artışına karşın uzun dönemde büyüme sürdürülemez hale gelmektedir. Buna benzer bir çıkarım büyümenin kredi hacmine verdiği tepkiden yapılabilir. Etki-tepki analizlerinde kredi hacmindeki artışların kısa dönemde büyüme oranı ile ters yönlü bir ilişki içinde olduğunu ancak orta vadede ilişkinin oldukça güçlü ve pozitif olduğu görülmektedir. Bu bağlamda firmaların kullandıkları kredileri aramalı ithalatında ve/veya hanehalkı gibi yabancı tüketim malı harcamalarında kullandıkları söylenebilir.

6. SONUÇ

1870'li yıllarda altın standardına geçilmesi finansal alanda hızlı gelişmelere neden olmuş, yeni finansal araçların ortaya çıkmasıyla birlikte devlet bono ve tahvilleri için uluslararası piyasalar oluşmuş ve menkul kıymetler uluslararası alanda işlem görmeye başlamıştır. Ülkelerin çoğu altın standardına geçtiğinden sabit döviz kuru rejimleri büyük ölçüde güvenilir ve stabil bir küresel düzen ortaya çıkarmış, dünya ekonomisi belli bir istikrarı yakalamıştır. Birinci Dünya Savaşı'na kadar devam eden istikrar çok büyük miktarlardaki yabancı sermaye akımlarını desteklemiştir. 1870 ve 1914 yılları arasında sermaye akımları yanında mal ve emeğin de dolaşımı dahil olmak üzere üretim faktörlerinin serbest dolaşımı altın çağını yaşamıştır denilebilir.

Birinci Dünya Savaşının başlamasıyla birlikte küresel finansal sistem yıkılmış ve küreselleşme hareketleri yavaşlamıştır. Ülkeler ticaret, sermaye, emek hareketlerine kısıtlamalar getirmiş ve engeller koymuştur. İkinci Dünya Savaşı sırasında ise sermaye hareketleri ancak ülkelerin ikili anlaşmaları ile devam edebilmiştir.

İkinci Dünya Savaşının ardından ülkeler bir araya gelerek altın standardına benzer sistemler kurmaya çabalamışlardır. Nihayetinde Bretton Woods Anlaşması ile döviz kurlarında istikrarın ve paraların konvertibilitesinin sağlanması karara bağlanmış ancak ülkelerin sermaye hareketleri üzerinde kontrol sağlaması uygun görülmüştür. Bu nedenle sermaye akımları daha çok dış yardımlar ve dış borçlar şeklinde kendini göstermiş, uygulanacak politikaları ve resmi yardımları ayarlamak adına IMF ve Dünya Bankası kurulmuştur.

30 yıl boyunca uygulanmış olan Bretton Woods sistemi, küresel düzeyde ortaya çıkan yüksek enflasyon, yüksek işsizlik, kamu açıkları ve petrol krizleri nedeniyle terk edilmiş, yerini neoliberal politikalar almıştır. 1980'lerden sonra sermaye hareketleri hız kazanmış, teorik ve politik alandaki değişimlerle birlikte sermaye akımlarının yapısı ve miktarı da değişmiştir. Bununla birlikte özel sermayenin toplam

sermaye akımı içerisinde payı artarken, ülkelerin yaşadıkları krizler ve sermaye piyasalarındaki iniş çıkışlar sık yaşanmaya başlamıştır.

Bretton Woods döneminde sermaye akımları daha çok Avrupa kıtasına yönelirken, gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük olması nedeniyle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri artmıştır. Birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan krizler ve büyüme sorunlarının temel nedeni olarak bu sermaye akımları gösterilmiştir. Bu nedenle sermaye akımlarının faydalarına yönelik tartışmalar büyürken, büyümeye katkıları konusunda farklı görüşler ortaya çıkmıştır. Bazı iktisatçılar sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması gerektiği ve üretken alanlarda kullanılmasının büyümeye katkı sağlayacağı yönünde görüş bildirirken, diğerleri sermaye hareketlerine daha fazla kısıtlama getirilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Ancak genel görüşün uluslararası sermaye akımlarından yana tavır sergilemesi 20. yüzyılın sonlarında sermaye hareketlerinde önemli bir artışa neden olmuştur. Yine de yabancı sermaye akımları ancak 2000'li yıllara doğru Birinci Dünya Savaşı öncesindeki seviyelerine ulaşabilmiştir[288].

Türkiye Cumhuriyeti açısından uluslararası sermaye akımları değerlendirildiğinde, kuruluş döneminde belli kaygıların olduğu görülmektedir. Osmanlı İmparatorluğu'ndan miras kalan borçlar ve yabancı sermayeye tanınan ayrıcalıklar sonlandırılmaya çalışılmıştır. Ancak kalkınmanın sağlanabilmesi için yabancı sermaye ihtiyacı da vurgulanmıştır. İki dünya savaşının etkisi ve yasal sınırlamalar nedeniyle 1980'lere kadar Türkiye'ye yönelen ciddi miktarda sermaye akımı gözlenmemektedir. Buna karşın 1980'li yıllar uluslararası sermaye hareketleri açısından önemli bir dönüm noktasıdır. 24 Ocak kararları ile başlayan ve 1989 yılında gerçekleştirilen yasal düzenlemeler ile yabancı sermaye önündeki engellerin hemen hemen tamamı kaldırılmıştır. Ne yazık ki bu düzenlemelere karşın Türkiye ekonomisinin iç dinamikleri ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle 1990'lı yıllarda yeterince yabancı sermaye yatırımı gerçekleştirilememiştir. 2001 yılına kadar yabancı yatırımların bir milyar doları aşmadığı ve diğer gelişmekte olan ülkelere göre yeterli düzeyde yabancı yatırım çekemediği görülmektedir.

[288] Obstfeld ve Taylor, 2003, s. 127

Türkiye, sermaye akımları açısından 2001 krizi sonrası önemli değişimler yaşamıştır. Kriz sonrası güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde yapısal reformlar gerçekleştirilmiş, sabit döviz kuru rejimi terk edilmiş, enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Program çerçevesinde sıkı maliye politikaları ile devlet harcamaları kısıtlanmış, yüksek borçlanma oranları düşürülmüş ve özelleştirmeler yapılmıştır. Para politikası açısından ise döviz kurları dalgalanmaya bırakılmış ve kurların piyasa arz ve talebi ile belirlenmesine müsaade edilmiştir. Bunun yanında bankacılık sisteminde reformlar gerçekleştirilerek, fiyat istikrarına yönelik yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Gerçekleştirilen reformlar önceki dönemlere göre ciddiyetle uygulandığından krizin atlatılmasında önemli bir rol üstlenmiştir. Dahası, dünya ekonomilerinde yaşanan durgunluk, bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin gevşek para politikası uygulamasına neden olmuş ve düşen faiz oranlarından dolayı Türkiye de daha fazla yabancı yatırım çekerek küresel konjonktürden faydalanmıştır.

Özellikle 2004 yılında krizin etkilerinden tamamen arınan ve AB ile tam üyelik müzakerelerinin başlatılmasıyla birlikte Türkiye, 2005 yılından başlayarak 2008 küresel finansal krize kadar doğrudan yabancı yatırımları ülkeye çekmeyi başarmıştır. 2007 yılında 22 milyar dolar seviyesine ulaşan doğrudan yabancı yatırımlar 2009 yılında yarı yarıya azalarak 8,5 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. 2016 yılına gelindiğinde doğrudan yatırımların 12,2 milyar dolar seviyelerinde olduğu ancak eski seviyelerine ulaşamadığı görülmektedir.

Yabancı portföy yatırımlarının ise son 15 yıl içerisinde oldukça dalgalı olduğu söylenebilir. 2001 krizi sonrası ülkeyi terk eden portföy yatırımları 2002 ile birlikte tekrar artışa geçmiştir. Net sermaye girişleri 2005 yılında 14,7 milyar dolar seviyesine ulaşırken, 2006 yılında ECB'nin ve FED'in faiz artışına gitmesi ile birlikte portföy yatırımları tekrar azalmaya başlamıştır. 2008 yılında yaşanan küresel kriz ile birlikte faiz oranlarını tekrar düşüren gelişmiş ülkeler portföy yatırımlarının tekrar Türkiye'ye yönelmesini sağlamış ve 2012 yılında potrföy yatırımları rekor seviyelere ulaşmıştır.

Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını düşürmesi karşısında dış borçlanma da hız kazanmıştır. Düşük faizler gerek bankacılık sisteminin gerek ticari şirketlerin yurtdışından borçlanmasını kolaylaştırdığından borçluluk oranları artmış, ülkeye giren

döviz karşısında kredi hacmi de genişlemiştir. Dış kredilere bakıldığında en büyük paya bankaların sahip olduğu görülmektedir. Türkiye'de kullanılan yurtiçi kredilerin finansmanı incelendiğinde, özellikle 2012 sonrası kredi oluşumunda mevduatların yetersiz kaldığı ve dış borçlar ile kredilerin finanse edildiği göze çarpmaktadır. Aslında yabancı sermaye girişlerinin kredi hacminde yaratığı genişleme etkisi yalnız Türkiye'de değil, birçok gelişmekte olan ülke için de geçerlidir. Bu durum kendini özellikle 2008 global krizinden sonra gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını düşürmesi karşısında gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır.

Sermaye akımlarının gerek iktisadi büyüme gerekse finansal sektörde yarattığı etkiler olumlu ya da olumsuz olabilmektedir. Sermaye akımlarının etkilerini değerlendiren çok sayıda teorik yaklaşım ve ampirik çalışmalar mevcut olmakla birlikte özellikle 1970'lerden sonra bu çalışmaların miktarı kaydadeğer şekilde artmıştır. Bununla birlikte, para politikasının tek başına iktisadi büyümeyi sağlayabileceği ve bunu farklı aktarım kanalları üzerinden gerçekleştirebileceği de birçok teorik ve ampirik çalışma tarafından desteklenmiştir. Aktarım kanalları için yapılan çalışmalar son yıllarda özellikle kredi görüşü üzerinde yoğunlaşmakta ve para politikasının bankacılık sektörü üzerinde yaratacağı etki ile büyümeye giden yolda etkili olduğu savunulmaktadır. Ancak sermaye akımlarının miktarı ve yapısı para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini güçlendirebilmekte ya da zayıflatabilmektedir.

2001 yılı öncesinde para politikasının daha çok popülist amaçlarla kullanılması nedeniyle etkinliği konusunda net bir açıklama yapmak çoğu zaman mümkün olamamaktadır. Ancak 2001 sonrası yapısal dönüşümle birlikte para politikasının etkiniliği hissedilir şekilde artmıştır. Nitekim para politikasının kullandığı araçlar büyük oranda değişmiştir. Sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesi ve enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile başlayan normalleşme sürecinde ekonomik birimlerin para politikasına verdiği tepkiler ve parasal aktarım kanallarının etkinliği daha açık şekilde gözlemlenebilmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin 2001 sonrası özellikle faiz, döviz kuru ve kredi kanalını etkin şekilde kullandığı göze çarpmaktadır. Ancak 2008 sonrası yaşanan küresel kriz ile sermaye hareketlerinde meydana gelen yüksek volatilite ile sermaye akımlarının daha çok kısa vadeli yapısı, TCMB'nin politika değişikliğine

gitmesine yol açmıştır. Bu nedenle 2010 yılı sonunda, fiyat istikrarı yanında finansal istikrar da hedefler arasında sayılmış, sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkilerini kontrol altına alabilmek için yeni politika araçları kullanıma sokulmuştur.

2010 yılı ile birlikte fiyat istikrarı için kullanılan politika faizi yanında likidite yönetimi, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması gibi yeni araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bu yeni araçlar Merkez Bankasının kredi kanalını daha etkin şekilde kullandığını ve sermaye akımlarının başta finansal sektör olmak üzere reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatmaya ve büyümenin devam ettirilmeye çalışıldığı anlamına gelmektedir.

Merkez Bankasınca uygulanan politika faizi bir hafta vadeli repo faiz oranını esas almakta ve düşük seviyelerde kalması sağlanarak kısa vadeli sermaye hareketleri engellenmeye çalışılmaktadır. Buna karşın uzun vadeli mevduat faizleri kısa vadeli mevduat faizlerinden daha yüksek tutularak, mevduat vadelerinin uzatılması hedeflenmektedir.

Kredi genişlemesini kontrol altında tutabilme için zorunlu karşılık oranları da aktif olarak kullanılmaktadır. Yeni politika çerçevesinde uzun vadeli TL mevduatların karşılık oranları kısa vadeli TL mevduatların karşılık oranlarından daha düşük belirlenmekte, mevduatların vade yapıları uzatılarak likidite riski azaltılmaktadır. Ayrıca döviz cinsinden mevduatların karşılık oranları da piyasanın likidite ihtiyacına karşı aktif şekide değiştirilerek belirlenmektedir. Yeni çerçeve ile kullanılmaya başlanılan diğer bir araç olan ROM ise kısa vadeli sermaye akımlarındaki dalgalanmayı azaltmak adına, bankaların gönüllü olarak katılımını sağlamaktadır. Bu araç bankalara, zorunlu karşılık olarak tutmak zorunda oldukları TL karşılıkların bir kısmını döviz olarak tutma imkanı tanımaktadır. Böylelikle ülkeye yabancı sermaye girdiğinde dövizin bir kısmı rezerv olarak tutulabilecek, sermaye çıkışında ise döviz rezervleri serbest bırakılabilecektir. Örneğin ülkede ani sermaye girişi yaşandığında döviz cinsinden borçlanmanın maliyeti azalacağından, bankalar TL karşılıklarını daha fazla döviz cinsinden tutmayı tercih edecek ve TL'nin değerlenmesi ve kredi büyümesi engellenecektir. Ani sermaye çıkışlarında ise bankalar TL karşılıklarını daha az döviz cinsinden tutmak isteyeceğinden dövizin daha fazla değerlenmesi engellenecek ve kredi

riski azalacaktır. Görüldüğü gibi ROM ile TCMB'nin kendisi müdahale etmeden bankaların gönüllü olarak bu görevi üstlenmesini sağlamaktadır.

