

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

2001 YILI SONRASINDA TÜRKİYE'DE
UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ KISA
VADELİ YABANCI KAYNAĞA OLAN ETKİSİ

TOLGAHAN AYDEMİR
2501170328

TEZ DANIŞMANI
DR. ÖĞR. ÜYESİ SİNEM KUTLU HORVATH

İSTANBUL, 2019

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ PROGRAMI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**2001 YILI SONRASINDA TÜRKİYE'DE
UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ KISA
VADELİ YABANCI KAYNAĞA OLAN ETKİSİ**

**TOLGAHAN AYDEMİR
2501170328**

**TEZ DANIŞMANI
DR. ÖĞR. ÜYESİ SİNEM KUTLU HORVATH**

İSTANBUL, 2019



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : TOLGAHAN AYDEMİR Numarası : 2501170328
Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İKTİSAT TEORİSİ Danışmanı : DR. ÖĞR. ÜYESİ SİNEM KUTLU
HORVATH
Tez Savunma Tarihi : 16.12.2019 Saati : 11.00
Tez Başlığı : 2001 YILI SONRASINDA TÜRKİYE'DE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ KISA
VADELİ YABANCI KAYNAĞA OLAN ETKİSİ.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış,
sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜYESİ SİNEM KUTLU HORVATH		Kabul
2- DR. ÖĞR. ÜYESİ İPEK MELAHAT YURTTAGÜLER		Kabul
3- DR. ÖĞR. ÜYESİ TAHA EĞRİ		Kabul

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DR. ÖĞR. ÜYESİ İREM YALKI BERKER		
2- DR. ÖĞR. ÜYESİ HÜLYA DENİZ KARAKOYUN		

ÖZ

2001 YILI SONRASINDA TÜRKİYE'DE UYGULANAN FAİZ POLİTİKALARININ KISA VADELİ YABANCI KAYNAĞA OLAN ETKİSİ

TOLGAHAN AYDEMİR

Ulusal sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve gelişmesi ile birlikte tasarruf sahiplerinin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları oldukça kolay bir hale gelmiştir. Bunun yanında teknolojik gelişmeler, haberleşme imkanlarının artması, bilgiye ulaşmadaki sınırların ortadan kalkması, para ve sermaye piyasaları arasındaki koordinasyonun artması gibi unsurlar bu süreci beslemiştir. Yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar, portföy çeşitlendirme ve yüksek getirilerden yararlanmak amacı ile başka ülkelerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelere yatırımlarını artırmışlar ve genel olarak bu ülkelere kısa vadeli sermaye hareketleri yaratmaya başlamışlardır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönelimini belirleyen unsurların başında yatırımcının karlılık analizleri yer almaktadır. Kârlı piyasaları rakiplerinden önce belirleyebilmek, bir yatırımcının en önemli amaçları arasındadır. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkeler, sıcak para yatırımcısının dikkatini çekmek için yüksek faiz olanağı tanımaktadır. Yatırımcının geliri, yatırım yapılan ülkede bulunan faiz haddi arttıkça artacak, ülkede devalüasyon yaşanması durumunda da düşecektir.

Araştırmada faiz politikalarının kısa vadeli yabancı kaynağa etkisi değerlendirilmiştir. 2005Q4-2019Q01 dönemi mevsimsel verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından sunulan Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden ve Federal Rezerv Bankası'ndan derlenmiştir. Araştırma kapsamında iki model sınanmış olup; bu modellerin ilkinde USD üzerinde kısa vadeli açılan mevduatlar faizi üzerinde aktarım mekanizması ve ikinci modelde söz konusu faiz ile yabancı sermaye hacmi ile olan ilişki analizi yapılmıştır. Bu çalışmada birim kök test sonuçlarını dikkate alarak yöntem olarak ARDL sınır testi, VAR etki tepki fonksiyonları kullanılmıştır.

ARDL sınır testine göre her iki modelde değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ve uzun dönem ilişki mevcuttur. Birinci modele göre kısa dönem yabancı

sermaye hariç değer bütün değişkenlerden gayrisafi yurtiçi hasılaya kısa dönem nedensellik mevcuttur. Aynı şekilde ikinci Model'de kısa dönem yabancı mevduat faizden kısa dönem yabancı sermayeye kısa dönem nedensellik tespit edilmiştir. Uzun dönem analizine gelince; birinci modele göre enflasyon ve kısa dönem yabancı mevduat faiz oranından gayrisafi yurtiçi hasılaya uzun dönem ilişki mevcut değildir.

VAR etki tepki fonksiyonu sonucun da ise hemen hemen aynı sonucu göstermektedir. Yani kısa dönem mevduat faiz oranlarında meydana gelen bir birimlik bir şok kısa dönem yabancı sermaye oranını olumlu yönde etkilemiştir. Bu analizlere göre özet olarak kısa dönem faiz ve para politikası uzun döneme göre daha etkili olarak tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile ekonomi otoriteleri kısa dönem para politikalar ile daha etkin bir şekilde piyasaları kontrol edebilirler.

Anahtar Kelimeler: Faiz, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, finansal serbestleşme.

ABSTRACT

SHORT-TERM IMPACT ON FOREIGN SOURCES OF INTEREST RATE POLICY IMPLEMENTED IN TURKEY AFTER 2001

TOLGAHAN AYDEMİR

With the liberalization and development of national capital markets, it has become quite easy for savings owners to invest in foreign securities. In addition, technological developments, increased communication opportunities, the disappearance of the limits in access to information, increased coordination between money and capital markets, such elements have fed this process. Foreign individual and institutional investors increased their investments in other countries, especially in developing countries, in order to benefit from portfolio diversification and high returns, and started to create short term capital movements in these countries in general.

Investor's profitability analysis is one of the main factors determining the direction of short-term capital movements. Determining profitable markets before their competitors is among the most important objectives of an investor. Therefore, especially developing countries provide high interest rates to attract the attention of hot money investors. The income of the investor will increase as the interest rate increases in the invested country and will decrease in case of devaluation.

In this research, the effect of interest rate policies on short-term liabilities was evaluated. 2005Q4-2019Q01 seasonal period of the data presented by the Central Bank of the Republic of Turkey was compiled from the Electronic Data Dissemination System and the Federal Reserve. Two models were tested within the scope of the research; In the first of these models, the transfer mechanism on the interest rate on short-term deposits on USD and in the second model, the relationship between the said interest and foreign capital volume was analyzed. In this study, ARDL boundary test and VAR effect response functions were used as a method considering unit root test results.

According to ARDL limit test, there is a statistically significant and long term relationship between the variables in both models. According to the first model, there is a short-term causality from all variables excluding gross foreign capital to gross domestic product. Similarly, in the second Model, short-term causality from short-term foreign deposit interest to short-term foreign capital was determined. As for the long-term analysis; According to the first model, there is no long-term relationship from inflation and short-term foreign deposit interest rate to gross domestic product.

The VAR effect response function shows the same result as the result. In other words, a one-unit shock in short-term deposit interest rates affected the short-term foreign capital ratio positively. According to these analyzes, short-term interest and monetary policy were found to be more effective than the long-term. In other words, economic authorities can control the markets more effectively with short-term monetary policies.

Keywords: Interest, short - term foreign capital movements, financial liberalization.

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın başladığım ilk günden bitimine kadar olan bu zorlu süreçte bilgi birikimini ve tecrübelerini benimle paylaşan değerli danışman hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi Sinem KUTLU HORVATH'a ve desteklerini üzerimden eksik etmeyen değerli aileme teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, 2019

Tolgahan Aydemir

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, NEDENLERİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖZELLİKLERİ

1.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI.....	4
1.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ.....	6
1.2.1. Çekici Faktörler.....	6
1.2.2. İtici Faktörler.....	8
1.3. SERMAYE HAREKETLERİ TÜRLERİ	9
1.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	9
1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	10
1.4. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ.....	14
1.4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tüketim ve Yatırım Üzerine Etkisi	15
1.4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkisi	16
1.4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkisi	17
1.4.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuruna Etkisi.....	17
1.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ	19
1.5.1. Doğrudan Kontroller	22
1.5.2. Dolaylı Kontroller	23
1.5.3. Tobin Vergisi	25

İKİNCİ BÖLÜM
FAİZ KAVRAMI, TÜRLERİ, TEORİLERİ VE FAİZİN İKTİSADİ
ETKİLERİ

2.1. FAİZ KAVRAMI.....	27
2.2. FAİZ TÜRLERİ.....	29
2.3. FAİZ TEORİLERİ	32
2.3.1. Klasik Faiz Teorisi	32
2.3.2. Neo-Klasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi	33
2.3.3. Keynesyen Faiz Teorisi.....	35
2.3.4. Neo-Keynesyen Hicks-Hansen Faiz Teorisi	37
2.3.5. Tobin'in Portföy Seçimi Teorisi	38
2.3.6. Marksist Faiz Teorisi.....	39
2.4. FAİZİN İKTİSADİ ETKİLERİ	40
2.4.1. Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi	40
2.4.2. Vergi Gelirleri ve Bütçe Dengesine Etkisi.....	42
2.4.3. Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi	44
2.4.4. Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi.....	46
2.4.5. Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi	48
2.4.6. İşsizlik Üzerindeki Etkisi	49
2.4.7. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi.....	51

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
FAİZ POLİTİKALARININ KISA VADELİ YABANCI KAYNAĞA
ETKİSİNİN ANALİZİ: 2005-2019 TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1. VERİ SETİ.....	53
3.2. EKONOMETRİK ANALİZ	56
3.2.1. Birim Kök Testi	56
3.2.2. ARDL Sınır Testi	59
3.3. BULGULAR	60
3.3.1. Modellerin Deagnostik Analizi	61
3.3.2. ARDL Sınır Testi Katsayılar.....	63

SONUÇ VE ÖNERİLER.....	68
KAYNAKÇA	72

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Sermaye Kontrollerinin Amaçları.....	22
Tablo 2. Veriler ve Elde Edildikleri Kaynaklar	54
Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler	54
Tablo 4. Genişletilmiş Dickey-Fuller ve PP Birim Kök Test Sonucu	58
Tablo 5. ARDL Eşbütünleşme Test Sonuçları.....	61
Tablo 6. Diagnostik Sonuçları	62
Tablo 7. ARDL Kısa Dönem Katsayıları.....	64
Tablo 8. ARDL Kısa Dönem Katsayıları.....	65
Tablo 9. ARDL Uzun Dönem Katsayıları.....	65
Tablo 10. ARDL Uzun Dönem Katsayıları.....	66
Tablo 11. VAR, LM (Otokorelasyon) Testi.....	67

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Klasik Teoride Faizin Oluşumu	33
Şekil 2. Neo-Klasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisinde Faizin Oluşumu	34
Şekil 3. Keynesyen Teoride Faizin Oluşumu.....	36
Şekil 4. Hicks-Hansen Faiz Teorisinde Faizin Oluşumu	38
Şekil 5. Faiz ile Net İhracat Arasındaki İlişki	47
Şekil 6. Faiz ile İşsizlik Arasındaki Aktarım Mekanizması.....	50
Şekil 7. Zaman Serileri.....	55
Şekil 8. VAR Etki-Tepki Fonksiyonları ($f(INV,ii)$).....	66

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ENF	: TÜFE Bazlı Enflasyon (Yıllık % Değişimi)
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden
GDP	: Reel gayri safi yurtiçi hasıla
IBRD	: Dünya Bankası
IMF	: Uluslararası Para Fonu
INV	: Uluslararası Yatırım Pozisyonu: Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar
ii	: 6 Aya Kadar Vadeli (USD Üzerinden Açılan Mevduatlar%)
M2	: M2 Para Arzı
NDK	: Nominal Döviz Kuru
NX	: Net İhracat
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
USD	: Amerikan Doları

GİRİŞ

Ulusal sermaye piyasalarının liberalleşmesi ve gelişmesi ile birlikte tasarruf sahiplerinin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmaları oldukça kolay bir hale gelmiştir. Bunun yanında teknolojik gelişmeler, haberleşme imkanlarının artması, bilgiye ulaşmadaki sınırların ortadan kalkması, para ve sermaye piyasaları arasındaki koordinasyonun artması gibi unsurlar bu süreci beslemiştir. Yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar, portföy çeşitlendirme ve yüksek getirilerden yararlanmak amacı ile başka ülkelerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde yatırımlarını artırmışlardır.