Diğer bir araç olan faiz koridoru uygulamasında TCMB, faizleri bir bant içerisinde aşağı veya yukarı değiştirerek bankaların fonlama maliyetleri üzerinde etkili olmaktadır. Merkez Bankası eski politika çerçevesinde politika faiziyle, haftalık repo faizini kullanarak bankaların fonlama maliyetlerini etkilemekte ve kredi faizleri üzerinde baskı yaratmaktaydı. Yeni çerçeveyle birlikte faiz koridorunda, gecelik borç verme faizlerini kullanarak bankaların fonlama maliyetlerini etkilemekte ve kredi hacmi üzerinde kısa sürede etkili olabilmektedir. Faiz koridorunun krediler üzerindeki etkisinin yanında, sermaye akımları ve döviz kuru üzerinde de etkisi vardır.

Koridor içinde gecelik borç verme faiz oranlarındaki değişikliklerin yanında TCMB, ihtiyaç duyduğu takdirde faiz koridorunun alt ve üst limitlerini değiştirerek, bu aracın etkinliğini arttırabilmektedir. Bununla birlikte faiz koridoru yanında Merkez Bankası, bankalara vereceği fon miktarını da belirlemektedir.

Ani bir sermaye çıkışı yaşanması durumunda kısa vadeli faiz oranlarını arttırarak ya da bankaların ihtiyaç duyduğu fon miktarını vermeyerek, hem sermaye çıkışına engel olmakta hem de bankaların döviz ihtiyacını döviz satarak gidermesine yol açmakta, böylelikle sermaye çıkışlarının döviz kuru üzerindeki etkisini sınırlamaktadır.

Para politikasının bu müdahelelerine karşın sermaye akımlarının Türkiye ekonomisinde tamamen etkisiz olduğu söylenemez. Bazı makro değişkenler incelendiğinde ilk olarak döviz kuru üzerinde yarattığı etki ile reel kesim üzerinde bazı sonuçlar doğurmaktadır. Sermaye girişleri karşısında değer kazanan TL, uluslararası ticaret alanında rekabet gücümüzü düşürmektedir. Buna karşın ihracatın aramalı ithalatına bağımlı olması hem ithalatta hem de ihracatta artışa neden olmakta, ancak yabancı tüketim mallarına olan talep de arttığından dış ticaret açığı büyümektedir. Hizmet gelirleri ve cari transferlerinin dış ticaret açıklarını karşılamaya yetmemesi de sürekli cari işlemler açığı verilmesine neden olmaktadır.

Finansal sektör açısından sermaye akımları değerlendirildiğinde yabancı sermaye girişlerinin Türkiye'de kredi hacmine pozitif etkisi göze çarpmaktadır. Ancak

artan kredi hacmi ile birlikte bankaların sermaye yeterlilik oranlarının azaldığı ve riskli aktiflerinin arttığı dikkat çekmektedir. Bunların yanında bankacılık sektörünün büyüyen kredi hacmini artan dış borçlar ile finanse ettiği ve çekirdek olmayan yükümlülüklerinin yükseldiği görülmektedir.

Hanehalkı ve firmaların kullandığı krediler incelendiğinde, takibe düşen kredi miktarının iki kesim için de hızla yükseldiği anlaşılmaktadır. Benzer şekilde borçluluk oranları da hızla artmaktadır. Hanehalkı borçlarının varlıklarına oranı yüzde 50 seviyelerine yaklaşırken, firmaların borçları ise milli gelirin yüzde 77,4'üne ulaşmıştır.

Kamu kesimine bakıldığında uygulanan sıkı maliye politikalarının etkileri gözlenmektedir. 2001 sonrası yapısal dönüşüm ile birlikte kamu dış borç stoku hızla aşağı çekilmiştir ve günümüze kadar düşük seviyeleri mahafaza etmiştir. Kamu borçlanma gereği de benzer olumlu gelişmeler kaydetmiştir. Bununla birlikte sermaye çıkışları ile kamu dış borcu arasında ters orantılı bir ilişki göze çarpmaktadır. Bunun nedeni olarak da sermaye çıkışları karşısında, belli sınırlar dahilinde maliye politikasının para politikasını desteklemesi gösterilebilir.

Sermaye girişlerinin TCMB açısından en belirgin etkisi ise döviz rezervlerinin artmasında etkili olmasıdır. Türkiye'nin ulusal rezervleri incelendiğinde dünya genelinde kabul gören limitlerde olduğu söylenebilir. Bununla birlikte TCMB'nin uyguladığı politikaların başarısı da sermaye akımlarının ülkeye yönelmesinde etkilidir. Son yıllarda kredi derecelendirme kurumları Türkiye'yi riskli ülke olarak bildirmekle birlikte yatırım yapılabilir seviyede göstermektedirler.

Bu anlatılanlar ışığında uluslararası sermaye girişlerinin Türkiye'de kredi hacmi üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Buna karşın TCMB'nin de makro ihtiyati tedbirlerle yabancı sermaye girişlerinin krediler üzerindeki etkilerini sınırlandırmaya çalıştığı ve kredi kanalı yoluyla finansal istikrarı koruyarak büyümenin sürekliliğini sağlamaya çalıştığı görülmektedir. Ancak sermaye akımlarının mı kredi hacmi üzerinde daha etkili olduğu yoksa para politikasının mı daha etkili olduğu konusu matematiksel olarak test edilmeye muhtaçtır.

Türkiye için çeyrek dönemlik verilerle 2003Q1 ve 2016Q2 tarihleri aralığında yapılan ekonometrik değerlendirme sonucunda elde edilen bulgular net sermaye girişlerinin döviz kurları, faiz oranları, kredi büyümesi ve iktisadi büyüme üzerinde etkili olduğununu göstermektedir. Buna karşın net sermaye girişlerinin kredi kanalı yoluyla büyümeye etkisi beklenildiği kadar yüksek bulunmamış, etkileri sınırlı düzeyde kalmıştır.

2003'ten 2016 yılına kadar olan dönemi analiz eden VAR(4) modelin sonuçları teorik literatür ile benzerlik göstermektedir. Bu dönemde Türkiye ekonomisine giriş yapan net yabancı sermaye girişlerindeki bir standart sapmalık değişim, kısa vadede para arzında artışa, faiz oranlarında düşüşe, kredi hacminde genişlemeye ve orta/uzun dönemde büyümede artışa neden olmuştur. Bu bulgular çerçevesinde net yabancı sermaye girişlerinin kredi kanalı yoluyla büyümeye pozitif etki ettiği ispatlanmıştır. Ancak analiz sonuçları finansal kırılganlıklara da işaret etmekte, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile uzun dönem büyümenin sürdürülemez olduğu görülmektedir. Ekonometrik analiz sonucunda elde edilen bulgular kredi hacmindeki değişmelerin kısa dönem büyümeden çok uzun dönem büyümeye etki ettiğini göstermektedir. Analiz sonuçları kısa dönemde, yabancı sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürdüğünü ancak faiz oranlarının kredi hacmi üzerindeki etkisinin, sermaye girişlerinin kredi hacmi üzerindeki etkisinden daha zayıf kaldığını göstermektedir. Bu bağlamda TCMB'nin faiz politikasının etkinliği tartışma konusu olabilecek niteliktedir. Ancak VAR(4) modelinde yer alan değişkenler para politikasının etkinliğini tartışmak için yeterli değildir. Modele dahil edilen faiz oranları mevduatlara uygulanan faiz oranları olduğundan, politika faizini temsil etmemektedir. Para politikasının etkinliğini tartışabilmek için politika faizinin, gecelik repo faizini, net fonlama miktarını, karşılık oranlarını ve hatta faiz koridorunu modele dahil etmek gerekir.

Bununla birlikte kredi miktarındaki artış hem iç hem de dış finansman kaynaklarını tüketirken, faiz oranlarının kısa dönemde yükselmesine neden olmaktadır. kredi hacmi ve faiz oranları arasındaki bu karşılıklı ilişki model sonuçlarından da okunabilmektedir. Kısa dönemde faiz oranlarındaki artış kredi miktarını azaltırken, kredi miktarındaki artış da faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır.

Büyüme performansı etkileyen değişkenler değerlendirildiğinde net yabancı sermaye girişinin yalnız kısa dönemde göreceli etkili olduğu, orta ve uzun vadede büyümeye katkı sağlamadığı görülmektedir. M2 para arzındaki artışların ise orta vadede büyümeye katkı sağlarken, faiz oranlarındaki yükseliş kısa ve orta vadede büyüme performansını önemli ölçüde olumsuz etkilemektedir.

TL'nin değerindeki artış karşısında ise büyüme kısa dönemde önemli bir tepki vermezken, orta vadede önemli sayılacak derecede pozitif yönde tepki vermektedir. Ancak uzun dönemde TL'deki değer artışı büyüme oranını azaltmaktadır. Bu durum sürekli cari işlemler açığı verilmesinden kaynaklanmaktadır. Değerli TL karşısında ithalat, ihracata oranla daha hızlı artmakta, kısa ve orta vadede üretim artışına karşın uzun dönemde büyüme sürdürülemez duruma gelmektedir. Buna benzer bir çıkarım büyümenin kredi hacmine verdiği tepkiden yapılabilir. Etki-tepki analizlerinde kredi hacmindeki artışların kısa dönemde, büyüme oranı ile ters yönlü bir ilişki içinde olduğunu ancak orta vadede ilişkinin oldukça güçlü ve pozitif olduğu görülmektedir. Bu bağlamda firmaların kullandıkları kredileri aramalı ithalatında ve/veya hanehalkı gibi yabancı tüketim malı harcamalarında kullandıkları söylenebilir.

Bankalar tarafından verilen kredilerin büyüme üzerinde pozitif etkileri olmakla birlikte, Türkiye'de gerek özel sektör firmaların gerek hanehalkının borçluluk oranları hızlı bir şekilde yükselmiştir[289]. 2017 yılının ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisinin net borçlu pozisyonu devam etmiş, bu dönemde toplam ekonominin finansal varlıkları 9.052 milyar TL iken toplam yükümlülükleri 10.423 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Türkiye ekonomisinin net finansal değeri ise -1.371 milyar TL olmuştur[290]. Hanehalkı yükümlülüklerinin varlıklarına oranı ise 2003 yılında yüzde 5,1[291] iken 2013 yılında yüzde 52[292] seviyesine yükselmiş, 2017 yılının Mart ayında yüzde 47 seviyesine gerilemiştir. Bununla birlikte hanehalkı yükümlülüklerinin neredeyse tamamını banka kredileri oluşturmaktadır[293]. Borçlanma oranlarında bu gibi hızlı artışlar kredi