Son yarım yüzyıldır mal hareketlerinden bağımsız, hacim ve etkileri itibariyle giderek artan uluslararası sermaye hareketleri gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin de vazgeçilmez olarak taraf olduğu iktisadi bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. 1970'li yıllara kadar döviz ve altına endeksli bir kur politikasının dünya ticaretine ve sermaye hareketlerine yön verdiği Bretton Woods sisteminin 1971 yılında çökmesinin yanında, iletişim ve bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmelerle beraber finansal piyasalar arasındaki hareketler güçlenmiş ve piyasaların yeni finansal araçlar ile derinleşmesinin sonucunda finansal serbestleşme hızlanmış, gelişmiş ülkelerin fonları dünya ölçeğinde hareket etmeye başlamıştır. 1980'lerde daha yoğun bir şekilde yaşanan finansal serbestleşmeyle birlikte uluslararası sermaye, ülkelerin arasında spekülatif bir biçimde hareket etmiştir. Bu spekülatif hareketlerin sonucunda da finansal serbestleşme sürecinden faydalanmak isteyen gelişmekte olan ülkeler, öngöremedikleri problemlerle karşılaşmıştır. Sermaye hareketleri ve kambiyo rejimlerindeki serbestleşmelerle birlikte gelişmekte olan ülkelerin finansman ihtiyacı karşılanmış, ulusal ekonomilerin finansal yapıları gelişmiş ve derinleşmiştir ancak bu ülkelerin bağımsız bir ekonomi politikası izleme imkanlarına sınırlama gelmiş, dolayısı ile de bu ülkelerin kendilerine has kalkınma ve büyüme hedeflerini belirleme ve uygulama şansı olmamıştır. Her ne kadar gelişmekte olan ülkelerin bu durumdan sermaye açığını giderecek şekilde kazançlı çıkacağı algısı oluşmuşsa da, yabancı yatırımların genelde kısa vadeli olması ve hareket motivasyonunun faiz-kur arbitrajına dayalı olması gelişmekte olan ülkeler için istenilen etkiyi ortaya koyamamıştır. Aksine

kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun bir şekilde ulusal ekonomileri terk etmeleri kriz ortamlarını beraberinde getirmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları kısa vadeli borç olarak da kabul edilebilir. Bu tür bir sermaye akımı, ülkede başta menkul kıymetler borsasına kayıtlı firmalar olmak üzere, bu fonlardan yararlanan tüm kurumların likidite gücünü ve sermayesini güçlendirdiği için bu firma ve kurumların karlılık oranlarını arttırmaktadır. Yüksek karlılık ile birlikte firmaların yatırım kapasitelerinde bir genişleme meydana gelmekte, bu da piyasada istihdam kapasitesini artırmakta ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Ayrıca, bankalara faiz getirisi elde etmek amacıyla gelen fonlar da piyasaya dış borçlanma yerine önemli bir alternatif oluşturmakta, Merkez Bankası'nın elini güçlendirmekte ve döviz piyasasının kontrol altında tutulmasını sağlamaktadır.

Kısa vadeli sermaye, yönelmiş olduğu her ülkede olduğu gibi, Türkiye'de de bir takım makroekonomik etkiler ortaya çıkarmıştır. Kısa vadeli sermaye ilk önce kurlar üzerinde etkili olmuş ve ulusal para, yabancı sermayenin ülkeye giriş yaptığı dönemde aşırı değerlenmiş, buna rağmen yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesinde ise yabancı para karşısında değer yitirmiştir. Kurların arttığı dönemlerde, ithal malların daha önceki dönemlere kıyasla ucuz hale gelmesinden dolayı ithalat artmış, buna rağmen ihracat, ihraç edilen malların daha önceki dönemlere kıyasla pahalı hale gelmesinden dolayı azalmıştır. Bu durum cari işlemler açığının artması, ihracatçı sektörlerin uluslararası rekabet gücünün azalması gibi birtakım olumsuz etkileri ortaya çıkarmıştır. Bu yüzden hem cari açığın finansmanında hem de ithalatın sürdürülebilmesinde yabancı sermayeye olan ihtiyaç ve ekonomik bağımlılık gittikçe artmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönelimini belirleyen unsurların başında yatırımcının karlılık analizleri yer almaktadır. Kârlı piyasaları rakiplerinden önce belirleyebilmek, bir yatırımcının en önemli amaçları arasındadır. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkeler, sıcak para yatırımcısının dikkatini çekmek için yüksek faiz olanağı tanımaktadır. Yatırımcının geliri, yatırım yapılan ülkede bulunan faiz haddi arttıkça artacak, ülkede devalüasyon yaşanması durumunda da düşecektir.

Bu noktadan hareketle hazırlanan araştırmada faiz politikalarının kısa vadeli yabancı kaynağa etkisi değerlendirilmiştir. Araştırmanın birinci b3l3m3nde uluslararası sermaye hareketleri tanımlanmış, bu hareketlere y3n veren çekici ve itici fakt3rler ortaya koyulmuş, kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileri ele alınmıştır. Araştırmanın ikinci b3l3m3nde faiz kavramı ve t3rleri açıklanmış, faiz teorileri tanıtılmış ve faizin iktisadi etkileri ortaya koyulmuştur. Araştırmanın 33nc3 ve son b3l3m3nde ise faiz politikalarının kısa vadeli yabancı kaynağa etkilerini ortaya koymak 3zere yapılan ekonometrik analiz ıktıları sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, NEDENLERİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖZELLİKLERİ

1.1. SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI

Son elli senedir mal hareketlerinden bağımsız olarak, etkisi ve hacmi açısından gittikçe artan uluslararası sermaye hareketleri, hem gelişmiş hem de gelişmemiş ülkeler açısından vazgeçilmez bir iktisadi olgudur. Sermaye hareketleri, II. Dünya Savaşı öncesi ve sonrası olmak üzere iki döneme ayrılmaktadır. Savaştan önceki dönemde uluslararası alanda yapılan işbirliği oldukça azdır ancak savaştan sonra bu işbirliği artmıştır. I. ve II. Dünya Savaşlarının arasındaki dönem zor olduğu için ülkeler, uluslararası ticaretin akışkan olmasını ve bu ticaret sonucunda ortaya çıkacak mali akımları sağlayacak bir sisteme gereksinim duymuştur. Bu yüzden ülkeler, mali akımları ve uluslararası ticaret akışkanlığı sağlamak adına yeni bir uluslararası para sistemi oluşturmak için Amerika'daki Bretton Woods kasabasında toplanmıştır. Bu kasabada yapılan konferanslarda daha çok Amerika Birleşik Devletleri'nin görüşlerine göre yeni bir para sistemi kurma kararı alınmıştır. Dünya Bankası (IBRD) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) temelleri de bu konferanslarda atılmıştır (Seyidoğlu, 2003:8; Helleiner, 2010).

Bretton Woods konferansıyla ortaya atılan sisteme göre dolar, altına dönüştürülebilen tek para birimi olacaktır ve diğer para birimleri de dolara endekslenecektir. Sermaye hareketleri, bu sistem kapsamında daha çok resmi borçlanmadan oluşmakta ve bu borçlar da genelde proje finansmanı, plan veya ulusal ekonomilerin karşısına çıkan istikrarsızlıkları gidermek için kullanılan hareketlerdir. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerdeki uluslararası mali piyasalara giriş sınırlı kalmış, sermaye hareketlerinin çoğunluğu resmi borçlanmalardan oluştuğu için de sermaye hareketleri düşük seviyede kalmıştır (İnandım, 2005:8).

Bretton Woods sisteminin çökmesiyle, günümüzdeki uluslararası sermaye hareketleri şekillenmeye başlamıştır. Bütün para birimlerinin dolar endekli olması yüzünden zaman içerisinde piyasalarda gerilim gözlenmiş; ABD, 1971 senesinde doları altına

endekslemekten vazgeçtiğini ilan etmiş, bunun ardından da sistem çökmüştür. ABD dışındaki ülkelerde bulunan dolar miktarının artması, bunun sonucunda da doların değerinin düşmesi, krizin en büyük nedenidir çünkü çöken sistemde ulusal para birimleri, altına bağlı belli bir dövize veya altına sabit kurdan konvertibilite sağlamaktaydı (Helleiner, 2010).

1970'li yıllarda yaşanan ekonomik kriz ve bu sistemin çöküşüyle beraber sermaye hareketlerinde artış yaşanmıştır. Yapılan devalüasyonlar ve sabit kur sisteminin çöküşüyle, uluslararası sermaye hareketleri hızlanmıştır. Bu yıldan sonra görülen sermaye hareketleri, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönünde ilerlemeye başlamış; yatırımlar, portföy yatırımı şeklinde yapılmıştır. ABD, özellikle finansmana ihtiyaç duyan ülkelere yüksek miktarda sermaye akımı yapmıştır (Bal, 2001:31). Ayrıca 1970'lerden sonra ulaşım alanında yaşanan gelişmeler, bilgi ve haberleşme teknolojilerinin değişimi, uluslararası bir ekonomi ve yaşam kültürünün oluşması, uluslararası finansal kurumların oluşması gibi unsurlar sonucunda sermaye hareketleri hızlanmıştır (Li v.d., 2018).

Uluslararası sermaye hareketlerinin niteliği de değişim göstermiştir. 1980'lerin öncesinde bu hareketler daha çok doğrudan yatırımlar, hükümetler arası krediler ve banka kredileri şeklinde yapılmaktayken; 1980'lerden sonra serbest sermaye dolaşımının sağlanmasıyla birlikte, spekülasyon nitelikte portföy yatırımları yapılmaya başlanmıştır (Tezcanlı v.d., 1994:21).

1980'lerde ayrıca uluslararası sistemde yeni bir yapılanmaya gidilmiş; buna paralel olarak ortaya çıkan, çok yönlü ve önemli bir etkisi olan küreselleşmenin ekonomik boyutlarından bir tanesini de finansal serbestleşme oluşturmuştur. Finansal serbestleşme; piyasaların konvertibiliteye sahip olması, uluslararası sermaye akımlarının artması, kurların dalgalanmaya bırakılması, ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların kaldırılması, piyasaların çeşitli sınırlama ve kontrolden arındırılarak uluslararası rekabete açılması, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi yatırımların finans piyasalarındaki rolünün artmasıdır. Finansal serbestleşme hem küreselleşmeye ivme kazandırmakta hem de küreselleşmeden etkilenmektedir. Sermaye hareketlerinin

serbestleşmesi ve finansal piyasaların bütünleşmesinin sonucunda kur dalgalanmaları ve faiz, üretimin küreselleşmesi konusunda önemli bir role sahiptir (Durusoy, 2000:1).

Finansal serbestleşmeyi anlatmak için iki yol kullanılabilir. Bunların ilki, bir ülkenin kendi iç piyasasında piyasa şartlarını işlemlerini sağlaması ve devletin, piyasa üstündeki direkt kontrollerini kaldırmasıdır. İkincisiyse, bir ülkenin uluslararası piyasalar ile bütünleşmesi ve kendi piyasasına yabancı sermayenin giriş-çıkışını engelleyen unsurları kaldırmasıdır (Hermes, Meesters, 2015). Finansal serbestleşmeyle birlikte ulusal yatırımcılar dış piyasada serbest bir şekilde borçlanabilmekte, yabancı sermaye de iç mali piyasalarda işlem yapabilmektedir. Ayrıca yerli yatırımcılar serbest bir şekilde dış piyasaya sermaye transfer edebilmekte, yabancı varlık kalemlerini portföylerinde barındırabilmektedir. Benzer biçimde yabancı yatırımcılar da iç piyasada borçlanabilmekte, yabancı paraları üzerinden yurt içinde istediği işlemi yapabilmektedir (Kazgan, 1999:136).

1.2. SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ

Sermaye hareketlerini çekici ve itici faktörler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür (Alp, 2003:22). Sermaye hareketlerinde görülen artış hem bu faktörlerden hem de güçlü bir finansal entegrasyondan kaynaklanabilmektedir. Finansal serbestleşmenin başladığı tarihten günümüze değin itici ve çekici faktörler farklı oranlarda ve farklı zamanlarda sermaye hareketlerine yol açmıştır. Çekici faktör, finansal yatırımların gelişmekte olan ülkelere daha fazla getiri sağlaması; itici faktörse ulusal ekonomide yaşanan krizin sonucunda yabancı yatırımcıların ülkeden ayrılmasıdır (Dikmen, 2003:23; Güneş, 2007:13).

1.2.1. Çekici Faktörler

1970'li yıllarda dünyada yaşanan ekonomik krizden sonra küreselleşme baskıları da artmış, bunun sonucunda gelişmekte olan ülkeler kapsamlı bir yapısal uyum sürecine girmek durumunda kalmıştır. Bu süreç gelişmekte olan ülkeleri ekonomilerini dışa açmaya, makroekonomilerini açık ekonomi şartlarına göre düzenlemeye ve piyasa ağırlıklı bir yapılanmaya zorlamıştır (Byrne, Fiess, 2016).

1980’li yıllarda gelişmekte olan ülkeler, kurumsal düzenlemeler ve yapısal uyum programlarına uyum sağlanmaya çalışılmış, önceki dönemlere oranla yeni özelliklere sahip olmuştur. Bu özellikler de önemli sonuçlara yol açmıştır. Bu ülkelerin ekonomilerinde piyasa ağırlığı artmış, dünya ekonomileriyle bütünleşme süreci hız kazanmıştır. Ekonominin dışa açılmasıyla hizmet ve mal düzeyinde ticaret hacmi büyümüş, ülkelerin kaynak ihtiyacı artmıştır. Finans piyasaları kurulmuş ve geliştirilmiş, kambiyo kısıtlamaları kaldırılmış ve sermaye rejimi serbestleştirilmiş, bu ülkelere akan sermaye nicelik ve nitelik açısından etkilenmiştir. Yeni gelişen piyasalar sermayenin girmesi için çekici imkanlar tanımış, kambiyo rejiminin serbestleşmesiyle sermaye giriş-çıkışı kolaylaşmış, bu şekilde daha hacimli ve hızlı bir sermaye akışının gerçekleşmesi için ortam sağlanmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998:25-26).

Çekici faktörlerle, gelişmekte olan ülkelerdeki mali piyasaların liberalleştirilmesi için yapılan reform hareketleri anlatılmaktadır. Ülkenin iç piyasa şartlarını ifade eden bu faktörler, kendi mekanizmaları tarafından yaratıldığı için içsel faktörler olarak da adlandırılmaktadır. Çekici faktörler, yabancı sermayeyi çekme açısından dışsal faktörlere oranla daha etkindir (İnandım, 2005:16).

Kârlı piyasaları rakiplerinden önce belirleyebilmek, bir yatırımcının en önemli amaçları arasındadır. Bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkeler, sıcak para yatırımcısının dikkatini çekmek için yüksek faiz olanağı tanımaktadır. Yatırımcının geliri, yatırım yapılan ülkede bulunan faiz haddi arttıkça artacak, ülkede devalüasyon yaşanması durumunda da düşecektir. Bu duruma finansal arbitraj adı verilmektedir (Demiral, 2008:33). Finansal arbitraj oranı;

$$\frac{1 + i}{1 + r} - 1$$

Şeklinde formülize edilmektedir. Formülde bahsi geçen “i” TL bazındaki faiz oranı, “r” ise döviz kurundaki yükselme oranıdır (French ve Ward, 1995).

Yurt dışından gelen para hareketi, finansal arbitrajdan elde ettiği getirisini koruduğu müddetçe bu piyasalara akışını sürdürmektedir. Fakat bu tarz sermaye akışında, mali piyasalarda kırılma eğilimine yol açabilecek unsurlar vardır ve zamanla ulusal ekonomide

yeni riskler oluşturabilmektedir. Bu kırılganlıkların en önemli göstergeleri, artan cari işlem ve dış ticaret açıkları ve kısa vadedeki dış borçların merkez bankasındaki döviz rezervleri karşısında oranının yükselmesidir (Yeldan, 2005:1).

Uluslararası sermayeyi çeken en önemli faktörler, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapıldığı zaman yüksek getiriler elde edilmesi, bu ülkelerde ekonomik reformların yapılabilmesi, enflasyon oranlarının düşmesi, büyüme oranlarının artması gibi makroekonomik göstergedeki iyileşmelerdir. Ayrıca finansal serbestleşme kapsamında gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinin üzerinde bulunan denetimi kaldırmakta, bu da ülkeye uluslararası sermayenin girişini önemli ölçüde etkilemektedir (İnandım, 2005:16-17). Bunun dışında döviz kuru politikası, fiyat istikrarı, yatırımcıları koruyan politikalar, teknolojik gelişmeler ve özelleştirme politikaları da ülkeye yabancı sermaye çeken unsurlardır (Bevan v.d., 2004).

1.2.2. İtici Faktörler

Uluslararası sermayenin hacmini ve yönünü belirlerken, yatırım yapılacak ülkenin hem dışsal hem de içsel faktörleri değerlendirilmelidir. Dışsal faktörler, yatırım yapılacak ülkede herhangi bir değişiklik bulunmazken, bu ülke dışındaki ülkelerde yaşanan ekonomik değişikliklerdir. Bu durumun sonucunda, şartlarında değişim olmayan ülkeler ekonomik açıdan daha avantajlı olmakta, yatırımların yönü de bu ülkelere çevrilmektedir (Chan, Tang, 2017).

Ülkedeki siyasi belirsizlik ve iktidarsızlık, sermaye hareketlerine etki eden en önemli faktördür. Siyasi ve iktisadi otoriteler tarafından uygulanacak politika ve reformlarda düzen ve istikrar sağlanabilmesi, iktisadi birimlerin bu otoritelere güvenmeleriyle oluşmaktadır. Piyasanın benimsemediği politikalar başarıya ulaşmamaktadır. Ülkede siyasi bir belirsizlik ve istikrarsızlık varsa, bunlar yüzünden iktisadi birimler gelecek konusunda sağlıklı kararlar veremiyorsa; portföylerinde gayrimenkul miktarı ve finansal araçları kısmakta, daha kısa vadede olan yatırımlara, likiditeye hemen dönüştürülebilecek finansal varlıklara, özellikle de nakit bir şekilde tutmaya yönelmektedir. Böyle bir durum karşısında yabancı yatırımcılar da yatırımlarını kısa

vadede tutmakta, gelecek konusunda olumsuz bir algıya sahip olduklarında ise ülkeden çıkabilmektedirler (Orhan, Erdoğan, 2005:18).

Portföy çeşitlendirme isteği, uluslararası sermaye hareketlerini belirleyen bir başka faktördür. Kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından bakıldığında zaman uluslararası yatırımlar, riski dağıtmak ya da yüksek getiri sağlamak için yapılmaktadır. Bir başka deyişle yatırımcılar hem riskli alanlardan daha risksiz alanlara yatırım yaparak olası zarardan kaçınabilmek hem de uluslararası ekonomik farklılıklardan getiri sağlayabilmek için sermaye hareketliliği yapmaktadır. Yatırımcı bütün fonlarını bir kaynağa yatırdığı zaman karşısında çıkacak riskten kaçınmak için yatırım araçlarını çeşitlendirmekte, beklenen gelir oranıyla da risk düzeyini karşılaştırmaktadır. Portföyü çeşitlendirmek için yapılan sermaye hareketleri, dönemsel hareketlerden farklı olarak daha uzun bir zamana yayılmakta ve gelişmekte olan ülkeler açısından daha sürdürülebilir olmaktadır (Delice, 2000:63-64). Ayrıca son dönemlerde kurumsal ve bireysel yatırımcıları sayısında ve portföy haminde artışların yaşanması, gelişmekte olan ülkelere sermayelerini yönlendirmeyi sağlamıştır. Finansal serbestleşme uygulamaları, portföy çeşitlendirme isteği ve getiri oranlarındaki artışla birlikte yatırımcılar, bu piyasalara yönelmiştir (Bedestenci, Kara, 2004:271).

1.3. SERMAYE HAREKETLERİ TÜRLERİ

1.3.1. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri özel şirketlerin, kamu sektörünün ve bankaların yabancı hükümetlerden ve uluslararası finans kuruluşlarından aldığı kredilerdir. Dünya Bankası, IMF, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar, yatırım bankaları ve diğer kuruluşlar, bu tarz fonlara kaynak oluşturmaktadır. Genelde makroekonomik dengeleri düzeltmek ve proje finansmanı sağlamak için verilmektedir ve verimli alanlarda kullanılırsa yararlı olmakta, vadeleri uzun olduğu için istikrarsızlığa yol açmamaktadır (Kar, Kara, 2003:9).

Uzun vadeli sermaye hareketlerinin diğerleri, portföy yatırımı şeklinde nitelendirilemeyecek, bir seneden uzun vadeye sahip borçlar, borç vermeler ve borç geri ödemeleridir. Bu borçlar, niteliği dolayısıyla sermaye piyasası araçları ile olan

borçlar değildir. Özel ve kamu sektörüyle ilgili krediler, banka mevduatları, başka borçlar ve alacaklar, uzun vadeli diğer sermaye hareketleridir (Lane, Milesi-Ferretti, 2001).

1.3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerin arasında bulunan faiz farkı dolayısıyla ortaya çıkan arbitraj olanağını değerlendirmek için hareket eden, geri dönüş yeteneği yüksek olan yatırımlardır. Ödemeler bilançosunda bankaların aracılığı ile yapılan ve başka yerlerde gösterilmeyen artık bir kalemdir. Geri dönüş yeteneğinin yüksek olması ve spekülatif amaçlı olması dolayısıyla diğer yatırım şekillerinden farklıdır. Literatürde sıcak para ve kısa vadeli sermaye hareketleri genelde birbirinin yerine kullanılmaktadır. Fakat bazı çalışmalarda net hata noksan kalemi ve portföy yatırımları da sıcak para tanımının kapsamındadır (Kaya, 1998:18-19).

Sermaye hareketlerini tanımlarken, kısa ve uzun vadeli yatırımlar ile portföy yatırımlarının sınırları iyi belirlenmelidir. Zaman zaman portföy yatırımları, kısa vadeli sıcak para hareketleri biçiminde de olabildiği için, bu ikisi arasındaki sınırları belirlemek güçleşmekte ve aralarında bir kavram karışıklığı yaşanabilmektedir. Esas itibariyle kısa vadeli sermaye hareketleri, kısa vadeli banka kredileri, banka mevduatları, kısa vadeli borçlanma araçları ve kısa vadeli diğer borç ve alacaklardan meydana gelmektedir. Portföy yatırımlarıysa hem kısa hem de uzun vadeli menkul kıymetlerin yanında hisse senetleri, özel sektör tahvilleri ve kamu menkul kıymetlerinden meydana gelmektedir. Portföy yatırımları daha uzun vadeleri belirtmektedir ancak araçları yüksek likiditeli menkul kıymetlerden oluştuğu için, aynı kısa vadeli sermaye akımlarında olduğu gibi, ülkeyi her an terk edebilmekte ve ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyebilmektedir (Alp, 2000:186-187). Bu yüzden portföy yatırımları da yüksek likiditeye sahip olduğu için sık sık sıcak para niteliği taşımaktadır.

IMF ve benzeri uluslararası kurumlar, net noksan ve hata kalemini izlemekte, sermaye hesabı ve cari işlemler hesabına dahil olmadan, ekonomiye giren-çıkan sıcak para fonlarıyla ilgili fikir edinebilmektedir. Bu görüşe göre yüksek faiz ve dolayısıyla milli

paranın değer kaybetmesinin yavaşlaması motivasyonlarıyla ülkede kalan sıcak para fonlarını net hata ve noksan kalemini izleyerek görebilmek mümkündür (Uzunoğlu, 1996:87-89). Ayrıca sıcak parayla ödemeler bilançosu içerisinde sermaye hesabı altında incelenen kısa vadeli sermaye, aynı güdüler ile hareket etmemektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosunda bulunan hali ile değil, vade yapılarına göre ayrılmalıdır (Polak, Boughton, 2016).

Vade açısından sınıflandırırken yabancı sermaye kalemleri, uzun ve kısa vadeli kaynaklar şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Kısa vadeli yabancı kaynaklar portföy yatırımları ve kısa vadeli yatırımlar; uzun vadeli olanlarsa direkt yatırımlar ve uzun vadeli yatırımlardır. Kısa vadeli kaynakların vade yapılarının kısa olması ve her an nakde dönüştürülebilmeleri, ülkeden her an çıkabilecekleri anlamına gelmektedir (Alp, 2002:123).

Kısa vadeli fonlar, bir ülkeye döviz olarak girmekte ve kısa vadeli yatırımlarda değerlendirilmektedir. Spekülatif niteliğe sahip bu fonlar, tahvil piyasası, repo işlemleri, hazine bonusu, döviz hesapları, senetleri piyasasında değerlenerek, geldiği ülkeye yeniden döviz olarak gitmektedir (Polak, Boughton, 2016).

1990'lı yıllardan sonra yatırımcılar, bilgi teknolojisinde yaşanan ilerlemeler dolayısıyla büyük kazançlar peşinde koşmakta ve neredeyse beraber hareket etmektedir. Hırsları yüzünden bu yatırımcılar kazançlarını kaybetmenin yanında, verimin azalması ile alakalı en küçük bir ima olduğunda dahi panik yaşamaktadırlar. En küçük hareketleri dahi tehdit olarak algılayarak, kazançlarını hemen dövize çevirip ülkelerine döndükleri zaman ekonomileri zarar görmekte ve değer kaybetmektedir. Bu nedenle bu yatırımlara spekülatif akımlar denilmektedir (Rivero, 2003:70).