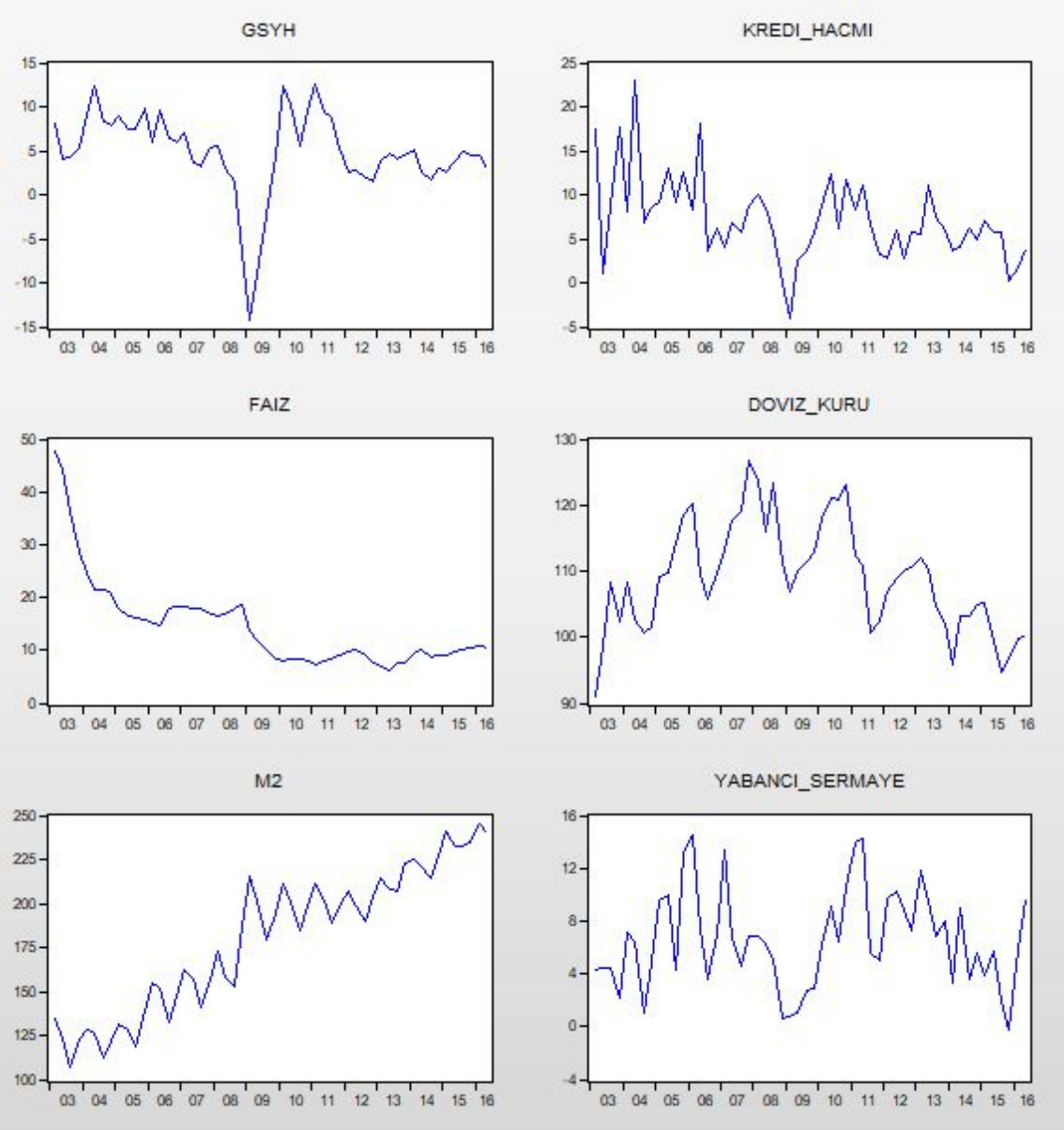
[289] www.dunya.com, Merkez Bankası "Finansal Hesaplar Raporu"nu Yayınladı, 20 Ocak 2017, https://www.dunya.com/finans/haberler/merkez-bankasi-finansal-hesaplar-raporunu-yayinladi-haberi-346614 (22 Haziran 2017)
[290] TCMB, **Finansal Hesaplar Raporu**, 2017-I, s. 1
[291] BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2010, s. 22
[292] TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı 18, Mayıs 2014, s. 15
[293] TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı 24, Mayıs 2017, s. 17, 20

piyasalarında balonların oluşmasına ve verilen kredilerin büyümeyi hızlandırma etkisinin zayıflamasına neden olmaktadır.

Net sermaye girişlerinin etkilerini sınırlayan en önemli faktörlerden biri Merkez Bankasının sermaye hareketlerine etkili bir şekilde müdahale etmesi ve etkilerini sınırlandırabilmesidir. Diğer bir neden, kronik hale gelen cari açık sorununun sermaye girişlerinin olumlu etkilerini zayıflatmasıdır. Bunun yanında sermaye akımlarının büyük oranda portföy ve borç akımı olması, bu akımların faiz geliri elde ederek kısa sürede ülkeyi terk etme riski, etkilerininin ömrünü ve şiddetini azaltan önemli bir nedendir. Doğrudan yabancı yatırımlara bakıldığında bu akımların yeni yatırım yapmaktan çok var olan şirketleri satın aldığı ya da diğer şirketlerle birleşme yoluna gittiği gözlenmektedir. Bu nedenle doğrudan yabancı yatırımların etkisi kısa vadeli sermaye akımlarıyla benzerlik taşımaktadır.

EKLER

EK-1. VERİLERİN GRAFİKSEL GÖSTERİMİ



EK-2. VAR(4) MODELİ TAHMİN SONUCU

Vector Autoregression Estimates
Date: 08/17/17 Time: 01:33
Sample (adjusted): 2004Q2 2016Q2
Included observations: 49 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

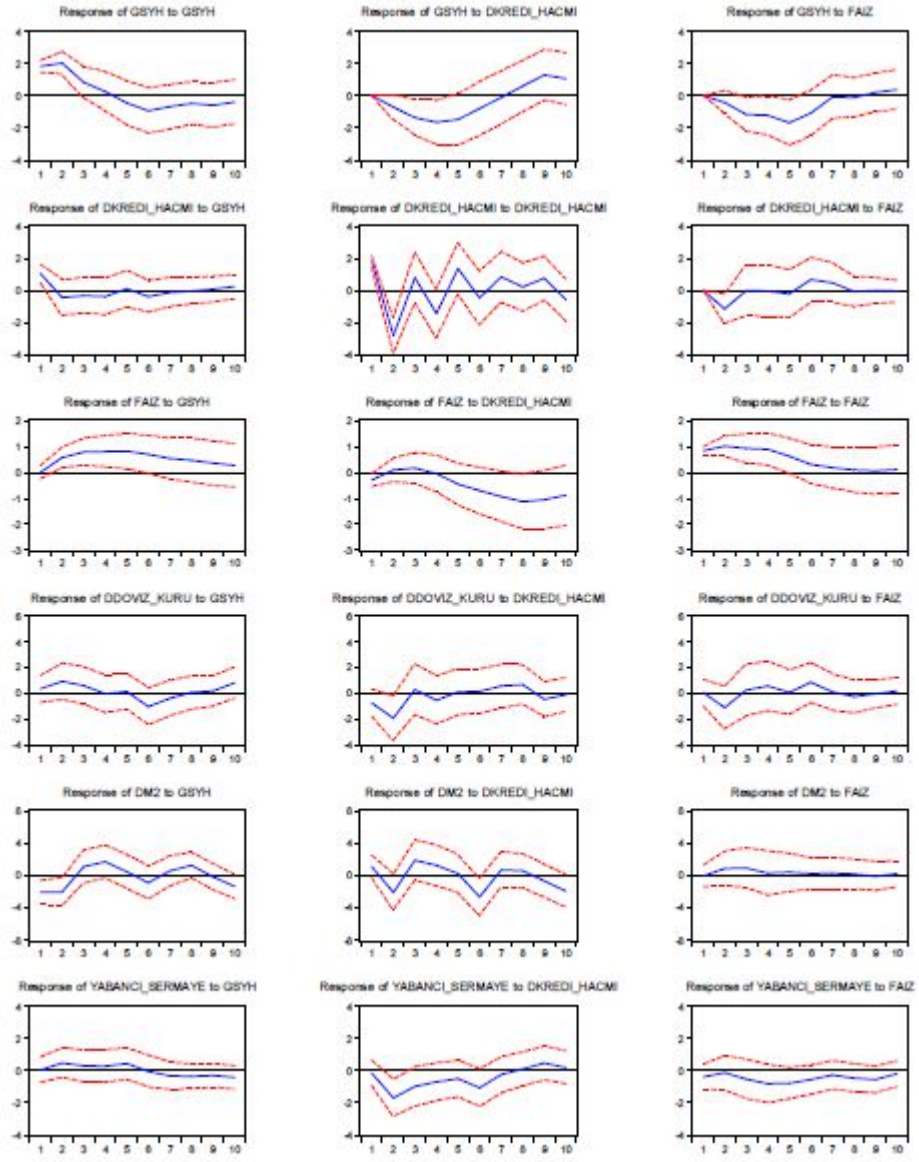
	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
GSYH(-1)	1.177289	0.482148	0.177680	0.933925	-0.721002	0.550806
	(0.17461)	(0.20101)	(0.08602)	(0.35477)	(0.51389)	(0.26333)
	[6.74233]	[2.39867]	[2.06560]	[2.63246]	[-1.40303]	[2.09166]
GSYH(-2)	-0.166269	-0.345248	-0.157263	0.182968	-0.619266	-0.104779
	(0.21230)	(0.24439)	(0.10459)	(0.43135)	(0.62481)	(0.32018)
	[-0.78318]	[-1.41268]	[-1.50368]	[0.42417]	[-0.99113]	[-0.32725]
GSYH(-3)	0.340974	-0.093318	0.105769	-0.421113	-0.177236	0.014396
	(0.20616)	(0.23732)	(0.10156)	(0.41886)	(0.60672)	(0.31091)
	[1.65397]	[-0.39322]	[1.04147]	[-1.00537]	[-0.29212]	[0.04630]
GSYH(-4)	-0.522880	-0.373269	0.035005	-0.893193	0.533571	-0.310847
	(0.18356)	(0.21131)	(0.09043)	(0.37296)	(0.54023)	(0.27683)
	[-2.84852]	[-1.76645]	[0.38711]	[-2.39489]	[0.98767]	[-1.12287]
DKREDI_HACMI(-1)	-0.385532	-1.542160	0.233581	-1.252033	-0.796270	-0.826798
	(0.19537)	(0.22491)	(0.09625)	(0.39696)	(0.57499)	(0.29465)
	[-1.97330]	[-6.85686]	[2.42690]	[-3.15406]	[-1.38483]	[-2.80606]
DKREDI_HACMI(-2)	-1.094142	-1.121400	0.316675	-2.011288	0.653047	-1.501097
	(0.30019)	(0.34557)	(0.14788)	(0.60992)	(0.88347)	(0.45272)
	[-3.64484]	[-3.24511]	[2.14142]	[-3.29763]	[0.73919]	[-3.31573]
DKREDI_HACMI(-3)	-0.702874	-0.485928	0.243084	-1.220739	1.276390	-0.908249
	(0.30485)	(0.35093)	(0.15018)	(0.61938)	(0.89718)	(0.45975)
	[-2.30566]	[-1.38469]	[1.61866]	[-1.97089]	[1.42267]	[-1.97555]
DKREDI_HACMI(-4)	-0.348479	-0.184806	0.059892	-0.299601	0.843096	-0.208590
	(0.12261)	(0.14114)	(0.06040)	(0.24911)	(0.36083)	(0.18490)
	[-2.84227]	[-1.30939]	[0.99160]	[-1.20269]	[2.33652]	[-1.12810]
FAIZ(-1)	-0.461472	-1.274903	1.171285	-1.569768	1.172744	-0.127536
	(0.41247)	(0.47481)	(0.20319)	(0.83804)	(1.21390)	(0.62205)
	[-1.11881]	[-2.68505]	[5.76443]	[-1.87314]	[0.96609]	[-0.20503]
FAIZ(-2)	-0.662581	0.166184	0.101308	0.607089	-0.990727	-1.109696
	(0.66108)	(0.76101)	(0.32567)	(1.34318)	(1.94560)	(0.99699)
	[-1.00226]	[0.21837]	[0.31108]	[0.45198]	[-0.50921]	[-1.11304]
FAIZ(-3)	0.099758	0.838305	-0.023101	1.815605	0.966465	0.150864
	(0.61372)	(0.70649)	(0.30234)	(1.24695)	(1.80621)	(0.92557)
	[0.16255]	[1.18657]	[-0.07641]	[1.45604]	[0.53508]	[0.16300]
FAIZ(-4)	0.660479	-0.049271	-0.232348	-0.853554	-0.728912	0.636671
	(0.36854)	(0.42425)	(0.18155)	(0.74879)	(1.08463)	(0.55580)
	[1.79215]	[-0.11614]	[-1.27978]	[-1.13990]	[-0.67204]	[1.14550]
DDOVIZ_KURU(-1)	-0.028307	0.298582	-0.006624	-0.226123	0.423884	0.090595
	(0.08599)	(0.09899)	(0.04236)	(0.17472)	(0.25308)	(0.12969)
	[-0.32918]	[3.01619]	[-0.15637]	[-1.29419]	[1.67487]	[0.69855]