Ulusal finans piyasalarında yaşanan serbestleşmeyle beraber kısa vadeli sermaye akımlarının artması, ülke ekonomilerini olumsuz ve olumlu yönde etkileyebilmektedir. Bu etkiler, ülkeye gelen sermayenin türüne, alanına, vade yapısına, ülkenin siyasi ve ekonomik şartlarına göre değişmektedir. Bu etkiler ülkenin kalkınması ve büyümesi konusunda olumlu etkilere de sahip olabilmekte, finansal

krizler gibi olumsuz etkiler de gösterebilmektedir. Ancak yatırımın türü kısa vadeli sermaye olduğunda genelde akla krizler gelmektedir (Keşen, 2001:47).

1990'larda sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkeler üzerinde yoğunlaşmıştır ancak bu yoğunlaşma sadece bu yıllara has değildir. 1970'li yıllarda da buna benzer bir yoğunlaşmanın yaşandığı bilinmektedir. Fakat bu iki dönemde sermaye hareketlerinin uyarılmasını sağlayan etkenler ve bu süreci besleyen kaynaklar birbirinden farklıdır. 1970'li yıllarda petro-dolar fonlarını uluslararası finans sistemine tekrar sokma zorunluluğu, büyük hacimli sermayelerin gelişmekte olan ülkelere girmesine yol açmıştır. 1990'lı yıllarda uluslararası sermayenin arbitraj kazancı peşinde koşma güdüsü, sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Bu güdü dolayısıyla gelişmekte olan ülkelere giren sermaye daha spekülative, kısa vadeli, akışkan ve seçici bir niteliğe sahip olmuştur (Berksoy, Saltoğlu, 1998:16).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinde likidite yüksek ve vade yapısı kısa olduğu için, yatırım yapılan ülke kolaylıkla terk edilebilmektedir. Buna benzer, önceden kestirilmesi mümkün olmayan sermaye hareketleri hem finansal hem de reel piyasalar üstünde olumsuz etkilere yol açmaktadır. Kısa vadeli sermaye, ülkedeki olumsuz şartlar yüzünden ülkeyi terk ettiği zaman hem kurlar yükselebilmekte hem de merkez bankasının rezervleri azalabilmektedir. Bu etkinin tek sebebi yabancı yatırımcılar değildir. Yerli yatırımcılar da kurda yaşanan yükselişten kazanç elde edebilmek için yatırımlarını bu alana kaydırabilmektedir. Bu durum yüzünden kısa vadeli yabancı sermayenin ülke ekonomisi üzerindeki olumsuz etkisi daha da artmaktadır. Ayrıca bu tarz akımlar kısa vadeli olduğu için, uzun dönemli ekonomik büyüme üzerinde katkıları yoktur. Bu tarz sermaye girişlerinin en büyük tehlikesi, geçici ancak tutarsız ve istikrarsız bir kaynak bolluğu sağladıkları için, kamu açıkları ve ödemeler dengesi gibi problemleri geçici olarak çözmeleridir. Bu geçici rahatlama yüzünden, ekonomiyi yönetenlerin bu açıkların temelinde bulunan ve yapısal önlemler ile çözülmesi gereken öğelere eğilmesi gecikebilmektedir (Hodjera, 1973; Eichengreen, Rose, 2014).

Yapılan bu sermaye girişlerinde amaç, faiz arbitrajından faydalanarak, maksimum getiriye ulaşmaktır. Fakat ülke ekonomisinde yapısal bozuklukların olduğu ve makro ekonomik dengelerin kurulmadığı durumlarda yabancı sermaye, spekülative ve kısa

vadeli olmaktadır. Çünkü yabancı sermaye maksimum getiriye ulaşma amacıyla hareket ederken, ekonomide görülen yapısal bozuklukların yüzünden riskleri de hesaba katan bir getiri-risk analizi yapmaktadır. Bu analizden elde edilen sonuç da ülkedeki yabancı sermayenin spekülâtif ve kısa vadeli olmasına yol açmaktadır (Esen, 1990:42).

Aşırı sermaye girişiyle beraber yerli para değer kazanmakta, bu da dış ticaret dengesi ve ihracat yapan sektörlerin rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemekte, ekonomi ithalata bağımlı olmakta, üretim sanayisi bu durumdan olumsuz yönde etkilenmekte ve uluslararası rekabet gücü azalmaktadır. Bunun yanında aşırı sermaye girişiyle cari açık ve kamu açığının artması sebebiyle kur ayarlaması beklentisi oluşmakta, bu da hem sermayenin kaçmasına yol açmakta hem de doğrudan yatırımlar konusunda sermaye girişini olumsuz yönde etkilemektedir (Durusoy, 2000:1).

Gelişmiş ekonomilerdeki finansal sistemin kurumsal yapısının iki temel özelliği vardır. Güçlü paraya sahip oldukları için borç sözleşmesi ulusal parayla yapılmakta ve bu ülkelerde enflasyon ılımlı ilerlediği için borç sözleşmeleri uzun vadeli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemindeyse yüksek oranlı yerleşik enflasyonun bulunduğu makroekonomik şartlara paralel olarak sözleşmeler yabancı parayla yapılmakta, risk primi yüksek ve borçlanma süreleri kısa olmaktadır. Bu durum üzerinde genişletici para politikalarının da etkisi vardır. Sermaye akımları ve finansal serbestleşmenin yanında uygulanan döviz kuru politikası ve fiyat istikrarı da finansal istikrarı sağlayabilmektedir. Kırılgan bankacılık sistemi, döviz cinsinden ve kısa vadeli borçlanmalar, muhtemel bir kur ayarlaması sonucunda faiz oranları yükselmekte, banka bilançoları bozulmakta ve finansal istikrarsızlık yaşanabilmektedir (Mishkin, 1996:23).

Diğer piyasalara oranla finansal piyasalarda daha fazla başarısızlık görülmektedir. Bu piyasalarda görülen olumlu performansla beraber ekonomideki diğer sektörler de iyi çalışmaktadır. Bu yüzden finans piyasalarındaki istikrarsızlığı giderme konusunda yapılacak düzenlemeler hem finans piyasalarını hem de ekonominin genel performansını etkilemektedir (Gabbi v.d., 2015).

1985'ten itibaren yaşanan finansal serbestleşmeyle gelişmekte olan pek çok ülke, finansal piyasalarını sermaye hareketlerine açmıştır. Bunun sonucunda da gelişmekte olan ülkeler, uluslararası sermayeden daha çok faydalanma şansına sahip olmuştur. Fakat Asya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlere bakıldığında, istikrarlı bir makroekonomi olmadığı zaman, spekülasyon sermaye akımları krize yol açabildiğini söylemek mümkündür. Piyasa başarısızlıkları ve ulusal finans piyasalarındaki düzenleme denetim mekanizmalarının yetersiz olması da bu konu üzerinde etkilidir. Bu açıdan finansal serbestleşmeden istenen faydayı elde etmek ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak için gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar ile alakalı hukuksal altyapı sağlanmalı, denetim mekanizmaları kurulmalı ve işletilmelidir (Şimşek, 2007:20-21).

1.4. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİ

Uluslararası sermaye hareketleri, hem sektörlerin hem de ulusal ekonomilerin sunduğu getiri farkları sonucunda meydana gelmiş ve bu süreçte etkileri devamlı artış göstermiştir. Bu nedenle yabancı sermaye, sermayenin bol ve ucuz olduğu bölgelerden, pahalı ve kıt olduğu bölgelere doğru hareket etmiş, sermaye getirisini en üst seviyeye çıkarmaya çalışmıştır. Bu sermaye hareketleri küresel ekonomik konjonktürel duruma göre ve uluslararası finansal sistemin gelişimi ile miktar bazında değişikliklere uğramıştır (Polak, Boughton, 2016).

Dışa açılan ulusal ekonomilerde, finansal serbestleşmenin yanında yabancı sermaye reel sektörden çekilmekte, bu sermaye finans piyasalarında rant kollama biçiminde değerlendirilmeye çalışılması artmakta, bu nedenle de küresel finansal serbestleşme eleştirilmektedir. Spekülasyon niteliğe sahip olan bu tarz sermaye hareketleri, geldiği ülkede yapay bir zenginlik oluşturmakta; küresel boyutta ya da girdiği ülkede oluşacak herhangi bir riskteyse ülkeyi terk etmekte ve bu yapay zenginlikten daha fazla maliyete yol açabilmektedir. Kısa vadeli sermaye, mali piyasası yeterince derin olmayan, yüksek oranda kamu borcu olan, sermaye açığı yaşandığı için istenen ekonomik büyümeyi yaşayamayan gelişmekte olan ülkelere çıktığı zaman ciddi ekonomik daralmaya neden olabilmektedir. Başka bir ifadeyle büyüme umudu ile spekülasyon

sermayeye sınırsız olarak açılan ekonomiler, sermayenin kaçması sonucunda daha da kötü olmakta, sıcak paraya olan bağımlılık bir kısır döngü oluşturmaktadır (Guo, Huang, 2010; Fuertes v.d., 2016).

Öte yandan yurt içindeki faiz oranı dünyadaki faizden yüksek olduğunda ve döviz kuru dalgalı olduğunda, kısa vadeli sermaye hareketleri ülkeye giriş yaptığı zaman ülkedeki cari açık problemi ertelenmektedir. Ülkenin ekonomisinde istikrar olduğu müddetçe bu durum sürmekte ve cari açık sürdürülebilirliği farklı bir boyuta sahip olmaktadır (Akbaş, 2012:61).

Üretken sermaye hızlı bir şekilde spekülâtif alanlara kaydığı için, sıcak para hareketleri ile birçok ülkenin ekonomisini bir kumarhane haline getirmiştir. Maddi üretimden bağımsız olan küresel sermaye, girdiği ülkedeki yatırım eğilimini zayıflatmakta, ülkenin rekabet etme düzeyini belirleyen kısa dönemli araçları ortadan kaldırmakta ve iktisat politikalarını etkisizleştirebilmektedir (Eser, 1997:75-78).

1.4.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tüketim ve Yatırım Üzerine Etkisi

Ulusal bir ekonomi üstünde yabancı sermayenin tüketim ve yatırım kapsamında olumlu bir etkiye sahip olabilmesi, yabancı sermayenin amacına ve vade yapısına bağlı olmaktadır. Bir ülkeye giriş yapan yabancı sermaye, arbitraj kazancı peşinde olan ve kısa vadeli bir yapıdaysa, kendi dolaşım mantığı gereği bu sermaye hareketleri istihdam ve üretime yönelik yatırımlara destek vermemekte, ülkenin istenen refah düzeyine ulaşmasına ve istikrarlı büyümeye katkıda bulunmamaktadır. Kısa vadeli sermaye bir ülkeye giriş yaptığı zaman yerli para değer kazanmakta, bunun sonucunda da likidite artmakta ve bu şekilde yatırım ve tüketim harcamaları artmaktadır. Ancak milli gelirdeki kısa süreli yapay bir büyümeyle ulaşılan tasarruf, istihdam ve üretime yardımcı olacak yatırımlara yönelmemekte; hazine bonoları ve hisse senedi piyasaları gibi parasal varlıklara yönelmektedir. Ülkeye gelen sermaye, kendi dolaşım mantığına göre ülkeden çıkmak istediğindeyse ithalata bağlı üretim yapan ve kısa vadeli dış borcu olan özel sektör, döviz kurlarında artış olacağından dolayı iflas yaşayabilmektedir (Esen, 2008:45).

Yabancı sermayenin girdiği ülkelerin en belirgin özelliği, yabancı para karşısında ülke parasının değerli hale gelmesidir. Kurda yaşanan artışla beraber tüketimde de artış olmakta, bu da cari açık problemine yol açabilmektedir. Bu problem, kurun aşırı değer kazanmasına, ülkede üretilen malların dış piyasada pahalılaşmasına, yurt dışında üretimi yapılan mallarınsa yurt içerisindeki mallara oranla ucuzlaması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Ayrıca ülkeye giren kısa vadeli sermaye, bankaların vereceği kredi hacmini genişletmekte ve bu genişlemenin kullanım alanını, tüketim mallarına yönlendirmektedir.

1.4.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkisi

Yabancı sermaye girişleriyle, ulusal tasarruflar ile yapılabilecek büyümeden farklı bir büyüme gerçekleştirilmektedir. Fakat bu durum, ülkeye gelen sermayenin reel sektöre kanalize edilmesiyle ortaya çıkmaktadır ve sermaye girişine dayalı ekonomik büyüme ancak bu şekilde gerçekleştirilebilmektedir (Wang, 1990).

Kısa süreliğine ülkeye gelen yabancı sermaye, ulusal para aşırı değerlendirildiği için ithalatı özendirmekte, ihracatı kârlı bir faaliyet olmaktan uzaklaştırmakta ve cari açığı arttırmaktadır. Bu şekilde sağlanan iktisadi büyüme de ithalata bağımlı olduğundan dolayı, yapaydır. Bu durum yabancı finans çevreleri tarafından açığın sürdürülemeyeceği şeklinde algılanırsa, yabancı yatırımcılar, uzun vadeli yatırımcılar ve uluslararası kredi kuruluşları, bu tarz ülkeler için olumsuz fikirler edinerek uzun vadeli yatırımdan uzak durmakta ve uluslararası düzeyde ülkenin kredibilitelerini düşürmektedir (Bilgin, 2004:25). Ayrıca bu ülkelerin kredibilite kaybı yaşaması ve risk primlerinin artması yabancı yatırımları uzaklaştırmakta, dış piyasadaki borçlanmayı da kısıtlamaktadır. Bütün bunların sonucunda da ekonomik büyüme amacıyla gerekli olan yatırımlar için hükümet, yurt içindeki piyasalara yönelmekte ve bu da faiz oranlarını arttırarak kamu borcu stokunu arttırmaktadır (Tarı, Kumcu 2005:165). Gelişmekte olan ülkeler borçlanma faiz oranını yüksek tuttuğunda hem ulusal yatırımcıları hem de yabancı yatırımcıları ekonomik büyüme sağlayacak ve üretimi arttıracak alanlara değil, faiz gelirin elde edileceği alanlara yönlendirebilmektedir. Bunun sonucunda da sınırlı olan sermaye, verimli alanlardan çekilmiş olmaktadır.

1.4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Cari İşlemler Dengesi Üzerine Etkisi

Cari açığa etki eden pek çok unsur vardır ancak kısa vadeli sermaye hareketleri bir ülkeye girdiği zaman o ülkenin parası da döviz karşısında değer kazandığı için ihracat azalmakta, ithalat artmaktadır. Başka bir deyişle cari açığın en önemli nedeni dış ticaret açığıdır. Ödemeler bilançosundaki cari işlemler hesabına bakıldığında zaman cari denge fazlasının olduğu ulusal ülkeler dış varlıklarını arttırmakta; cari açığı olan ülkelerinse dış yükümlülükleri artmaktadır. Cari açık, bir ülkenin başka ülkelerin tasarruflarını kullanmasıdır (Ivanova, 2019).

Literatüre göre cari açık GSMH'nin %5'ini aştığı zaman ekonomide tehlike sinyalleri var demektir (Yücel ve Yanar, 2005:3). Bu açık iki şekilde kapatılabilmektedir. İlk yol başka ülkelerden borçlanmak, diğeri ise ülkedeki mevcut döviz rezervini kullanmaktır. Gelişmekte olan ülkelere doğru olan aşırı sermaye girişiyle, ülke piyasasında döviz miktarı artmakta, buna bağlı olarak da ulusal para değer kazanmakta, piyasadaki likidite artmakta ve dolayısıyla tüketimde de artış olmaktadır. Tüketimin bu şekilde artmasının sonucunda ithalat da artmakta, bunun karşısında ihracat yapan sektörlerin rekabet gücü azalmaktadır. Dış ticaret dengesiye bu durumdan olumsuz etkilenmekte ve ekonomi, ithalata bağımlı olmaktadır. Bunların sonucunda dış açık büyümekte; ihracatın ithalatı karşılama oranı düşmektedir (Akat, 2008:7).

Kısa vadeli sermaye girişleriyle artan cari açık devalüasyon beklentilerine, üretimin artmasını sağlayacak yatırım kararlarının olumsuz yönde etkilenmesine ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına yol açabilmektedir. Bu sonuçlar ortaya çıktığı zaman bu sermaye hareketleri ekonomideki bütün sektörlerde dengesizliğe yol açmakta, istikrarsızlığın ana sebebi olmaktadır.

1.4.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuruna Etkisi

Dünyada, hizmet ve mal sektöründen daha büyük bir mali sektör vardır. Kâr düşüncesi ile hareket eden ve yöneldiği ülkenin parasına dönüştürülen kısa vadeli sermaye, bir ülkedeki döviz kurunu değiştirmektedir. Ülkede uygulanan kur sistemine göre kısa vadeli giriş-çıkışlar farklı etkilere sahip olabilmektedir. Ülkede dalgalı kur rejimi varsa kısa vadeli sermaye girişi döviz miktarını arttırmakta ve yerel para, döviz karşısında

değer kazanmaktadır. Ancak sabit kur rejimi varsa sermaye girişi yalnızca döviz rezervini arttırmış olmaktadır (Avdjiev v.d., 2019).

Döviz piyasasında istikrarın sağlanması, ekonomide istikrarlı bir büyüme için gereken şartlardan bir tanesidir. Bir ülkenin kendi parasının başka bir para karşısındaki değişim değeri, döviz fiyatı veya döviz kurudur. İstikrarlı bir döviz kuru; belirli bir dönemde ülkedeki döviz piyasasının, doğal seyrinde ilerlemesi ve aşırı dalgalanmamasıdır. Amaç istikrarlı bir büyüme ise, döviz kuru piyasa denge kurunun etrafında oluşmalıdır (Phiri, 2018).

Finans kambiyo denetimlerinin kaldırıldığı, serbest kur politikası uygulanan, ekonomilerin dışa açık olduğu ülkelerde sermaye girişleri hem reel hem de finansal etkiler yaratmaktadır. Bunların birbirleri üstünde yarattığı oluşumlar nedeniyle finansal ve reel etkileri birbirinden ayırmak zorlaşmaktadır. Bu süreç içerisinde sermaye girişleri ekonominin reel gelişiminden kopmakta; meydana gelen finansal etkiler de muhtemel reel etkileri tersine döndürecek veya bastırarak sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Uluslararası faiz farklılaşmaları tarafından yaratılan etkileşim, finans piyasalarının aracılığıyla kolayca ulusal ekonomiye taşınabilmekte, bu durumun yansımaları döviz kuru üzerinde de görülebilmektedir. Bu tarz etkilerin bileşkesi hem istikrarsızlığa ve ekonomideki temel dengelerin bozulmasına hem de para politikasının hareket alanını kısıtlayarak etkinliğinin azalmasına yol açmaktadır (Berksoy, Saltoğlu, 1998:36).

Spekülatif sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelerdeki iktisat politikası uygulamaların konusunda da problemlere yol açabilmektedir. Sermaye hesabının liberalize edilmesinin potansiyel faydalarına karşılık, ülkelerin döviz kurundaki istikrarı ve para politikası özerkliğini sürdürme yeteneği azalmaktadır. Bunun yanında aşırı sermaye girişmeli makroekonomik yönetimin daha da zorlaşmasına yol açmakta ve finansal krizleri başka yerlere de bulaştırma konusunda ülkeleri savunmasız bırakmaktadır. Döviz girişinin hızlı olduğu dönemlerde bile gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları, sermaye çıkışı konusundaki endişeler dolayısıyla faizleri indirememektedir. Bu tarz dönemlerde bankalar ve şirketler de pahalı olan yurt içi tasarrufların yerine maliyeti daha ucuz olan yurt dışındaki kaynaklara eğilim

göstermekte; bunun sonucunda da döviz açık pozisyonları büyümekte ve döviz krizinin yaşanma olasılığı ortaya çıkmaktadır (Özel, 2005: 245).

Ulusal bankalar, finansal serbestleşmeyle beraber uluslararası piyasadan döviz cinsinde borçlanmakta, kullandıkları kredilerse genelde ülkenin kendi parasıyla olmaktadır. Bankalar bu tarz durumlarda kısa vadedeki döviz yükümlülükleri, kısa vadede alabilecekleri döviz miktarını aştığı için likidite problemi yaşayabilmektedir. Bankalar döviz problemi yaşadığı zaman bu durum ekonomiye de yansıtacağı için, ülkeye giriş yapan kısa vadeli sermaye ülkeden çıkmaya başlamakta ve bu da kur üzerinde daha büyük baskıya yol açmaktadır.

1.5. SERMAYE HAREKETLERİNİN KONTROLÜ

Sermaye kontrolleri, yerleşik olanlar ve olmayanlar tarafından yapılan sermaye işlemi üzerinden getirilen kısıtlamalar ve düzenlemelerdir. Sermaye hareketleri kontrolünü sermaye girişi, çıkışı ya da her ikisinin de kontrolü şeklinde yapmak mümkündür. Sermaye kontrolleri, küresel sermayenin kullanım alanı, yöneldiği alanı kısıtlama konusunda koyulan vergiler ve sınırlamalardan oluşmaktadır. Başka bir ifadeyle sermaye kontrolü, sermaye hesabıyla ilgili işlemleri limitleyen ya da yönünü değiştiren politikalarlardır. Bu kontrolde amaç, sermaye akışını kontrol altında tutmak, finansal bir krize yol açabilecek ya da krizden sonra sermayenin ülkeden kaçmasına sebep olabilecek akışları kontrol edebilmektir. Krizin etkisini hafifletme ya da engellemesinin yanında ülke ekonomisini tamamen ya da kısmi olarak uluslararası sermayeden koruma aracı şeklinde de işlev görmektedir (Kartallı, 2007:46).

1929 senesinde Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan ve küresel bir durgunluk oluşturan kriz nedeniyle, o döneme kadar serbest olan sermaye hareketlerini kontrol etme düşüncesi ortaya atılmıştır. Bunun sonucunda, Bretton Woods sistemi yaratılmış, sermaye hareketliliği ve sabit kur rejiminin yalnızca resmi rezerv biçiminde olduğu bu dönemde küresel çapta bir sermaye kontrolü yapılmak istenmiştir. Ancak 1970'li yıllarda petrol şokları yaşanmış, ABD ekonomisinin büyümesi yavaşlamış, müdahaleci iktisat politikaları önemini kaybetmiş, bunun sonucunda da Bretton Woods sistemi çökmüştür. Bu sürecin ardından da hem gelişmiş hem de gelişmekte

olan ülkelerin sermayeleri önündeki engeller kalkmıştır (Demiral, 2008:92). Uluslararası sermaye hareketlerinin üzerine kurulan yeni sistemle beraber ise finansal krizler de yaşanmıştır. Neo-klasik görüş tarafından ortaya atılan, finansal küreselleşmenin sosyal ve iktisadi gelişmeler sağlayacağı düşüncesinin yanında, sermaye hareketlerinin küresel anlamda krizlere yol açabileceği görülmüştür (1994 Meksika, 1997 Güneydoğu Asya, 1998 Brezilya-Rusya, 2001 Arjantin krizi).

1980'lerde yetersiz tasarruf oranlarına sahip olan gelişmekte olan ülkeler, kaynak sıkıntısını gidermek için sermaye hareketlerini serbestleştirmiş, bu konuda mevzuat değişiklikleri yapmış ve finansal piyasaları serbestleştirmiştir. Bu süreçte Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından da istikrar programlarının temel faktörlerinden birisi olarak sermaye hareketlerinin serbestleşmesini göstermiş, bu ülkelere serbestleşmeyi önermiştir. Serbestleşmenin sonucunda gelişmekte olan ülkeler, sağlayacakları ek kaynaklarla büyümeyi finanse edebilmeyi ve sermaye yetersizliklerini ortadan kaldırmayı amaçlamış, bu konuda kısa vadede başarıya ulaşmışlardır. Fakat istikrarlı bir büyüme ortamına sahip olmadan ve yapısal problemleri çözmeden serbestleşme yapan ülke kötü deneyimler yaşamış, bunun sonucunda sermaye hareketleri olumsuz yönleri ile anılmaya başlanmış, bu nedenle sermaye hareketlerini denetleme ve yasaklama gibi pek çok fikir ortaya atılmıştır (Emil, Vehbi, 2002:61).