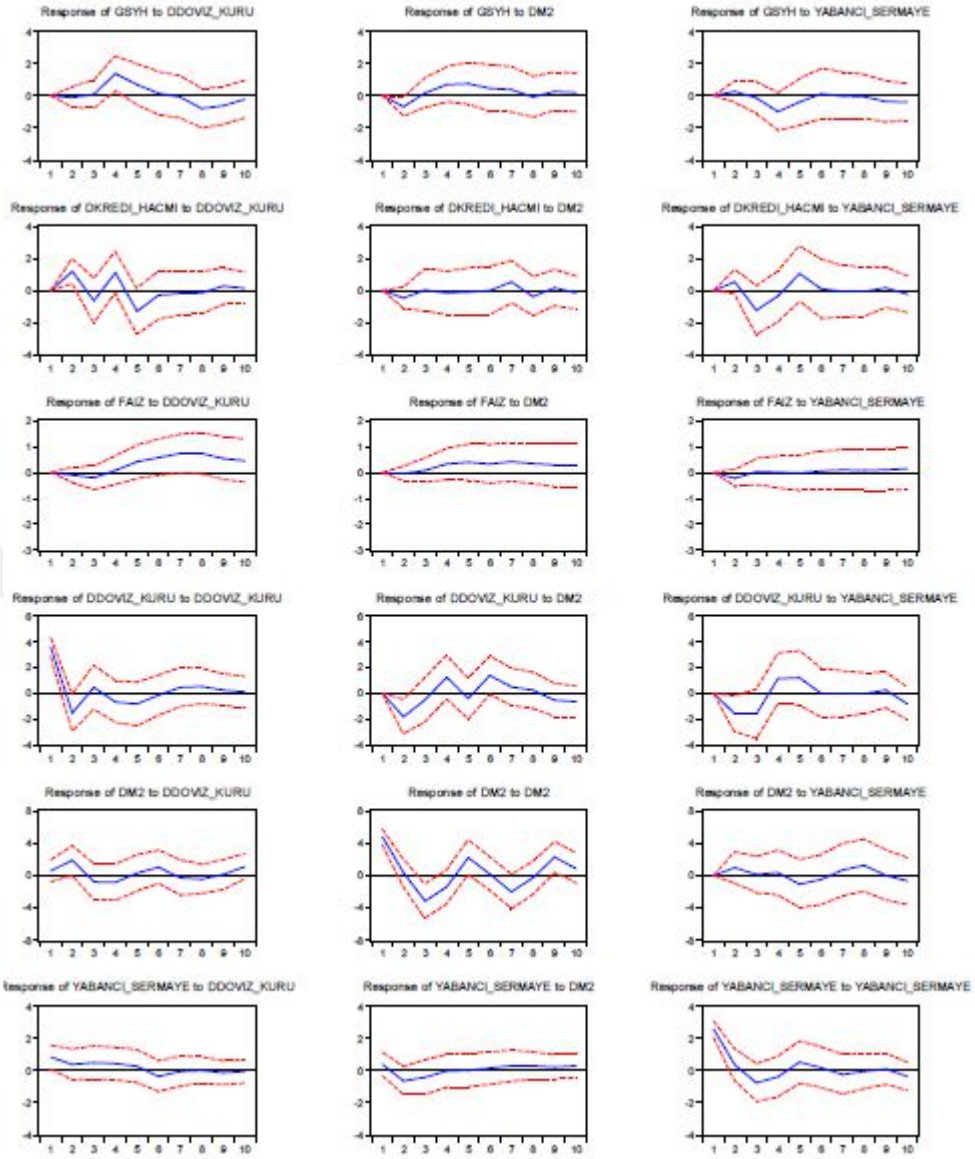
DDOVIZ_KURU(-2)	0.220579	0.492659	-0.113744	0.813682	0.147631	0.542557
	(0.10136)	(0.11668)	(0.04993)	(0.20593)	(0.29830)	(0.15286)
	[2.17627]	[4.22240]	[-2.27802]	[3.95117]	[0.49491]	[3.54943]
DDOVIZ_KURU(-3)	0.618444	0.418162	-0.035550	0.549905	-0.329073	0.577074
	(0.13720)	(0.15794)	(0.06759)	(0.27876)	(0.40378)	(0.20691)
	[4.50769]	[2.64766]	[-0.52599]	[1.97271]	[-0.81499]	[2.78901]
DDOVIZ_KURU(-4)	0.032923	0.029093	-0.073789	-0.151910	0.074426	0.165392
	(0.10208)	(0.11751)	(0.05029)	(0.20741)	(0.30044)	(0.15395)
	[0.32251]	[0.24757]	[-1.46729]	[-0.73241]	[0.24773]	[1.07430]
DM2(-1)	-0.150021	-0.111336	-0.001443	-0.328122	0.039013	-0.146434
	(0.06233)	(0.07175)	(0.03070)	(0.12664)	(0.18343)	(0.09400)
	[-2.40695]	[-1.55172]	[-0.04699]	[-2.59103]	[0.21268]	[-1.55783]
DM2(-2)	0.186476	0.078629	0.058191	-0.208536	-0.671090	-0.020309
	(0.07027)	(0.08089)	(0.03462)	(0.14277)	(0.20680)	(0.10597)
	[2.65381]	[0.97206]	[1.68107]	[-1.46066]	[-3.24512]	[-0.19164]
DM2(-3)	-0.041320	-0.024964	0.002888	0.004523	-0.052848	-0.080771
	(0.06543)	(0.07532)	(0.03223)	(0.13294)	(0.19256)	(0.09867)
	[-0.63153]	[-0.33144]	[0.08960]	[0.03402]	[-0.27445]	[-0.81857]
DM2(-4)	0.293506	0.026021	0.027129	-0.215047	0.090910	0.037799
	(0.06379)	(0.07343)	(0.03142)	(0.12960)	(0.18773)	(0.09620)
	[4.60129]	[0.35436]	[0.86334]	[-1.65927]	[0.48426]	[0.39292]
YABANCI_SERMAYE (-1)	0.097824	0.211922	-0.081259	-0.624387	0.372391	0.136213
	(0.12992)	(0.14956)	(0.06400)	(0.26396)	(0.38235)	(0.19593)
	[0.75297]	[1.41701]	[-1.26966]	[-2.36543]	[0.97395]	[0.69521]
YABANCI_SERMAYE (-2)	-0.101639	-0.109240	0.051709	-0.514670	0.572093	-0.095448
	(0.14032)	(0.16153)	(0.06913)	(0.28510)	(0.41297)	(0.21162)
	[-0.72433]	[-0.67627]	[0.74804]	[-1.80520]	[1.38530]	[-0.45103]
YABANCI_SERMAYE (-3)	-0.209206	-0.004192	-0.058954	0.717219	0.181591	0.177441
	(0.14413)	(0.16591)	(0.07100)	(0.29284)	(0.42417)	(0.21736)
	[-1.45153]	[-0.02526]	[-0.83032]	[2.44921]	[0.42811]	[0.81634]
YABANCI_SERMAYE (-4)	0.427021	0.471931	0.082274	0.808291	-0.752854	0.467270
	(0.15588)	(0.17944)	(0.07679)	(0.31671)	(0.45875)	(0.23508)
	[2.73946]	[2.63001]	[1.07141]	[2.55215]	[-1.64108]	[1.98768]
C	2.108099	0.500181	-0.980447	-1.089336	1.415888	6.563090
	(1.63267)	(1.87947)	(0.80430)	(3.31723)	(4.80502)	(2.46226)
	[1.29120]	[0.26613]	[-1.21901]	[-0.32839]	[0.29467]	[2.66547]
R-squared	0.930852	0.915845	0.980877	0.723399	0.919206	0.732127
Adj. R-squared	0.861704	0.831691	0.961754	0.446798	0.838411	0.464254
Sum sq. resids	79.31352	105.1041	19.24791	327.4175	686.9721	180.3922
S.E. equation	1.817892	2.092687	0.895542	3.693562	5.350125	2.741595
F-statistic	13.46174	10.88288	51.29291	2.615318	11.37709	2.733111
Log likelihood	-81.32690	-88.22470	-46.63475	-116.0637	-134.2196	-101.4592
Akaike AIC	4.339874	4.621416	2.923867	5.757701	6.498759	5.161599
Schwarz SC	5.305088	5.586631	3.889082	6.722916	7.463973	6.126813
Mean dependent	4.632449	-0.090000	12.43469	-0.163265	2.268571	6.757755
S.D. dependent	4.888361	5.100939	4.579231	4.965964	13.30939	3.745620
Determinant resid covariance (dof	15021.10					

adj.)

Determinant resid covariance	207.3923
Log likelihood	-547.8659
Akaike information criterion	28.48432
Schwarz criterion	34.27561

EK-3. ETKİ-TEPKİ GRAFİKLERİ




Response of GSYH to DDOVIZ_KURU
Response of GSYH to DM2
Response of GSYH to YABANCI_SERMAYE
Response of DKREDI_HACMI to DDOVIZ_KURU
Response of DKREDI_HACMI to DM2
Response of DKREDI_HACMI to YABANCI_SERMAYE
Response of FAIZ to DDOVIZ_KURU
Response of FAIZ to DM2
Response of FAIZ to YABANCI_SERMAYE
Response of DDOVIZ_KURU to DDOVIZ_KURU
Response of DDOVIZ_KURU to DM2
Response of DDOVIZ_KURU to YABANCI_SERMAYE
Response of DM2 to DDOVIZ_KURU
Response of DM2 to DM2
Response of DM2 to YABANCI_SERMAYE
Response of YABANCI_SERMAYE to DDOVIZ_KURU
Response of YABANCI_SERMAYE to DM2
Response of YABANCI_SERMAYE to YABANCI_SERMAYE

EK-4. ETKİ-TEPKİ TABLOLARI

Response of GSYH:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	1.817892	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.031137	-0.725335	-0.423744	-0.104818	-0.678620	0.249832
3	0.824640	-1.353443	-1.167593	0.074798	0.181992	-0.141849
4	0.259474	-1.661837	-1.226151	1.360626	0.689572	-0.993128
5	-0.455034	-1.484285	-1.673259	0.690099	0.752745	-0.401618
6	-0.929705	-0.795545	-1.072311	0.134854	0.459849	0.110153
7	-0.697492	-0.105833	-0.079909	-0.089719	0.381234	-0.036791
8	-0.471447	0.597788	-0.104795	-0.794749	-0.081295	-0.054030
9	-0.595764	1.292166	0.207770	-0.622750	0.266063	-0.371805
10	-0.394096	1.042097	0.358550	-0.234541	0.192792	-0.400503

Response of DKREDI_HACMI:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	1.053997	1.807880	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	-0.433744	-2.802070	-1.144766	1.188281	-0.450891	0.541225
3	-0.306610	0.804254	0.003047	-0.618858	0.038430	-1.236897
4	-0.373273	-1.410395	-0.018758	1.119042	-0.151593	-0.350874
5	0.114023	1.369940	-0.189524	-1.274821	-0.075818	1.050216
6	-0.359050	-0.442787	0.677601	-0.283353	0.005056	0.105006
7	-0.101134	0.840748	0.483788	-0.170757	0.540087	-0.061257
8	-0.019451	0.217588	-0.065919	-0.148777	-0.358496	-0.058404
9	0.095658	0.769393	-0.003725	0.275307	0.184386	0.185037
10	0.247321	-0.578075	-0.041837	0.153878	-0.132864	-0.228609

Response of FAIZ:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	0.021489	-0.282812	0.849442	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.592267	0.107487	1.026039	-0.091400	-0.037641	-0.207526
3	0.803181	0.179203	0.934907	-0.204987	0.091214	0.040720
4	0.817602	-0.037008	0.905434	0.094633	0.332906	0.021313
5	0.827602	-0.453007	0.647307	0.418317	0.399057	-0.014414
6	0.701096	-0.702269	0.318856	0.592527	0.339352	0.074533
7	0.545536	-0.930780	0.198618	0.742285	0.418016	0.101814
8	0.483326	-1.118376	0.105084	0.744914	0.360918	0.086606
9	0.364841	-1.048131	0.069643	0.554830	0.299109	0.108895
10	0.285940	-0.882101	0.126517	0.456414	0.304267	0.154334

Response of DDOVIZ_KURU:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	0.343325	-0.732534	0.048513	3.603549	0.000000	0.000000
2	0.930666	-1.910784	-1.087395	-1.509435	-1.801586	-1.594617
3	0.601840	0.300878	0.244123	0.461417	-0.495727	-1.601635
4	-0.033322	-0.518380	0.571544	-0.669513	1.250976	1.147192
5	0.143628	0.122502	0.092467	-0.821731	-0.399155	1.200144
6	-1.015204	0.154573	0.847725	-0.135345	1.392791	0.020438

7	-0.377060	0.563789	0.098579	0.480089	0.484254	-0.039963
8	0.064810	0.684271	-0.245335	0.547592	0.245971	-0.018083
9	0.176096	-0.458359	-0.048586	0.262438	-0.542654	0.250621
10	0.816946	-0.115474	0.185282	0.122715	-0.621740	-0.804937

Response of DM2:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	-2.089829	1.091334	-0.049091	0.554212	4.770312	0.000000
2	-2.047754	-2.099540	0.871155	1.854912	0.327060	0.951045
3	1.079164	1.880247	0.915625	-0.782396	-3.172418	0.097313
4	1.692329	1.225890	0.278191	-0.856622	-1.424154	0.368958
5	0.436217	0.221395	0.376115	0.307319	2.224366	-1.064578
6	-0.911099	-2.657724	0.204767	1.050479	0.198278	-0.533753
7	0.565075	0.707903	0.260857	-0.292144	-2.024293	0.702588
8	1.252497	0.557220	0.149650	-0.432235	-0.301090	1.229769
9	-0.191437	-0.681543	-0.092067	0.098276	2.276711	0.008295
10	-1.389952	-1.945935	0.205836	1.085892	0.856740	-0.690324

Response of YABANCI_SERMAYE:

Period	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	0.034949	-0.162143	-0.385809	0.821189	0.378516	2.553891
2	0.469008	-1.706942	-0.149303	0.357165	-0.646975	0.347874
3	0.278811	-0.998748	-0.542661	0.477230	-0.428432	-0.763517
4	0.267803	-0.709975	-0.828300	0.418820	-0.032670	-0.396853
5	0.414565	-0.509668	-0.800399	0.251874	0.008900	0.503283
6	-0.044031	-1.082212	-0.568670	-0.357295	0.131124	0.177378
7	-0.334268	-0.265793	-0.286445	-0.061063	0.270716	-0.245718
8	-0.365006	0.089436	-0.480003	0.001118	0.292578	-0.049690
9	-0.320170	0.457673	-0.572580	-0.148974	0.197624	0.083186
10	-0.437671	0.160509	-0.205665	-0.066171	0.298298	-0.367212