Neo-klasik teorinin temelinde sermaye piyasalarında istikrarsızlığın ve belirsizliğin olmaması, etkin piyasa şartlarının sağlanması vardır ve bu teoriye göre herhangi bir müdahale, refahı azaltmaktadır. Keynesyen analizlere göre ise uygulamada kısa vadede istikrarın sağlanması için kontrol faydalıdır. Yüksek büyüme hızını kolay hale getiren ve kapasite kullanmayı arttıran genişlemeci mali ve parasal politikalar, sermaye kontrolü kullanmayı gerektirmektedir. Çünkü genişlemeci mali ve parasal politikalarla sermaye kontrolü beraber kullanıldığı zaman, yatırımlar ya yüksek yurtiçi taleple ya da düşük yurtiçi faiz oranlarıyla teşvik edilmektedir. İkinci en iyi teorisine göre ise uluslararası finans piyasalarının etkin bir şekilde işlememesi, piyasalardaki fiyat-ücret katılığı ve ülke riski gibi durumlarda sermaye hareketlerine çeşitli engeller koymak faydalı olabilmektedir. Bu düşünceye göre serbest piyasadaki aksaklıkları

başka şekillerde düzeltmek mümkün değilse, bu problemlerin düzeltilmesi için koyulacak sınırlamalar ya da vergiler refahı arttırabilecektir (Açıkgöz, 2008:55).

Sermaye kontrollerinin işlevi, spekülatif bir saldırı olduğu zaman yaşanabilecek döviz talebini sınırlamakta, faiz oranı artışına ve rezerv kaybına sınır koymaktadır. Bu kontrolleri idari ya da doğrudan ve dolaylı ya da piyasa bazlı şekilde uygulamak mümkündür. Doğrudan kontroller, sermaye hareketleri ya da bununla alakalı ödemelerle fon transferlerini, açık bir şekilde belirlenen onay şartı ya da miktar sınırlamaları koyma yolu ile yapılan yasaklamalardır. İdari kontroller, sınırların arasındaki mali işlemlerin hacmine etki etme amacını taşımaktadır. Bu tarz kontroller, akımların kontrol edilebilmesi için bankacılık sistemlerine idari bir yükümlülük getirmektedir. Piyasa temelli olan kontrollerse, sermaye hareketleri ve bununla alakalı işlemleri daha pahalı yaparak caydırma yolunu seçmektedir. Bu tarz kontroller; dış mali işlemlere faizsiz rezerv ya da zorunlu mevduat koşulu getirerek dolaylı yönden vergilendirme, farklı işlemler için farklı döviz kurları uygulama ve dış mali işlemlere doğrudan vergi gibi yükümlülükler koyma şeklinde yapılmaktadır. Ayrıca bu kontroller, türüne göre işlemin maliyetini, hacmini veya ikisini birden etkilemektedir (Sharma, 2003:3). Çeşitli sebepler dolayısıyla ülkeler, makroekonomik istikrarsızlığa yol açabilecek sermaye akımlarını kontrol etmek istemektedir (Tablo 1).

Tablo 1. Sermaye Kontrollerinin Amaçları

Sermaye kontrolünün amacı	Metot	Kontrol yönü	Örnek
Gelir sağlamak/savaş finansmanı	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller sabit döviz kurunda daha yüksek enflasyona neden olurken ulusal faiz oranlarını da kontrol altında tutar.	Çıkış	1.ve 2. Dünya Savaşına katılan ülkelerin çoğu
Kredi dağılımı/finans sektörünü baskı altında tutmak	Finansal sistemi ayrıcalıklı endüstrileri ödüllendirmek için kullanılan hükümetler, sermaye kontrollerini sermayenin kar amaçlı yurtdışına çıkışını engellemek için kullanabilirler.	Çıkış	Gelişmekte olan ülkelerde yaygın
Ödemeler dengesi açıklarının kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller devalüasyona veya genişletici para politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	ABD faiz eşitleme vergisi 1963-74
Ödemeler dengesi açıklarının kapatılması	Sermaye çıkışına uygulanan kontroller revalüasyona veya genişletici politikasına gerek duyulmadan yabancı aktiflere olan talebi azaltacaktır.	Çıkış	Alman Bardepot Planı 1972-74
Hareketli sermaye akımlarından korunmak	Sermaye girişinin kısıtlanması kriz dönemlerinde ülkeyi terk eden para miktarını azaltarak ülke istikrarının korunmasına yardımcı olur.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Finansal istikrarsızlıktan koruma	Sermaye kontrolleri sermaye akımlarını kısıtlayarak veya birleşimini değiştirerek ulusal finansal yapıdaki bozuklukların artmasını engeller.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ülke parasının değerlendirilmesini önlemek	Sermaye girişini kısıtlamak ülke parasının değerlendirilmesine yol açabilecek parasal bir genişlemeyi önler.	Giriş	Şili zorunlu tasarruf mevduat karşılıkları 1991-98
Ulusal varlıkların yabancı mülkiyete geçmesini engellemek	Belirli ulusal varlıkların (özellikle de doğal kaynakların) yabancı mülkiyetine geçmesini engeller.	Giriş	Meksika anayasası 27. Madde

Kaynak: Neely, 1999:13.

Sermaye kontrollerini dolaylı ya da doğrudan olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:

1.5.1. Doğrudan Kontroller

Doğrudan kontroller; sermayenin miktarını kısıtlama, sermaye akımı için onay almak zorunda olma, sermayeyi doğrudan yasaklama gibi uygulamalarla yapılmaktadır. Doğrudan kontrollerin yaptırım gücü daha fazla ve etkilidir. Sermaye akışını doğrudan kontrol etmek, sermayenin giriş-çıkış aşamalarının ikisinde de yapılabilmektedir. Ayrıca doğrudan yapılan kontroller, sermaye giriş-çıkışı açısından farklı ekonomik etkilere sahip olabilmektedir. Bu tarz kontroller ekonomik bakımdan parasal sterilizasyon politikalarında daha kısa vadede ve direkt etkilidir. Öte yandan doğrudan

kontrol yöntemleri, kısa dönemli portföy yatırımlarını da düşürmektedir. Genel anlamda doğrudan kontroller şu şekilde gerçekleşmektedir (Alp, 2002:149):

- Sermaye hareketleriyle ilgili işlemlerin belirli izinlere tabi tutulması ve çeşitli sınırlamalar getirilmesi,
- Faiz oranları ve döviz kurlarına sınırlama getirilmesi,
- Yabancıların yatırım yapacağı aktiflerin sınırlandırılması,
- Yabancı yatırımcıların mali kuruma sahip olmasının zorlaştırılması ya da yasaklanması,
- Bankaların yurt içinde yabancılarla yaptıkları işlemlere ve yurtdışı işlemlerine zorunlu karşılıklar getirilmesi,
- Mali kurumların ve bankaların açık döviz pozisyonları tutmasının sınırlandırılması,
- Kısa vadede yurtdışı borçlanmalarının sınırlandırılması ve vergi koyulması şeklindedir.

Bu kontrol şekli, piyasa ekonomisine uygun değildir ve günümüzde kullanılmamaktadır. Ancak 1997’de Asya’da yaşanan krizde Malezya hükümeti, buna benzer uygulamalarda bulunmuş, doğrudan kontrol yaparak ülkeden yabancı para çıkmasını yasaklamıştır. Bu politikayla beraber hükümet, dış borçlar için kaynak bulmaktan kurtulmuş ve uluslararası kuruluşlardan yardım almak durumunda kalmamıştır.

1.5.2. Dolaylı Kontroller

Sermaye akımlarını sınırlandırma konusunda yapılan politikalardan bazıları, sermayenin miktarını ve türünü dolaylı yönden etkileyen politikalardır. Bu tarz kontroller, piyasa şartlarına göre sermaye işlemlerinin maliyetini arttırmakta, bu şekilde sermaye akımlarının miktarını düşürme amacını taşımaktadır. Bu kontroller çoklu veya ikili döviz kuru sistemleri, yurtdışı finansal akımların gizli veya açıkça vergilendirilmesi ve piyasa temelli yapılan diğer önlemlerdir. Çoklu döviz kuru sisteminde, çeşitli finansal işlemler için; örneğin sermaye hesabı işlemler için farklı, uluslararası ticaret için farklı döviz kurları uygulanmaktadır. Uluslararası ticarete

genelde sabit kurlar uygulanmakta ve buna ticari kur adı verilmektedir. Sermaye adımları içinde genelde dalgalı kurlar uygulanmakta ve finansal kur adı verilmektedir. Ayrıca cari işlemler hesabında bulunan zorunlu ithal ürünler için zorunlu olmayan, farklı ithal ürünler için farklı döviz kurunun da uygulandığı görülebilmektedir. Bu tarz bir durumda zorunlu ürünler için uygulanan döviz kuru, diğer ürünler için uygulananadan daha avantajlıdır. Çoklu kur sistemi genelde sabit döviz kuru uyguladığı için ekonomik kriz ve ödemeler dengesi krizi yaşayan ülkelerde görülmektedir. Ani ekonomik şokların karşısında spekülasyon sermaye çıkışları olduğu zaman, bu durum döviz rezervlerini baskılayabilmektedir. Mevcut sabit kurun savunulması, döviz rezervleri azaldığı için mümkün olmamaktadır ancak dalgalı kura geçilmesi de reel ekonomiye zarar verebilmektedir. Sonuçta bu sistem, ticari işlemleri kur hareketlerindeki dalgalanmalardan korumakta; dalgalı kur sistemi gibi çalışan bölüm de piyasadaki talep ve arz göre hareket etmekte, para politikası uygulamaları konusunda ekonomi otoritelerine esneklik sağlamaktadır (Ergül, 2012:15).

Sermaye kontrollerini sermayeyi dolaylı yollardan vergilendirerek de yapmak mümkündür. Bu uygulamada finansal kuruluşlar ya da bankaların, faizsiz olarak merkez bankasında, net döviz pozisyonundaki belirlenen bir oran kadar yabancı para ya da bu paranın yerel para cinsinde karşılığı kadar sermaye tutması gerekmektedir. Bu yöntemle sermaye getirisinin daha az cazip hale gelmesi amaçlanmaktadır. Bu kontrol şeklini sermaye giriş ve çıkışlarına uygulamak mümkündür. Bu uygulamaya kazançsız rezerv adı verilmektedir ve amacı, kısa caddeli olan sermaye girişlerinin uzun vadeli olması ve ülkenin spekülasyon sermayeden zarar görmemesidir.

Dolaylı yönden yapılan diğer kontroller, bankacılık sistemi ve para piyasasıyla alakalı miktar ve fiyat bazlı önlemlerdir. Bu kontrollerde hedef, yatırımcılar ve işlem arasındaki farklılaşmaktır. Bu kontroller yerleşik olan ve olmayan durumları farklılaştırabilmek adına ticari bankaların açık pozisyonlarına veya döviz pozisyonlarına koyulan limitleri, dışarıdan borçlanmak için kuruluşların belli şartları sağlamaları gerektiği anlamına gelmektedir.

1.5.3. Tobin Vergisi

Uluslararası finansal sistem küresel olduğu için, uluslararası sermaye akımları karşısında kullanılacak en iyi çözümün de küresel nitelikte olması gerekmektedir. Günümüzdeki uluslararası finansal sistemde yalnızca bir ülkede uygulanan sermaye kontrollerinin uzun süre uygulanması zor ve idari açıdan da maliyetli olmaktadır. Ülkelerin bireysel olarak sermaye kontrolü yapamayacakları anlamına gelmemekle beraber, küresel çapta yapılacak sermaye kontrolleri, hedefe ulaşabilme açısından daha etkindir. Tobin vergisi adındaki döviz işlemlerinden alınan vergi, küresel çapta işbirliğine dayanan kontrollerin en önemlisidir (Esen, 1997:40).

1930’larda Keynes, Tobin vergisinin temelindeki görüşü ilk defa ortaya atan isimdir. Keynes, finansal piyasalar üzerinde uygulanacak bir işlem vergisiyle, kısa vadeli spekülasyonun engelleneceğini ve uzun vadeli yatırımların özendirileceğini savunmuştur. Hisse senedi piyasalarında bu tarz bir vergi uygulandığı zaman bu durumdan kısa vadede kâr elde etmek isteyenler etkilenecek, ancak ekonomik göstergelere göre yatırım yapanlar etkilenmeyecektir (Saraçoğlu, Şahan, 2004:72).

James Tobin tarafından ortaya atıldığı için bu ismi alan Tobin vergisi, döviz kurlarında istikrar sağlama ve spekülatif hareketi canlandırma hedefine sahiptir. Ortaya çıktığı tarihten günümüze değin küresel işlem hacmi ve spekülatif hareketlerin boyutları arttığı için, bu vergi tekrar gündeme gelmiştir. Verginin uygulanma mantığı çok basittir. Herhangi bir para birimini başka bir paraya dönüştürürken, bu işlem esnasında advalorem tipinde küçük bir vergi alınacaktır. Tobin tarafından yapılan ilk çalışmalarda bu verginin %0,1-%0,5 olması önerilmiştir ancak daha sonra %1’e kadar çıkarılabileceği ifade edilmiştir. Fakat Tobin tarafından önerilen en son oran %0,2’dir. Düşük bir oranla uygulanan bu vergi, uzun vadeli yatırımları çok küçük oranda etkilemekteyken, kısa vadeli spekülatif hareketleri daha büyük etkilemektedir (Deng v.d., 2018).

Euro karşısında doların değer kazanacağını düşünen bir spekülötör, 1 milyon Euro satarak 1.1 milyon dolar aldığı anda (1 Euro: 1.1 Dolar), dolar paritesi yükseldiğinde (1.1 Dolar: 1.1 Euro) bu spekülötör 1.1 milyon doları 1.1 milyon Euro karşılığında

satarak, 100.000 Euro kâr edecektir. Bu tarz bir durumda alış-satış esnasında %0,5'lik bir Tobin vergisi uygulandığında spekülâtör, alım esnasında 5000 Euro ve satış esnasında da 5500 dolar vergi ödemek zorunda kalacaktır. Bu şekilde, spekülâtörün yaptığı kârdan %10,5 oranında bir vergi alınmış olacaktır. Toplam işlem hacmi üzerinden kâra uygulanan verginin efektif oranıysa işlemin sıklığının artmasına göre yükselmektedir (Aklan, 2006:63-64). Bu tarz işlemlerle elde edilen spekülâtif kazançtan ödenen diğer normal vergiler engelleyici değildir çünkü bu tarz vergiler, herhangi bir kâr durumunda söz konusudur. Ancak Tobin vergisi tüm alım-satım işlemlerinde uygulandığı için, kişinin yaptığı zarar ya da kâr önemsizdir. Spekülâtör, sermayesinin %1'i kadar olan vergiyi, herhangi bir kâr elde edemese de ödemek durumundadır. Spekülâtörün beklentilerinin aksinde Euro, Dolar karşısında değer kazanırsa, kişi hem spekülasyon hem de ödediği vergi miktarı nedeniyle zarar etmiş olacaktır.

Küresel piyasalara bakıldığında, sermaye hareketlerinin sonucunda çok ciddi miktarlarda döviz el değiştirmektedir; %0,1'lik bir oranda vergi kesilmesi bile döviz işlemini azaltabilecek etkiye sahiptir. İşlem sayısı arttıkça Tobin vergisi de belirgin bir maliyet unsuru haline geleceği için kısa vadeli sermaye hareketleri azalmakta, ancak işlem sayısı nedeniyle vergi miktarı daha az olacağı için, uzun vadeli yatırımlar etkilenmemektedir. Tobin vergisi kısa vadeli hareketler için azaltıcı bir etkiye sahiptir ancak uzun vadeli hareketler için bu etkisi yoktur.

Hangi işlemlerin vergilendirileceği, Tobin vergisi uygulamasında akla gelen ilk konulardan bir tanesidir. Tobin'in ilk görüşlerine göre, ekonomik etkinlik sağlayan ya da etkinliği bozan sermaye hareketleri fark etmeksizin, bütün döviz işlemleri vergilendirilmelidir. Başka bir deyişle para birimlerinin dönüştürülmesini içeren tüm işlemler vergilendirilmelidir. Fakat mevcut sistemde farklı araçlar da bulunmaktadır. Spekülâtörler, bu yüzden döviz alım-satım işlemlerini diğer işlem ve araçlarla yapmakta, vergi vermeden aynı sonuca ulaşabilmektedir. Bu nedenle Tobin vergisinin amaçlarına ulaşabilmek için, kapsamın swap, opsiyon ve future piyasalarını da kapsayarak, genişletilmesi gerekmektedir (Açıkgöz, 2008:73).

İKİNCİ BÖLÜM

FAİZ KAVRAMI, TÜRLERİ, TEORİLERİ VE FAİZİN İKTİSADİ ETKİLERİ

2.1. FAİZ KAVRAMI

İnsanlığın ekonomik hayatındaki en eski olgulardan bir tanesi faizdir. Eski dönemlerden beri neredeyse bütün toplumlarda bulunan faizi bazı toplumlar ekonominin gerçeği şeklinde kabul etmiş, zaman zaman da haklı bir dayanağı olmadığı için yanlış bir uygulama olduğu şeklinde düşünceler savunulmuştur (Eğilmez, Kumcu, 2016).

İnsanlar geçmişte, gereksinimlerini giderecek hizmet ve malları istedikleri miktarda ve istedikleri zaman elde etme imkanına ve mallarını koruma gücüne sahip değillerdi. Harcanan büyük emeklerin sonunda kazanılan mallar her zaman saldırıya uğrama, çalınma ya da bozulma gibi tehlikelerle karşı karşıya kalmıştı. Bu problemin çözümü olarak borçlanma şeklinde bir yöntem geliştirilmiş, fazla ürüne sahip kişi, bu ürüne sahip olmayan kişiye, daha sonra geriye almak şartı ile borç vermeye başlamıştır. Karşılıksız olarak verilen bu borç ile, iki taraf da istediklerine ulaşma şansına sahip olmuştur. Fakat malları muhafaza etme yolları öğrenilmeye başladıkça insanlar borcun karşılıksız bir şekilde verilmesi konusunda isteksizleşmiş, zamanla verilen borcun yanında bir de fazlalık istemeye başlamıştır. Faiz bu şekilde ortaya çıkmış; para kullanılmaya başladıktan sonra da evrime uğrayarak, farklı boyutlara sahip olmuş ve yaygın bir hale gelmiştir (Komisyon, 2014: 15).

Faiz, hem teorik hem de uygulama açısından asırlardır kullanılmaktadır ve binlerce yıl öncesine dayana köklü ve eski bir geçmişe sahiptir. Antik Yunan filozoflarından olan Aristo ve Platon başta olmak üzere birçok devlet adamı ya da filozof faiz konusu üzerinde durmuş, insan hayatı üzerindeki etkileri ve önemi konusunda çeşitli görüşler bildirmiştir (Zeytinoğlu, 1987: 91).

İlkçağda Faiz: Bu dönemde iktisadi düşünce belirginleşmeye başlamış, faizin sosyal ve ahlaki yönleriyle ilgili pek çok düşünce ortaya atılmıştır. Babil Kralı Hammurabi

tarafından yürürlüğe konulan Hammurabi kanunları, faiz ile alakalı ilk düzenlemelerin yapıldığı kaynaktır ve faiz oranları sınırlandırılmıştır. Yunan filozofu Platon'a göre faiz, gelir dağılımını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu yüzden yoksulluğu arttırmakta, çekişmelere ve toplumsal eşitsizliğe neden olmaktadır ve bu sebeple yasaklanmalıdır. Aristo faizin kısır bir tavuğa benzediğini belirtmiş, paranın yavrulayamayacağını savunarak, faizle zengin olmanın ahlaki değerlerle uyuşmadığını ifade etmiştir (Pıçak, 2012: 68-69).

Ortaçağda Faiz: Ortaçağda dini değerler hâkimdir ve bu nedenle faizle ilgili tutumlar katı olmuş, borç verilen paradan fazla paranın geri alınması günah olarak kabul edilmiştir (Akalm, 2013: 195). Faizi yasaklama düşüncesi, çalışmadan elde edilen herhangi bir gelirin meşru olmadığı ilkesine dayandırılmış ve emek harcamadan ulaşılan zenginleşme engellenmek istenmiştir (Küçükcalay, 2010: 131). Ortaçağda faizle ilgili belirtilen görüş ve düşünceler, İlkçağdakinden pek de farklı değildir (Zeytinoğlu, 1987: 93).

Yeniçağda Faiz: Ortaçağ'ın sonlarına doğru yeni kıtalar ve deniz yolları keşfedilmiş, üretim ve ticaret yapısı uluslararası bir niteliğe sahip olmuş ve gelişmiş, kapitalizmin güçlenmesi için ortam hazırlanmıştır. Bunun sonucunda faiz olgusu ahlaki ve dini kapsamdan çıkmaya başlayarak, ekonominin temeline yerleşmeye başlamıştır. Ekonomide yaşanan gelişmelerin yanında Hristiyanlıkta yapılan reform hareketleriyle de, faiz hakkındaki görüşler büyük ölçüde değişmiştir (Unay, 2000: 213). Turgot, Jean Calvin, Martin Luther King gibi reformistler faiz uygulaması karşısındaki yaklaşımları zayıflatma konusunda öncü olmuştur (Pıçak, 2012: 74). İlk ve Ortaçağların aksine faiz kullanımı, meşrutiyet kazanmaya başlamıştır.

Pek çok farklı boyutta incelenen faiz, özellikle ekonomi alanında önemli tartışmalara yol açmıştır. Faizin tanımıyla ilgili ortak bir görüş birliği yoktur. Faiz; belli bir miktar parayı belli bir süre kullandıktan sonra ödenen bedeldir. Bir başka tanımda ise faiz, paranın kirası şeklinde tanımlanmaktadır (Unay, 2000: 212). Ertek'e (2011) göre faiz, paraya ihtiyacı olanlar ile parası olanları bir araya getiren fiyattır. Paraya ihtiyaç duyan taraf, faiz adındaki fiyatı ödeyerek, parası olan taraftan belli bir süre için borç almaktadır (Ertek, 2011: 241). Bunun yanında faizle, borç verilen parayı geri ödememe

riski karşılanmakta ve enflasyon yüzünden oluşan değer kaybı telafi edilmektedir (Unay, 2000: 212). Ekonomi alanında belirtildiği üzere faiz, üretim faktörleri arasında olan sermayenin, toplam gelirden aldığı paydır (Eğilmez, 2013). Hukuki anlamdaysa faiz; bir miktar para ödeme konusunda oluşan, borç veren tarafın belli bir zaman için bu paradan mahrum kaldığı süre ve belli bir oran kapsamında oluşan bir tür karşılık ya da getiridir (Aydoğdu, 2011: 86).

2.2. FAİZ TÜRLERİ

Faiz, makroekonomik denge oluşumunda önemli bir role sahiptir ve hem uygulamada hem de literatürde farklı türlere sahiptir (Karakayalı, 2002b: 14-15). Bu durumun sonucunda vergi, kredi riski ve vade gibi uygulamalarda farklılıklar ortaya çıkmaktadır (Mankiw, 2009: 69).

Başlıca faiz türleri şunlardır:

Basit Faiz-Bileşik Faiz: Basit faiz; yatırım dönemi boyunca bir yatırımın yalnızca anaparasından elde edilen faiz oranıdır. Bileşik faizse yatırım dönemi süresince bir yatırımın, kazanılan faiz ile beraber tekrardan yatırılması ve bunun sonucunda ulaşılan getiridir. Yani, faizden elde edilen faizdir (TCMB Terimler Sözlüğü).

Mevduat Faizi-Kredi Faizi: Mevduat faizi, şahısların bankadaki mevduat hesaplarında, istenildiği zaman ya da daha önceden belirlenen bir sürenin sonunda çekmek üzere, yatırılan paraya uygulanan faizdir. Kredi faiziyse, bankalar tarafından şahısların gereksinimlerini karşılayabilmek adına konut kredisi, tüketici kredisi ya da ticari kredi gibi pek çok krediye uygulanan faizdir (Eğilmez, 2013).

Nominal Faiz-Reel Faiz: Nominal faiz, piyasada yaygın bir şekilde kullanılmaktadır ve enflasyondan arındırılmayan cari faiz anlamına gelmektedir. Bu yüzden nominal faizin getirisi ile birlikte vade sonunda ulaşılabilecek para, satın alım gücünde yaşanan değişimi göstermemektedir. Çünkü enflasyon, paranın değerini düşürmekte ve fiyatlar genel düzeyini arttırmaktadır (Özel, 2000: 25). Reel faiz, nominal faizin sahip olduğu bu problemi çözmek amacıyla geliştirilmiştir ve fiyat etkisini çıkardıktan sonra kalan faiz anlamına gelmektedir. Reel faiz, gerçek satın alım gücünü ortaya çıkarmaktadır

(Tomanbay, Gümüş, 2004: 350). Reel faiz oranını hesaplamak için şu formül kullanılmaktadır (Mucuk, 2017: 56).

$$\text{Reel faiz oranı} = \frac{1 + \text{Nominal faiz oranı}}{1 + \text{Enflasyon faiz oranı}}$$

Reel faiz oranı için genelde gerçekleşen ve beklenen olmak üzere iki ayrım yapılmaktadır. Sene başında nominal faiz oranı bilinirken, enflasyon oranıysa yalnızca tahmin edilebilmektedir. İktisadi birimler tarafından karar alınırken enflasyonla ilgili tahminler ve nominal faiz oranlarıyla ilgili bilgiler kullanılmakta ve reel faiz oranı beklentisi oluşturulmaktadır. Enflasyonun sene sonundaki durumuna göre gerçekleşen ve beklenen reel faiz oranları da farklılaşmaktadır. Bu durumda alınan kararın doğru olup olmadığı, beklentilerin gerçekçilik düzeyine bağlıdır (Yıldırım v.d., 2016: 70).