Cholesky Ordering: GSYH DKREDI_HACMI FAIZ DDOVIZ_KURU DM2 YABANCI_SERMAYE

EK-5. VARYANS AYRIŞTIRMASI SONUÇLARI

Variance Decomposition of GSYH:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	1.817892	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.944460	85.70219	6.068282	2.071076	0.126724	5.311800	0.719924
3	3.550182	64.34791	18.70800	12.24102	0.131559	3.916645	0.654863
4	4.499932	40.38445	25.28285	15.04382	9.224404	4.786101	5.278382
5	5.163671	31.44621	27.46347	21.92539	8.791501	5.759863	4.613563
6	5.436209	31.29702	26.92039	23.67298	7.993630	5.912357	4.203625
7	5.496471	32.22483	26.37041	23.17787	7.845955	6.264502	4.116436
8	5.607401	31.66933	26.47388	22.30482	9.547397	6.040114	3.964462
9	5.840170	30.23581	29.30098	20.68883	9.938552	5.775780	4.060042
10	5.977458	29.29755	31.00986	20.10921	9.641224	5.617542	4.324615

Variance Decomposition of DKREDI_HACMI:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	2.092687	25.36706	74.63294	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.954465	8.307077	71.10992	8.380275	9.029473	1.300073	1.873181
3	4.277034	7.615222	64.32427	7.163934	9.812462	1.119442	9.964670
4	4.671217	7.022767	63.04261	6.007496	13.96523	1.043800	8.918092
5	5.145852	5.836102	59.03672	5.086032	17.64523	0.881836	11.51408
6	5.230225	6.120596	57.86406	6.601709	17.37403	0.853708	11.18590
7	5.350794	5.883598	57.75461	7.125023	16.70172	1.834475	10.70058
8	5.370021	5.842853	57.50594	7.089161	16.65909	2.267036	10.63592
9	5.438960	5.726607	58.05848	6.910636	16.49567	2.324859	10.48375
10	5.483883	5.836568	58.22238	6.803700	16.30525	2.345626	10.48648

Variance Decomposition of FAIZ:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	0.895542	0.057577	9.972960	89.96946	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.506627	15.47375	4.032563	78.16594	0.368028	0.062418	1.897298
3	1.968041	25.72409	3.192458	68.37675	1.300576	0.251389	1.154743
4	2.341597	30.36279	2.280097	63.25227	1.082042	2.198820	0.823983
5	2.669581	32.97109	4.633789	54.54411	3.287905	3.926237	0.636867
6	2.947008	32.71529	9.481067	45.92875	6.740539	4.547794	0.586567
7	3.259502	29.54424	15.90467	37.91566	10.69611	5.362273	0.577057
8	3.579445	26.32202	22.95063	31.52671	13.20038	5.463201	0.537051
9	3.802384	24.24656	27.93662	27.97172	13.82701	5.460146	0.557939
10	3.957109	22.90968	30.76380	25.92930	14.09720	5.632732	0.667274

Variance Decomposition of DDOVIZ_KURU:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	3.693562	0.864012	3.933374	0.017252	95.18536	0.000000	0.000000
2	5.235357	3.590106	15.27859	4.322602	55.68966	11.84178	9.277265
3	5.562840	4.350345	13.82519	4.021229	50.01380	11.28271	16.50673
4	5.905160	3.863772	13.03937	4.505298	45.66875	14.50033	18.42248
5	6.098362	3.678304	12.26661	4.247347	44.63659	14.02452	21.14663
6	6.397014	5.861428	11.20637	5.616143	40.61082	17.48602	19.21923
7	6.469785	6.069970	11.71506	5.513731	40.25302	17.65510	18.79312

8	6.538457	5.952961	12.56550	5.539309	40.11332	17.42771	18.40120
9	6.589465	5.932573	12.85557	5.459320	39.65332	17.83713	18.26208
10	6.722027	7.177911	12.38304	5.322095	38.13809	17.99604	18.98282

Variance Decomposition of DM2:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	5.350125	15.25786	4.160904	0.008419	1.073061	79.49976	0.000000
2	6.514313	20.17303	13.19409	1.794035	8.831712	53.87573	2.131400
3	7.659008	16.57895	15.57167	2.727035	7.432598	56.13170	1.558047
4	8.124206	19.07384	16.11633	2.540926	7.717550	52.96038	1.590974
5	8.518161	17.61260	14.72763	2.506293	7.150366	54.99396	3.009152
6	9.051094	16.61286	21.66654	2.271020	7.680135	48.75646	3.012982
7	9.353477	15.92107	20.86109	2.204336	7.289144	50.33881	3.385550
8	9.548769	16.99701	20.35705	2.139653	7.198939	48.40023	4.907123
9	9.842853	16.03434	19.63822	2.022455	6.785156	50.90148	4.618345
10	10.24853	16.62944	21.71949	1.905848	7.381279	47.65027	4.713668

Variance Decomposition of YABANCI_SERMAYE:

Period	S.E.	GSYH	DKREDI_HACMI	FAIZ	DDOVIZ_KURU	DM2	YABANCI_SERMAYE
1	2.741595	0.016251	0.349776	1.980336	8.971790	1.906174	86.77567
2	3.367404	1.950627	25.92674	1.509251	7.071950	4.954851	58.58658
3	3.701809	2.181398	28.73331	3.397856	7.513956	5.439569	52.73391
4	3.911422	2.422634	29.03090	7.527845	7.876721	4.879154	48.26275
5	4.085131	3.250830	28.17102	10.74010	7.601240	4.473504	45.76331
6	4.284988	2.965216	31.98305	11.52285	7.603986	4.159578	41.76532
7	4.331621	3.497223	31.67462	11.71338	7.461012	4.461092	41.19267
8	4.384364	4.106672	30.95874	12.63186	7.282591	4.799725	40.22040
9	4.464374	4.475120	30.90997	13.82809	7.135246	4.825181	38.82639
10	4.518679	5.306354	30.29767	13.70488	6.986221	5.145692	38.55918

Cholesky Ordering: GSYH DKREDI_HACMI FAIZ DDOVIZ_KURU DM2 YABANCI_SERMAYE

KAYNAKLAR

Kitaplar

Acar, Yalçın, **İktisadi Büyüme ve Büyüme Modelleri**, 5. Baskı, Bursa: Dora Yayıncılık, 2008.

Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli Ozan ve Vadym Volosovych, "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions", Sebastian Edvards (Ed.), **Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences** içinde, Chicago: University of Chicago Press, 2007, ss. 19-72.

Andrews, David M., (Ed.) **Orderly Change: International Monetary Relations Since Bretton Woods,** Ithaca: Cornell University Press, 2008.

Arrow, Kenneth, "Economic Welfare and The Allocation of Resources for Invention." NBER, **The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors** içinde (609-626), Princeton: Princeton University Press, 1962.

Auernheimer, Leonardo. (Ed). **International Financial Markets: The Challenge of Globalization**, 1. Edition, Chicago: University of Chicago Press, 2003.

Barro, Robert J. ve Xavier Sala-i-Martin, **Economic Growth**, 2. Edition, The MIT Press, 2003.

Başçı, Erdem, Özgür Özel ve Çağrı Sarıkaya, "The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments", Bank for International Sattlements, **Transmission Mechanism for Monetary Policy in Emerging Market Economies** içinde, Basel: Bank for International Sattlements Press and Communications, Monetary and Economic Department, BIS Paper No:35, January 2008, ss. 475-499

Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu, **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul: İstanbul Ticret Odası, Yayın No. 1998-58, 1998.

Cameron, Rondo E. ve Valeriĭ I. Bovykin (Ed.), **International Banking, 1870-1914**, New York: Oxford University Press, 1991.

Carkovic, Maria ve Ross Levine, "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?", Theodore H. Moran, Edvward M. Graham ve Magnus Blomström (Ed.), **Does Foreign Direct Investment Promote Development?** içinde, Washington: Institute for International Economics Center for Global Development, 2005, ss. 195-220

Chenery, Hollis B., "Foreign Assistance and Economic Development", John H. Adler ve Paul W. Kuznets (Ed.), **Capital Movements and Economic Development** içinde, 1. Edition, London: Palgrave Macmillan, 1967, ss. 268-292

Çetinkaya, Murat, "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Dünü ve Bugünü", Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri** içinde, 1. Basım, Konya: Çizgi Kitabevi, 2007, ss. 519-558

Das, Dilip K., **The Economic Dimensions of Globalization**, New York: Palgrave Macmillan, 2004.

Davis, Lance E. ve Robert E. Gallman, **Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865-1914**, Cambridge: Cambridge University Press, 2001.

De la Dehesa, Guillermo. **What Do We Know About Globalization: Issues of Poverty and Income Distribution**, 1. Edition, Malden: Black-well Publishing, 2007.

de Macedo, Jorge Braga. Barry Eichengreen ve Jaime Reis (eds.), **Currency Convertibility: The Gold Standard and Beyond**, 1. Edition, London: Routledge, 1996.

Demircan, Daim, **Türkiye'de Yabancı Sermaye**, İstanbul: Dilek Matbaası, 1971.

El-Ojeili, Chamsy ve Patrick Hayden, **Critical Theories of Globalization,** New York: Palgrave Macmillan, 2006.

Enders, Walter, **Applied Econometric Time Series**, 1st Edition, New York: John Wiley and Sons Inc., 1995.

Erkiletlioğlu, Hatice, Erhan Gül, Aslı Göksun Şat ve Bora Çevik, "Türkiye'de Tasarruf Eğilimi" **Türkiye İş Bankası A.Ş. İktisadi Araştırmalar Bölümü**, 2011.

Geyikdağı, V. Necla, **Osmanlı Devleti'nde Yabancı Sermaye 1854-1914**, 1. Basım, İstanbul: Hil Yayın, 2008.

Gürlesel, Can Fuat ve Kerem Alkin, **Türkiye İçin Yeni Bir Büyüme Modeli**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Türkiye Ekonomisi Araştırmaları Yayın No: 2010-21, 2010.

Hirst, Paul, Grahame Thompson ve Simon Bromley, **Globalization in Question,** 3. Edition, Cambridge: Polity Press, 2015.

Hobsbawm, Eric J., **The Age of Capital: 1848-1875,** London: Abacus, 1977.

Ito, Takatoshi ve Anne O. Krueger (Ed.), **Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences**" 1. Edition, London: University of Chicago Press, 2001.

Jones, Charles I., **İktisadi Büyümeye Giriş**, Şanlı Ateş ve İsmail Tuncer (çev.), İstanbul: Literatür Yayınları, 2001.

Karagöl, Erdal Tanas, **Geçmişten Günümüze Türkiye'de Dış Borçlar**, Seta Analiz, Sayı: 26, Agustos 2010.

Karluk, Rıdvan, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, 1. Basım, İstanbul: Taştan Matbaası, 1983, s. 115-117

Kenen, Peter B. (Ed.), **Managing the World Ekonomy: Fifty Years After Bretton Woods**, Washington: Institution for International Economics, 1994.

Miron, Jeffrey A., Christina D. Remer ve David N. Weil, "Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism", N. Gregory Mankiw (Ed.), **Monetary Policy** içinde, Chicago: University of Chicago Press, June 1994, ss. 263-306

Miskin, Frederic S. ve Apostolos Serletis, "**The Economics of Money, Banking and Financial Markets**" 4th Canadian Edition, Canada: Pearson, 2010.

Obstfeld, Maurice ve Alan M. Taylor, **Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth,** 1. Edition, Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

Obstfeld, Maurice ve Alan M. Taylor. "Globalization and capital markets", Michael D. Bordo, Alan M. Taylor ve Jeffrey G. Williamson (Ed.), **Globalization in Historical Perspective** içinde (121-188), University of Chicago Press, 2003.

Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff. "The Intertemporal Approach to The Current Account", Gene M. Grossman ve Kenneth Rogoff (Ed.), **Handbook of International Economics, Volume 3** içinde, 1. Edition, Amsterdam: North-Holland, 1995, ss. 1731-1799

OECD, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımı: Yeni Ekonomik Program Çerçevesinden Değişen Koşullar**, İstanbul: YASED, 1983.

Oktar, Suat, Erkan Tokucu ve Zekai Kaya, **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, İstanbul: Nobel Yayıncılık, 2013.

Ökçün, A.Gündüz, **1920-1930 Yılları Arasında Kurulan Türk Anonim Şirketlerinde Yabancı Sermaye**, 2. Basım, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 82, 1997.

Ölmezoğulları, Nalan. **Ekonomik Sistemler ve Küreselleşen Kapitalizm**, 4. Baskı, Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları, 2003.

Özdemir, Biltekin, **Osmanlı Devleti Dış Borçları: 1854-1954 Döneminde Yüzyıl Süren Boyunduruk**, 2. Basım, Ankara: Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, 2010.

Öztürk, Nazım, **Para Banka Kredi**, 2. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2014.

Parasız, İlker, **Büyüme Teorileri**, 3. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 2008, s.131, 135

Plesch, Dan. **America, Hitler and the UN: How the Allies Won World War II and Forged a Peace**, London: I. B. Tauris, 2011.

Sabillon, Carlos. **On the Causes of Economic Growth: The Lessons of History,** New York: Algora Publishing, 2008.

Scholte, Jan Aart, **Globalization: A Critical Introduction,** 2. Edition, Palgrave Macmillan, 2005.

Steger, Manfred B., **Globalization: A Very Short Introduction**, 2. Edition, New York: Oxford University Press, 2009.

Stiglitz, Joseph E., **Globalization and its Discontents**, New York: W. W. Norton Company, 2002.

Şahin, Mehmet, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, Ankara: Ekonomik ve Sosyal Yayınlar, Yayın No:3, 1975.

TCMB, **Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri**, 1. Basım, Ankara: Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, 2002.

TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayını, 2013.

Uras, T. Güngör, **Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları**, 1. Basım, İstanbul: Formül Matbaası, 1979.

Ülgen, Gülden, "Dış Borçlanmanın Analizi ve Türkiye'de Dış Borç Stoku", Ahmet Ay (Ed.), **Türkiye Ekonomisi: Makroekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri** içinde, 1. Basım, Konya: Çizgi Kitabevi, 2007, ss. 269-315

Uzunoğlu, Sadi, **Çağ Atlamada Yeni Dönem, Ekonomik ve Politik Gelişmeler:1980-2015**, 1. Basım, İstanbul: Bağlam Yayıncılık, 2016.

Yang, Hong, "Too Slow for Too Long", **World Economic Outlook**, Washington: IMF, April 2016.

Süreli Yayınlar

Afşar, Muharrem, "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 6, Sayı 2, 2011, ss. 143-171.

Aizenman, Joshua, "Large Hoarding of International Reserves and The Emerging Global Economic Architecture" **The Manchester School**, Vol. 76, No. 5, September 2008, ss. 487-503.

Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak ve Donghyun Park. "Capital Flows and Economic Growth in The Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010", **Open Economies Review**, Vol.24, Issue.3, July 2013, ss. 371-396.

Akdoğan, Kurmaş ve Burcu Deniz Yıldırım, "Non-core Liabilities as an Indicator of Systemic Risk and a Liquidity Stress Test Application on Turkish Banking System", **Central Bank of the Republic of Turkey**, Working Paper No. 14/12, 2014, ss. 1-22.

Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan ve Selin Sayek, "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets." **Journal of International Economics**, Vol. 64, Issue. 1, October 2004, ss. 89-112.

Alper, C. Emre ve Ziya Onis, "Financial Globalization, The Democratic Deficit, and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience in The Aftermath of Capital Account Liberalization", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol.39, Issue.3, May-June 2003, ss. 5-26.

Altıntaş, Halil, "Bankacılık Krizleri, Nedenleri ve Ekonomik Maliyetleri", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 22, Ocak-Haziran 2004, ss. 39-61.

Asiedu, Elizabeth ve Donald Lien, "Capital Controls and Foreign Direct Investment", **World Development**, Vol. 32, Issue. 3, March 2004, ss. 479-490.

Aydın, Halil İbrahim, "Interest Rate Pass-Through in Turkey" **The Central Bank of the Republik of Turkey, Research and Monetary Policy Department**, Working Paper No:07/05, June 2007, ss. 1-40.

Aysan, Ahmet Faruk, Salih Fendoğlu ve Mustafa Kılınç, "Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", **Euasian Economic Review**, Vol.4, Issue.1, June 2014, ss. 45-69.

Bagliano, Fabio C. ve Carlo A. Favero. "Measuring monetary policy with VAR models: An evaluation." **European Economic Review**, Vol.42, Issue.6, 10 June 1998, ss. 1069-1112.

Baharumshah, Ahmad Z. ve M. Abdul-Malik Thanoon, "Foreign Capital Flows and Economic Growth in Eastern Asian Countries", **China Economic Review**, Vol. 17, Issue. 1, 2006, ss. 70-83

Balasubramanyam, Venkataraman N., Mohammed Salisu ve David Sapsford, "Foreign Direct Investment and Growth in EP And IS Countries" **The Economic Journal**, Vol. 106, No. 434, January 1996, ss. 92-105.

Balasubramanyam, Vudayagiri N., Mohammed Salisu ve David Sapsford. "Foreign Direct Investment as An Engine of Growth." **Journal of International Trade & Economic Development**, Vol. 8, Issue.1,(March 1999, ss. 27-40.

Barışık, Salih ve Baki Demirel, "Finansal Kırılganlık ve Türk Bankacılık Sektörü İçin 2002-2011 Dönemi Finansal Kırılganlık Endeksi" **TISK Academy/TISK Akademi,** Vol. 9, Issue. 17, 2014, ss. 118-136.

Barışık, Salih, "Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları." **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt.59, Sayı. 3, 2004, ss. 1-20.

Barth, Marvin J. ve Valerie A. Ramey, "The Cost Channel of Monetary Transmission", **NBER Macroekonomics Annual**, Vol. 16, Issue. 1, 2001, ss. 199-240.

Baskaya, Yusuf Soner, Julian di Giovanni, Şebnem Kalemli-Özcan, Jose-Luis Peydro ve Mehmet Fatih Ulu, "Capital Flows and The International Credit Channel", [Elektronik Versiyon] *Journal of International Economics*, 27 January 2017, ss. 1-8.

Başçı, Erdem ve Hakan Kara, "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **İktisat İşletme ve Finans** Cilt.26, Sayı.302, 2011, ss. 9-25.

BDDK, "From Crisis to Financial Stability (Turkey Experience)", **Banking Regulation and Supervision Agency Working Paper**, Revised Third Edition, 3 September 2010, ss. 1-86.

Bekaert, Geert ve Campbell R. Harvey, "Capital Flows and The Behavior of Emerging Market Equity Returns", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No: 6669, July 1998, ss. 1-77

Bernanke, Ben S. ve Mark Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission" **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 9, No. 4, Autumn 1995, ss. 27-48.

Bernanke, Ben S., Cara S. Lown ve Benjamin M. Friedman, "The Credit Crunch", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.1991, No.2, 1991, ss. 205-247.

Berument, Hakan ve N. Nergiz Dincer. "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? : The Turkish Experience" **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 40, No. 4, 2004, ss. 20-32.

Bird, Graham ve Dane Rowlands "Do IMF Programmes Have a Catalytic Effect on Other International Capital Flows?" **Oxford Development Studies**, Vol. 30, Issue. 3, 2002, ss. 229-249.

Blomström, Magnus, Robert E. Lipsey ve Mario Zejan, "What Explains Developing Countries Growth?", **National Bureau of Economic Research (NBER)**, Working Paper No. 4132, August 1992, ss. 1-31.

Boivin, Jean, Michael T. Kiley ve Frederic S. Mishkin, "How Has the Monetary Transmission Mechanism evolved Over Time?", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 15879, April 2010, ss. 1-88.

Borensztein, Eduardo, Jose De Gregorio ve Jong-Wha Lee. "How does foreign direct investment affect economic growth?" **Journal of international Economics**, Vol. 45, Issue.1, June 1998, ss. 115-135.

Brennan, Michael J. ve H. Henry Cao. "International Portfolio Investment Flows." **The Journal of Finance**, Vol. 52, Issue. 5, 1997, ss. 1851-1880.

Büyükakın, Figen, Vedat Cengiz ve Armağan Türk, "Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye'de Döviz Kuru Kanalının VAR Analizi", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:24, Sayı:1, 2009, ss. 171-198.

Büyükakın, Tahir ve Cemil Erarslan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı. 8, 2004/2, ss. 18-37.

Büyükkarabacak, Berrak ve Neven T. Valev. "The Role of Household and Business Credit in Banking Crises" **Journal of Banking & Finance**, Vol. 34, Issue. 6, June 2010, ss. 1247-1256

Cambazoğlu, Birgül ve Hacer Simay Karaalp, "Parasal Aktarım Mekanizması Döviz Kuru Kanalı: Türkiye Örneği", **Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniveristesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 19 Sayı. 2, 2012, ss. 53-66.

Cass, David, "Optimum Growth in An Aggregative Model of Capital Accumulation." **The Review Of Economic Studies** Vol. 32, No.3, July 1965, ss. 233-240

Cecchetti, Stephen G., "Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 77, No. 3, May/June 1995, ss. 83-97.

Choong, Chee-Keong, Ahmad Zubaidi Baharumshah, Zulkornain Yusop ve Muzafar Shah Habibullah, "Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis" **Japan and The World Economy**, Vol.22, Issue.2, March 2010, ss. 107-117.

Chowdhury, Abdur, "External Debt and Growth in Developing Countries: A Sensitivity and Causal Analysis", **United Nations University-World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER)**, WIDER-Discussion Papers, No. 95, 2001, ss. 1-16.

Chowdhury, Ibrahim, Mathias Hoffmann ve Andreas Schabert, "Inflation Dynamics and the Cost Channel of Monetary Transmission", **European Economic Review**, Vol. 50, Issue. 4, May 2006, ss. 995-1016.

Cifter, Atilla ve Alper Ozun, "The Monetary Transmission Mechanism in the New Economy: Evidence from Turkey (1997-2006)" **South East European Journal of Economics and Business,** Vol.2, Issue.1, April 2007, ss. 15-24.

Cinsel, Emek Aslı, "Türkiye'de Döviz Rezervleri Yeterli mi?", **Mehmet Akif Ersoy Üniverisetisi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 7, Sayı 12, Güz 2015, ss. 131-144.

Claessens, Stijn, Michael P. Dooley ve Andrew Warner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", **The World Bank Economic Review**, Vol. 9, Issue. 1, January 1995, ss. 153-174.

Clements, Benedict J., Rina Bhattacharya ve Toan Quoc Nguyen. "External Debt, Public İnvestment, and Growth in Low-Income Countries", **International Monetary Fund**, Working Paper No. 3-249, 2003, ss. 1-24.

Cohen, Daniel ve Jeffrey Sachs, "Growth and External Debt Under Risk of Debt Repudiation", **European Economic Review**, Vol.30, Issue.3, June 1986, ss. 529-560.

Cohen, Daniel, "Large External Debt and (Slow) Domestic Growth A Theoretical Analysis", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.19, Issue.5-7, July-September 1995, ss. 1141-1163.

Çakmak, Umut. "Kriz modelleri çerçevesinde Türkiye 2001 finansal krizinin değerlendirilmesi." **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 9, Sayı.1, 2007, ss. 81-101.

Çan, Hande ve Meltem O. Dinçsoy, "Kırılganlık Göstergeleri ve Kırılgan Beşli Ülkeleri Üzerine Bir İnceleme", **Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi**, Yıl.4, Sayı.22, Mart 2016, ss. 199-217.

Çatik, Abdurrahman Nazif ve Mehmet Karaçuka "The Bank Lending Channel in Turkey: Has It Changed After The Low-Inflation Regime?" **Applied Economics Letters,** Vol.19, Issue.13, 2012, ss. 1237-1242.

de Carvalho, Fabia A. ve Marcos R. Castro. "Foreign capital flows, credit growth and macroprudential policy in a DSGE model with traditional and matter-of-fact financial frictions." **Central Bank of Brazil Working Papers**, No. 387, May 2015, ss. 1-99.

De Mello, Luiz R., "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey" **The Journal of Development Studies**, Vol. 34, Issue. 1, October 1997, ss. 1-34.

De Mello, Luiz R., "Foreign Direct Investment-Led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data." **Oxford Economic Papers**, Vol. 51, Issue. 1, January 1999, ss. 133-151.

Demiralp, Selva, "Parasal Aktarım Mekanizmasında Para'nın Yeri: Türkiye için bir Analiz", **İktisat, İşletme ve Finans**, Cilt. 23, Sayı.264, Mart 2008, ss. 5-20.

Demirgüç-Kunt, Asli ve Enrica Detragiache. "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries" **IMF Staff Papers**, Vol. 45, No. 1, March 1998, ss. 81-109.

Desai, Mihir A., C. Fritz Foley ve James R. Hines Jr, "Foreign Direct Investment and The Domestic Capital Stock", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 11075, January 2005, ss. 1-14.

Diamond, Peter A., "National Debt in a Neoclassical Growth Model", **The American Economic Review**, Vol.55, No.5, December 1965, ss. 1126-1150.

Dinçsoy, Enver Erdinç, "The Spatial Dimension of Development: Entrepreneurship Analysis of NUTS Level-3 TR212 Regıon 1." **IIB International Refereed Academic Social Sciences Journal**, Vol. 6, Issue.20, 2015, ss. 83-107.

Dinçsoy, Meltem O., "Can ICT Economically Catalyze a Regional GDP Per Capita Convergence? A Case Study of Major East Asian Countries" **岡山大学大学院文化科学研究「北東アジア経済研究**, No.7, 2009, ss. 45-63.

Dowling, John Malcolm ve Ulrich Hiemenz. "Aid, savings, and growth in the Asian region." **The Developing Economies**, Vol. 21, Issue. 1, March 1983, ss. 3-13.

Duca, John V., "Credit Availability, Bank Consumer Lending, and Consumer Durables", **Federal Reserve Bank of Dallas Working Papers**, Working Paper 95-14, Dallas, 1995, ss. 1-36.

Durham, J. Benson, "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending, and Economic Growth", **FRD International Finance Discussion Papers,** No. 757, February 2003, ss. 1-33.

Ersel, Hasan ve Fatih Özatay, "Inflation Targeting in Turkey" **Economic Reserch Forum**, Working Paper 445, October, 2008. ss. 1-22.

Esen, Oğuz "Financial Openness in Turkey", **International Review of Applied Economics**, Vol. 14, No. 1, 2000, ss. 5-23.

Fazzari, Steven M. ve Bruce C. Petersen, “Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints”, **The RAND Journal of Economics**, Vol. 24, No. 3, Autumn 1993, ss. 328-342.

Feldstein, Martin ve Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows." **The Economic Journal**, Vol. 90, June 1980, ss. 314-329.

Findlay, Ronald, "Relative Backwardness, Direct Foreign İnvestment, and The Transfer of Technology: A Simple Dynamic Model." **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 92, No.1, February 1978, ss. 1-16.

Friedman, Thomas L., “DOScapital”, **Foreign Policy**, No. 116, Autumn 1999, ss. 110-116

Fry, Maxwell J., "Saving, Investment, Growth and The Cost of Financial Repression." **World Development**, Vol. 8, Issue. 4, April 1980, ss. 317-327.

Gabriele, Alberto, Korkut Baratav ve Ashok Parikh, "Instability and Volatility of Capital Flows to Developing Countries" **The World Economy**, Vol. 23, Issue. 8, August 2000, ss. 1031-1056.

Gertler, Mark ve Simon Gilchrist, “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 95, No. 1, March 1993, ss. 43-64.

Gilchrist, Simon ve Charles P. Himmelberg, “Evidence on the role of cash flow for investment”, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 36, Issue. 3, December 1995, ss. 541-572.

Giovannini, Alberto, "Saving and The Real Interest Rate in LDCs." **Journal of Development Economics**, Vol. 18, Issue. 2-3, August 1985, ss. 197-217.

Goodfriend, Marvin, “The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets, A Comment” **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol. 42, June 1995, ss. 197-202.

Griffin, Keith B. ve John L. Enos. "Foreign Assistance: Objectives and Consequences." **Economic Development and Cultural Change**, Vol.18, Issue. 3, April 1970, ss. 313-327.

Guo, Kai ve Vahram Stepanyan “Determinants of bank credit in emerging market economies”. **IMF Working Papers**, No. 11-51, March 2011, ss. 1-20.

Hahm, Joon-Ho, Frederic S. Mishkin, Hyun Song Shin ve Kwanho Shin, “Macroprudential Policies in Open Emerging Economies”, **National Bureau of Economic Research Working Papers**, No. 17780, January 2012, ss. 1-60.

Hall, Simon, “Credit Channel Effects in the Monetary Transmission Mechanism”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, Winter 2001, November 2001, s. 442-448.

Hansen, Henrik ve Søren Johansen. "Some Tests for Parameter Constancy in Cointegrated VAR-Models" **The Econometrics Journal**, Vol.2, No.2, 1999, ss. 306-333.

Hermes, Niels ve Robert Lensink. "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth" **The Journal of Development Studies**, Vol. 40, Issue. 1, October 2003, ss. 142-163.

Irandoust, Manuchehr ve Johan Ericsson. "Foreign aid, domestic savings, and growth in LDCs: An application of likelihood-based panel cointegration." **Economic Modelling**, Vol. 22, Issue.4, July 2005, ss. 616-627.

Ireland, Peter N., "The Monetary Transmission Mechanism" **Federal Reserve Bank of Boston Working Paper Series**, No. 06-1, 2006, ss. 1-13.

Islam, Anisul, "Foreign aid and economic growth: an econometric study of Bangladesh." **Applied Economics**, Vol. 24, Issue. 5, May 1992, ss. 541-544.

İnan, Emre Alpan, "Parasal Aktarım Mekanizmasının Kredi Kanalı ve Türkiye", **Bankacılar Dergisi**, Sayı.39, Aralık 2001, ss. 3-19.

İzmen, Ümit ve Kamil Yilmaz. "Turkey's Recent Trade and Foreign Direct Investment Performance", **TÜSİAD-KOÇ University Economic Research Forum**, Working Paper 0902, March 2009, ss. 1-30

Kaplan, Steven N. ve Luigi Zingales, "Do Investment-Cash Flow Sensivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 112, No. 1, February 1997, ss. 169-215.

Kara, A. Hakan, "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", **TCMB, Çalışma Tebliği**, No. 12/17, Haziran 2012, ss. 1-25.

Kara, Hakan ve Fethi Öğünç. "Inflation targeting and exchange rate pass-through: the Turkish experience." **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 44, Issue.6, November-December 2008, ss. 52-66.

Karaçor, Zeynep, "Öğrenen Ekonomi Türkiye: Kasım 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri" **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Vol.16, 2006, ss. 379-391.

Karasoy, Almila, Kürşat Kunter ve Vuslat Us, "Monetary Transmission Mechanism in Turkey Under Free Float Using a Small-Scale Macroeconomic Model", **Economic Modelling**, Vol.22, Issue.6, December 2005, ss. 1064-1073.

Kashyap, Anil K. ve Jeremy C. Stein, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol. 42, June 1995, ss. 151-195.

Kaufmann, Sylvia ve Johann Scharler, "Financial systems and the cost channel transmission of monetary policy shocks", **Economic Modelling**, Vol. 26, Issue. 1, January 2009, ss. 40-46.

Kılınç, Zübeyir, Hatice Gökce Karasoy ve Eray Yücel "Non-core Liabilities and Credit Growth" **Central Bank of the Republik of Turkey**, Working Paper No. 13/24, 2013, ss. 1-12

Kibritçioglu, Aykut, "Monitoring Banking Sector Fragility", **The Arab Bank Review**, Vol.5, No.2, October 2003, ss. 51-66.

Kohler, Marion, Erik Britton ve Tony Yates, "Trade Credit and The Monetary Transmission Mechanism", **Bank of England Working Papers,** No.115, 2000, ss. 1-25.

Krueger, Anne O., "Debt, Capital Flows, and LDC Growth", **The American Economic Review**, Vol.77, No.2, May 1987, ss. 159-164.

Krugman, Paul, "Saving Asia: It's Time To Get Radical" **Fortune Magazine**, Vol. 138, Issue. 5, 7 September 1998, ss. 74-81

Krugman, Paul, "A letter to Malaysia's prime minister". **Fortune Magazine**, Vol. 138, Issue. 6, 28 September 1998, ss. 35-36

Kwok, Helen, "The Effect of Cash Flow Statement Format on Lenders' Decision", **The International Journal of Accounting**, Vol. 37, Issue 3, 2002, ss. 347-362.

Lane, Philip R. ve Peter McQuade, " Domestic credit growth and international capital flows", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol.116, Issue. 1, January 2014, ss. 218-252.

Lensink, Robert ve Oliver Morrissey "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility and Growth in Developing Countries", **Centre for Research in Economic Development and Growth (CREDIT)**, Research Paper No. 01/06, 2001, ss. 1-31.

Levy, Victor, "Aid and growth in Sub-Saharan Africa: The recent experience." **European Economic Review,** Vol.32, Issue.9, November 1988, ss. 1777-1795.

Li, Victor E., "Household Credit and The Monetary Transmission Mechanism" **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 32, No. 3, Part 1, August 2000, ss. 335-356.

Li, Xiaoying ve Xiaming Liu. "Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship" **World Development,** Vol. 33, Issue. 3, March 2005, ss. 393-407.

Lin, Shuanglin ve Kim Sosin. "Foreign Debt and Economic Growth", **Economics of Transition**, Vol.9, Issue.3, 2001, ss. 635-655.

Ludvigson, Sydney, Charles Steindel ve Martin Lettau, "Monetary Policy Transmission Through The Consumption – Wealth Channel", **FRBNY Economic Policy Review**, May 2002, ss. 117-133.

Makki, Shiva S. ve Agapi Somwaru. "Impact of Foreign Direct Investment and Trade on Economic Growth: Evidence from Developing Countries" **American Journal of Agricultural Economics**, Vol. 86, Issue. 3, August 2004, ss. 795-801.

Markusen, James R. ve Anthony J. Venables. "Foreign Direct Investment as A Catalyst for Industrial Development." **European Economic Review**, Vol. 43, Issue. 2, February 1999, ss. 335-356.

Marwah, Kanta ve Akbar Tavakoli. "The Effect of Foreign Capital and Imports on Economic Growth: Further Evidence from Four Asian Countries (1970–1998)." **Journal of Asian Economics**, Vol. 15, Issue. 2, April 2004, ss. 399-413.

McKinnon, Ronald I. ve Huw Pill, "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing" **The American Economic Review,** Vol. 87, No. 2, May 1997, ss. 189-193.

Milesi-Ferretti, Gian Maria ve Assaf Razin, "Persistent Current Account Deficits: a Warning Signal?", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.1, Issue.3, July 1996, ss. 161-181.

Mishkin, Frederic S., "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 10646, Jully 2004, ss. 1-34.

Mishkin, Frederic S., "Housing and The Monetary Transmission Mechanism", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 13518, Cambridge, October 2007, s. 1-54.

Mishkin, Frederic S., "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.9, No.4, Autumn, 1995, ss. 3-10.

Mishkin, Frederic S., "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 5464, Cambridge, February 1996, s. 1-27.

Mishkin, Frederic S., "The Household Balance Sheet and The Great Depression", **The Journal of Economic History**, Vol. 38 No. 4, December 1978, ss. 918-937.

Mishkin, Frederic S., "The Transmission Mechanism and The Role of Asset Prices in Monetary Policy", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 8617, December 2001, ss.1-21.

Modigliani, Franco ve Robert J. Shiller, "Inflation, Rational Expectations and The Term Structure of Interest Rates", **Economica, N.S.** , Vol. 40, No. 157, February 1973, ss. 12-43.

Modigliani, Franco, "Long-run implications of alternative fiscal policies and the burden of the national debt", **The Economic Journal**, Vol.71, No.284, December 1961, ss. 730-755.

Modigliani, Franco, "Monetary Policy and Consumption", **Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages**, Conference Series No. 5, Massachusetts: Federal Reserve Bank of Boston, June 1971, ss. 9-84.

Mody, Ashoka ve Antu Panini Murshid, "Growing up with capital flows" **Journal of International Economics**, Vol. 65, Issue. 1, January 2005, ss. 249-266.

Nair-Reichert, Usha ve Diana Weinhold. "Causality Tests for Cross-Country Panels: a New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries." **Oxford Bulletin Of Economics And Statistics**, Vol. 63, Issue. 2, May 2001, s. 153-171.

Obstfeld, Maurice ve Kenneth Rogoff, "Risk and Exchange Rate", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 6694, August 1998, ss. 1-49

Obstfeld, Maurice, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper 6559, May 1998, ss. 1-39.

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh ve Alan M. Taylor. "Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves" **American Economic Journal: Macroeconomics**, Vol. 2, Issue. 2, April 2010, ss. 57-94.

Oktar, Suat, Nadir Eroğlu ve İlhan Eroğlu, "2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 35, Sayı 2, 2013, ss. 1-28.

Oliner, Stephen D. ve Glenn D. Rudebusch, "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?", **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review**, No. 1, 1996, ss. 3-13.

Ongan, Serdar. "The sustainability of current account deficits and tourism receipts in Turkey." **The International Trade Journal**, Vol. 22, No. 1, 2008, ss. 39-62.

Örnek, İbrahim, "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği." **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt 63, Sayı 2, 2008, ss. 199-217.

Örnek, İbrahim, "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişi", **Maliye Dergisi**, Sayı: 156, Ocak-Haziran 2009, ss. 104-125.

Ötker-Robe, İnci, Zbigniew Polanski, Barry Topf ve David Vavra, "Coping with Capital İnflows: Experiences of Selected European Countries", **Monetary and Capital Markets Department, IMF Working Paper,** No. 07/190, July 2007, ss. 1-44.

Özata, Erkan, "Sustainability of Current Account Deficit with High Oil Prices: Evidence From Turkey." **International Journal of Economic Sciences**, Vol.3, No.2 2014, ss. 71- 88.

Özcan, Burcu ve Oğuzhan Özçelebi, "İhracata Dayalı Büyüme Hipotezi Türkiye İçin Geçerli Mi?" **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 20, Sayı:1, 2013, s. 1-14.

Özçiçek, Ömer, "Türkiye'de 1980 Sonrası Para Aktarım Mekanizmasında Kredi Kanalının Yeri", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt. 15, Sayı. 1, 2006, ss. 257-268.

Özgen, Ferhat Başkan ve Bülent Güloğlu, "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi", **METU Studies in Development**, Vol. 31, No. 1, June 2004, ss. 93-114.

Papanek, Gustav F., "The effect of aid and other resource transfers on savings and growth in less developed countries." **The Economic Journal**, Vol. 82, Issue. 327, September 1972, ss. 934-950.

Pattillo, Catherine, Helene Poirson ve Luca A. Ricci. "What are The Channels Through Which External Debt Affects Growth?", **International Monetary Fund**, Working Paper No. 4-15, 2004, ss. 1-33.

Pattillo, Catherine, Helene Poirson ve Luca Antonio Ricci, "External Debt and Growth." **Review of Economics and Institutions**, Vol.2, No.3, Fall, 2011, ss. 1-30.

Polat, Özgür, "Sustainability of the Current Account Deficit in Turkey", **African Journal of Business Management**, Vol. 5, No. 2, January 2011, ss. 577-581.

Praduma, B. R. ve J. Malcolm Dowling Jr, "The Impact of Foreign Capital and Growth: Evidences From Asian Developing Countries." **The Developing Economies**, Vol.26, Issue. 1, March 1988, ss. 3-11.

Ramsey, Frank Plumpton, "A mathematical theory of saving." **The Economic Journal,** Vol. 38, No. 152, December 1928, ss. 543-559

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt", **The American Economic Review**, Vol.100, No. 2, May 2010, ss. 573-578.

Reisen, Helmut ve Marcelo Soto, "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", **International Finance**, Vol.4, Issue.1, Spring, 2001, ss. 1-14

Rey, Hélène, "International Channels of Transmission of Monetary Policy and The Mundellian Trilemma" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 21852, 2016, ss. 1-41.

Rodrik, Dani ve Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows" **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 7364, September 1999, ss. 1-44.

Rodrik, Dani, "Symposium on globalization in perspective: an introduction", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 12, No: 4, Autumn 1998, ss. 3-8

Samuelson, Paul A., "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without The Social Contrivance of Money", **Journal of Political Economy**, Vol.66, No.6, December 1958, ss. 467-482.

Sarıkaya, Çağrı, Fethi Öğünç, Dilara Ece, Hakan Kara ve Ümit Özlale, "Estimating output gap for the Turkish economy", **Central Bank of the Republik of Turkey, Research Department Working Paper**, No. 05/03, February 2005, ss. 1-30.

Savrul, B. Kılınç, Halil Özekicioğlu ve Hasan A. Özel, "Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin Tarihsel Gelişimi." **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı.38, Ekim 2013, ss. 227-237.

Schmidt-Hebbel, Klaus, Steven B. Webb ve Giancarlo Corsetti "Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence" **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, September 1992, ss. 529-547.

Seyidoğlu, Halil, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, Temmuz 2003, ss. 141-156.

Seyrek, İsmail, Mehmet Duman ve Murat Sarıkaya, "Parasal Aktarım Mekanizması ve Para Politikası Aracı: Türkiye'de Aktarım Mekanizması", **Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt.5, Sayı.1, 2004, ss. 201-212.

Shin, Hyun Song ve Kwanho Shin, "Procyclicality and Monetary Aggregates", **National Bureau of Economic Research Working Papers,** No. 16836, February 2011, ss. 1-27.

Singh, Ajit ve Bruce A. Weisse, "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital Flows and Long-Term Economie Growth: Micro and Macroeconomic Perspectives", **World Development**, Vol.26, Issue.4, April 1998, ss. 607-622.

Soto, Marcelo, "Capital Flows and Growth in Developing Countries", **OECD Development Center**, Working Paper No. 160, July 2000, ss. 1-31.

Stiglitz, Joseph E., "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability" **World Development**, Vol.28, Issue.6, June 2000, ss. 1075-1086.

Susam, Nazan ve Ufuk Bakkal, "Kriz Süreci Makro Değişkenleri ve 2009 Bütçe Büyüklüklerini Nasıl Etkileyecek?" **Maliye Dergisi**, Sayı 155, Temmuz-Aralık 2008, ss. 72-88.

Svensson, Lars E.O., "Open-Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, Vol. 50, Issue. 1, February 2000, ss. 155-183.

Şahin, Afşin ve Göktüğ Şahin, "An Overview on the Exchange Rate and Liability Dolarization in Turkey" **The International Journal of Applied Economics and Finance**, Vol.8, No.3, 2014, ss. 62-81.

Şahinbeyoğlu, Gülbin, "Monetary Transmission Mechanism: A View From a High Inflationary Environment", **The Central Bank of the Republik of Turkey, Research Department Discussion Paper**, No.2001/1, 2001, ss. 1-40.

Şimşek, Hayal Ayça, "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme." **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 13, Sayı 1, 2008, ss. 183-208.

Şiriner, İsmail ve Yılmaz Doğru, "Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamikleri Üzerine Bir Değerlendire", **Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt. 3, Sayı. 2, 2005, ss. 162-182.

Tarı, Recep ve Hilal Bozkurt, "Türkiye'de İstikrarsız Büyümenin Var Modelleri İle Analizi (1991.1-2004.3)" [Elektronik Versiyon] **Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi**, Sayı: 4, 2006, ss. 1-16.

Taşar, M. Okan, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Makro Ekonomik Etkilerinin Analizi", **Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt.3, Sayı.1, 2010, ss. 76-97.

Taylor, John B., "The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules", **Central Bank of Chile Working Paper**s, No: 87, December 2000, ss. 1-31

te Kaat, Daniel Marcel, "International Capital Flows and the Allocation of Credit Across Firms", **Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2016: Demographischer Wandel** - Session: International Capital Flows, No. F16-V1, 2016, ss. 1-49.

Tobin, James, "A General Equlibrium Aproach to Monetary Theory", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 1, No. 1, February 1969, ss. 15-29.

Ülgen, Gülden, "Yabancı Sermayenin İstihdam Üzerine Etkileri." **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt.20, Sayı.1, 2005, ss. 35-48.

Voyvoda, Ebru ve Erinç Yeldan. "Türkiye Ekonomisi için Kriz Sonrası Alternatif Uyum Stratejileri" **İşletme ve Finans Dergisi**, Cilt.17, Sayı.200, Kasım 2002, ss. 18-28.

Weisskopf, Thomas E., "The Impact of Foreign Capital Inflow on Domestic Savings in Underdeveloped Countries" **Journal of International Economics**, Vol. 2, Issue. 1, February 1972, ss. 25-38.

Xu, Bin, "Multinational Enterprises, Technology Diffusion, and Host Country Productivity Growth." **Journal of Development Economics**, Vol. 62, Issue. 2, August 2000, ss. 477-493.

Yentürk, Nurhan, "Short-Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in The 1990s", **The Developing Economies**, Vol.37, Issue.1, March 1999, ss. 89-113.

Yılmaz, Ahmet ve Ali Arı, "Gevşek Parasal Göstergeler Ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında, Enflasyonla Mücadele: 2001-2011 Türkiye Deneyimi", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 34, Sayı 1, 2013, ss. 11-31.

Yılmaz, Engin ve Bora Süslü, "Turkish Non-Core Bank Liabilities", **South-Eastern Europe Journal of Economics**, Vil.1, April 2016, ss. 75-92.

Zerenler, Muammer, "Devletin Dış Borçlanmasının Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri." **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı. 5, 2003, ss. 186-214.

Diğer Yayınlar

BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı 20, Aralık 2010

BDDK, **Finansal Piyasalar Raporu**, Sayı 27, Eylül 2012

BDDK, **Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri,** Aralık 2016

BloombergHT, *Türkiye'nin Kredi Notu Karnesi*, 26 Eylül 2016, http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1922415-turkiyenin-kredi-notu-karnesi (2 Temmuz 2017)

BusinessHT, *Türkiye Ekonomisinin Büyümesini Hanehalkı Sırtladı*, 31.03.2017, http://www.businessht.com.tr/ekonomi/haber/1445295-turkiye-ekonomisi-2016-yilinda-ne-kadar-buyudu (28 Nisan 2017)

Celasun, Merih, "2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değrlendirme", 2002, http://content.csbs.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/i053.pdf (12.6.2017)

ECB, https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.en.html (28.04.2017)

Eidgenössische Technische Hochschule (ETH-Zürich), KOF Index of Globalization, http://globalization.kof.ethz.ch/ (06 Haziran 2017)

Ekonomi Bakanlığı, **Uluslararası Doğrudan Yatırım Verileri Bülteni**, Teşvik Uygulama ve Yabancı Sermaye Müdürlüğü, Şubat 2017

Fischer, Stanley, "The IMF and The Asian Crisis.", **IMF**, (20 March 1998), https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp032098 (2.8.2016)

Hazine Müsteşarlığı, Ekonomik Göstergeler, https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=249&cid=26 (29.04.2017)

Hazine Müsteşarlığı, Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü, "**Yabancı Sermaye Raporu 2002**", Şubat 2003

http://www.global-rates.com (02 Mayıs 2017)

Hwa, Tng Boon, Mala Raghavan ve Teh Tian Huey, "Macroekonomic Surveillance of Portfolio Flows and its Real Effects: Malaysia's Experience", **8TH IFC "Conference on Statistical Implications of the new Financial Landscape"**, Basel: Bank of International Sattlements, 8-9 September 2016

IMF, "Turkey: Financial System Stability Assessment", **IMF Country Report No. 07/361**, Washington, November 2007

IMF, "Turkey: Financial System Stability Assessment", **IMF Country Report No. 12/261**, Washington, September 2012

IMF, Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, February 2011, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf (2.8.2016)

İnan, Ercan, "Bir yastıktan çıkan soru: tasarruf oranı Türkiye'de gerçekten çok mu düşük?", 29 Kasım 2011, http://www.gazetevatan.com/ercan-inan-414330-yazar-yazisi-bir-yastiktan-cikan-soru--tasarruf-orani-turkiye-de-gercekten-cok-mu-dusuk-/ (15.01.2016)

İTO, "Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımları", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Şubesi Bülteni**, 16 Kasım 2006, http://www.ito.org.tr/itoyayin/0025097.pdf (28.3.2017)

Kalkınma Bakanlığı, "Onuncu Kalkınma Planı: 2016 yılı Programı", http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/680/2016_Program%C4%B1.pdf (19 Nisan 2017)

Kara, Hakan, ve Musa Orak. "Enflasyon Hedeflemesi." TCMB, **Ekonomik Tartışmalar Konferansı**, 2008, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5b866de6-5523-4f31-82b9-f39a4f8bd4eb/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES(20.04.2017)

Keynes, John M., **The Economic Consequences of The Peace,** Cambridge**,** 1919, http://files.libertyfund.org/files/303/0550_Bk.pdf (22 Şubat 2015)

Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2015**, Ocak 2016

Maliye Bakanlığı, **Yıllık Ekonomik Rapor 2016**, 2016

Raghavan, Mala, Amy Churchill ve Jing Tian, "The Effects of Portfolio Capital Flows and Domestic Credit on the Australian Economy" 30 May 2014, Tasmanian Scool of Business and Economics, University of Tasmania, https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=ESAMACE2014&paper_id=336 (25 Haziran 2017)

SPK, http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=0, (20.02.2016)

TBB, "Uluslararası Karşılaştırmalar İtibariyle Bankacılık Sektörü", Araştırma ve Sunumlar, Ocak 2017, https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/7422/Uluslararasi_Karsilastirmalar_Itibariyle_Bankacilik_Sektoru_120117.pdf (28 Haziran 2017)

TCMB, "Merkez Bankası Bağımsızlığı" 2012, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ad2e20a-6e8a-4282-809f-b1da6d0b9c72/01.pdf?MOD=AJPERES (21.04.2017)

TCMB, "Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/fc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6/program+%281%29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACEfc5a4a1a-63d9-4de3-bb8b-d56a61409df6 (21.04.2017)

TCMB, **Finansal Hesaplar Raporu**, 2016-II

TCMB, **Finansal Hesaplar Raporu**, 2017-I

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı 18, Mayıs 2014

TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, Sayı 24, Mayıs 2017

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2005-IV

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2006-I

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2008-IV

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, 2010-IV

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu,** 2015-IV

TCMB, **Ödemeler Dengesi Raporu**, Aralık 2002

TCMB, **Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu Raporu**, 2016-IV

TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, Sayı 2011-44, 4 Ağustos 2011

TCMB, **Para Politikası Kurulu Kararı**, Sayı 2014-07, 28 Ocak 2014

TCMB, Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu, Sayı 2011-55, 12 Eylül 2011, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ccff4a1e-9f34-4e6a-bb20-1a4397f52a35/DUY2011-55.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-ccff4a1e-9f34-4e6a-bb20-1a4397f52a35-kHKalRE (01.07.2017)

TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, Sayı 2015-19, 10 Mart 2015

TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, Sayı 2015-55, 29 Ağustos 2015

TÜİK, http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540 (19 Nisan 2017)

UNCTAD, Veri tabanı: http://unctadstat.unctad.org (10.07.2017)

www.dunya.com, Merkez Bankası "Finansal Hesaplar Raporu"nu Yayınladı, 20 Ocak 2017, https://www.dunya.com/finans/haberler/merkez-bankasi-finansal-hesaplar-raporunu-yayinladi-haberi-346614 (22 Haziran 2017)

Yeldan, A. Erinc, "On the IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or A Recipe for Impoverishment and Financial Chaos?", Bilkent University, (September 2001), http://www.networkideas.org/featart/dec2001/Erinc_Yeldan.pdf (12.6.2017)

Yükseler, Zafer, "2009 Referans Yıllı Yeni Milli Gelir Serisi ve Analizi", TCMB, 7 Şubat 2017 https://www.researchgate.net/profile/Zafer_Yuekseler/publication/313419893_2009_Referans_Yilli_Yeni_Milli_Gelir_Serisi_ve_Analizi/links/5899d1c7a6fdcc32dbdea214/2009-Referans-Yilli-Yeni-Milli-Gelir-Serisi-ve-Analizi.pdf (15 Haziran 2017)