Gösterge Faizi: Gösterge faizi; vadeye bir veya iki sene kalan ve üç ayda bir kupon ödemeli bir şekilde alımı ve satışı yapılan, en fazla işlem gören devlet tahvilinin ikincil piyasa içerisindeki faizidir (Eğilmez, 2013).

Politika Faizi: Politika faizi, Merkez Bankası'nın miktar ihalesi yöntemi ile gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihalesi açtığı zaman uyguladığı faizdir ve bu faize Para Politikası Kurulu karar vermektedir. Repo /Ters Repo, devlet tahvili, hazine bonusu gibi sabit getirili bir menkul kıymet satılırken ya da alınırken, aynı kıymeti daha önceden belirlenmiş bir fiyattan, ileri bir tarihte satması ya da geri alması konusunda yapılan anlaşmadır (TCMB, 2012: 5).

Gecelik Faiz: Gecelik faiz, ellerindeki paraları gecelik olarak borç vermek isteyen veya hesaplarını kapatabilmek için gecelik borç almak isteyen bankalara Merkez Bankası tarafından uygulanan faizdir. Merkez Bankası tarafından ilan edilen borç verme oranına tavan, borç alma faiz oranına ise taban denir ve gecelik faiz oranları, bu iki oran arasında gerçekleşir. Merkez Bankası bünyesindeki bankalarda gün içinde likidite sıkışıklığı yaşandığında bankalar, limitleriyle sınırlı olmak üzere, teminat karşılığında CMB borç verme faiz oranı kapsamında gecelik olarak borçlanabilmektedir. Likidite fazlalığı olduğundaysa borçlanma faiz oranından

limitsiz olarak Merkez Bankasına TL cinsinden borç vermek mümkündür (TCMB, 2012: 5).

Geç Likidite Penceresi Faizi: Geç likidite penceresi, en son borç veren merci sıfatı ile Merkez Bankası'nın gün sonunda ödeme sistemlerinde yaşanabilecek problemleri giderebilmek adına bankalara uygulanan borç alma-verme olanağıdır. Likidite fazlalığını değerlendirmek ya da geçici nitelikte olan ihtiyaçlarını gidermek için bankalar, teminat karşılığında ve bir limit olmadan bu faiz ile TCMB'den borçlanabilmekte veya borç verebilmektedir (TCMB Terimler Sözlüğü). Bu faiz uygulaması, ellerindeki parayı borç vermek veya hesaplarını kapatmak için son ana değin bekleyen bankalara uygulanan caydırıcı faiz oranlarıdır (Eğilmez, 2014).

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Faizi: Devlet İç Borçlanma Senedi, Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtiçi piyasalarda ihraç edilen hazine bonoları ve devlet tahvilinin genel adıdır (www.hmb.gov.tr). Hazinenin vadesi 1 seneden uzun süreli olan iç borçlanmalarda kullanılan senetlere devlet tahvili; bir seneden az olanlara ise hazine bonusu adı verilmektedir. İç borçlanma, hazine tarafından ihale yöntemi ile yapılmaktadır. Bu ihalelerde borçlanma faizi de belirlenmekte, bu faize de "Devlet İç Borçlanma Senetleri Faizi" adı verilmektedir (Sayılğan, 2013: 6-7).

Reeskont ve Avans Faizi: Merkez Bankası, bankaların likidite ihtiyacını karşılamak için, bankaların kendisine sunduğu ticari senetleri reeskont amacıyla kabul etmektedir. Reeskont, belli bir bedel karşılığında bankanın iskonto ettiği ticari senetlerin, bir bedel karşılığında yeniden el değiştirmesidir. Merkez Bankası'nın bu işlem için uyguladığı faiz de reeskont faizidir. Merkez Bankası reeskont için kabul ettiği ticari bir senet için avans da sunabilmektedir. Bu işlem için uygulanan faize de avans faiz oranı denir (www.tcmb.gov.tr).

Zorunlu Karşılıklara Telafi Faizi: Zorunlu karşılık, bankalar tarafından kabul edilen döviz ve yerel para mevduatlarına karşılık, Merkez Bankası bünyesinde bulundurmamak durumunda oldukları para miktarıdır. Zorunlu karşılığın yarattığı maliyeti bankalar, kredi kullananlara ve mevduat sahiplerine yansıtmaktadır (Ünalnış, Ünalnış, 2015:

2). Merkez Bankası, bankadan faizsiz bir şekilde aldığı karşılığa istinaden bu bankaya, zorunlu karşılıklara telafi faizi isminde bir ödeme yapmaktadır. TL cinsinden kabul edilen zorunlu karşılıklara Merkez Bankası, finansman şirketleri ve bankaların mevduatıyla özkaynak toplamının kredilerine oranı kadar; Amerikan doları cinsinden olan karşılıklaraysa serbest hesaplar ve rezerv opsiyonları gibi, ihbarlı mevduat hesaplarına da uygulanan oran miktarında bir faiz ödemesi yapılmaktadır (TCMB, 2015: 1).

2.3. FAİZ TEORİLERİ

Faiz teorileri, faizin neler tarafından belirlendiğini ve faiz olgusunun varlığını açıklamaktadır (Seyrek, Mızırak, 2009: 387). Bu faiz teorilerinin başlıcaları şunlardır:

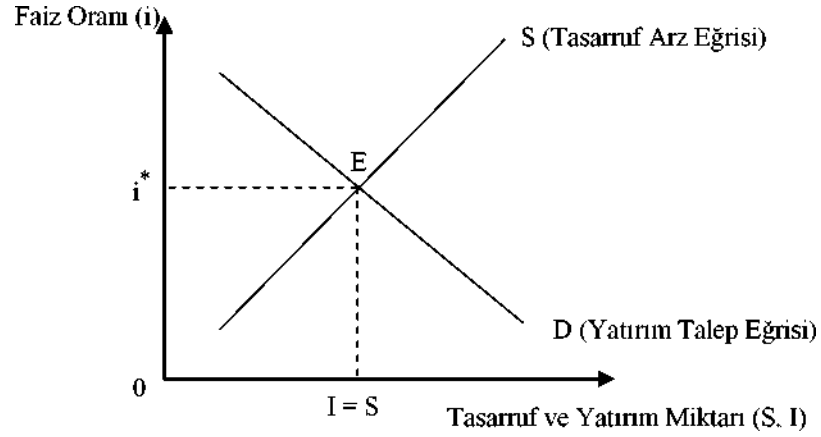
- Neo-Klasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi
- Klasik Faiz Teorisi
- Neo-Keynesyen Hicks-Hansen Faiz Teorisi
- Tobin'in Portföy Teorisi
- Keynesyen Faiz Teorisi

2.3.1. Klasik Faiz Teorisi

Klasik teoriye göre faiz oranı reel bir değişkendir. Yatırım talebi ve tasarruf arzı da denge faiz düzeyini belirleyen faktörlerdir (Günel, 2010: 51). Klasik iktisadi düşünce, yatırımlar ve tasarruflar arasındaki eşitliğin de faiz oranlarındaki esneklik tarafından belirlendiğini ifade etmektedir (Ertek, 2011: 241).

Klasik faiz teorisine göre yüksek faiz oranlarıyla talebi kısmak ve tasarrufları arttırmak mümkündür. Enflasyonun olduğu ortamlarda yüksek faiz politikasının izlenmesi talebi baskılamak; düşük faiz politikasının izlenmesi de arzı arttırmak için etkili olmaktadır (Akdiş, 1996: 58). Başka bir deyişle faiz oranının düşmesi yatırımları; yükselmesi ise tasarrufları özendirir (Unay, 2000: 215).

Klasik iktisat teorisine göre faiz oranı oluşumu Şekil 2’de gösterilmiştir. Tasarruf arzı ve faiz oranı arasında pozitif, yatırım talebi ve faiz oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Yani yatırım talebi faizin azalan bir fonksiyonuyken, tasarruf arzı da ise artan bir fonksiyonudur (Aslan, 2009: 396).



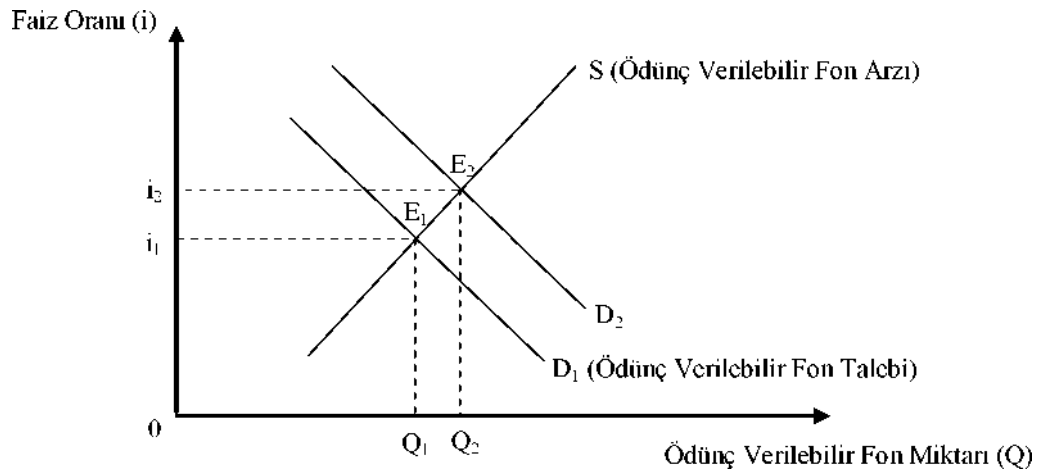
Şekil 1. Klasik Teoride Faizin Oluşumu

Yatırım talebiyle tasarruf arzının kesiştiği noktada olan düzeyde denge faiz oranı belirlenmektedir. Faiz oranı denge faiz oranının üzerine çıkarsa; arz edilen tasarrufun miktarı, yatırım amacıyla istenen kredinin miktarından fazla olmakta ve ortaya çıkan tasarruf arz fazlalığının yüzünden faiz oranı düşmektedir. Denge faizinin altında oluşması durumundaysa; arz edilen tasarrufun miktarı yatırım amacıyla istenen kredinin miktarından düşük olmakta ve ortaya çıkan yatırım talebi fazlalığı, faiz oranlarını yükseltmektedir. İki durumda da faizin kendisi, bir süre sonra dengeye gelmektedir (Ertek, 2011: 241).

2.3.2. Neo-Klasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisi

Ödünç verilebilir fonlar teorisi, klasik teorinin faiz oranını belirlemeye ilgili görüşünü genişletmiş; yalnızca firmaları ve bireysel tasarruf sahiplerini değil, dış alemi ve kamu kesimini de dahil etmiştir. Bu teoride belirtildiği üzere faiz oranı, ödünç verilebilen fonların arz-talebine bağlıdır (Aslan, 2009: 400).

Ödünç verilebilir fon arzı; firmaların amortisman için ayırdıkları paralardan ve dağıtılmayan karlarından, hane halkının tasarruflarından, dış alemden alınan borç parada ve kamu bütçesi fazlası varsa bu fazladan meydana gelmektedir. Ödünç verilebilir fon talebiyse; hane halkının tüketim için talep edeceği kredi, firmaların yatırım giderlerinin finansmanı için talep edeceği kredi, devletin bütçe açığının finansmanı için talep edeceği borç para ve dış alemin talep edeceği borç paradan meydana gelmektedir (Ertek, 2011: 243).



Şekil 2. Neo-Klasik Ödünç Verilebilir Fonlar Teorisinde Faizin Oluşumu

Ödünç verilebilir fon arz-talep eğrisindeki kesişme noktasında oluşan düzeyde denge faiz oranı belirlenmektedir. Burada ödünç verilebilir fon arz-talep miktarı eşit olmaktadır. Bu arz-talep miktarındaki değişimler, faiz oranını değiştirmektedir. Ödünç verilebilir fon talebinde yaşanan bir artış, ödünç verilebilir fon talep eğrisini sağa doğru hareket ettirmekte ve D2 konumuna getirmekte, denge faiz oranıysa i_2 seviyesine yükselmektedir (Oktay, 2002: 97).

Ödünç verilebilir fonlar teorisi kapsamında oluşan denge faiz oranı, yatırım ve tüketim gibi reel büyüklüklerde oluşan değişimden kaynaklandığından dolayı, reel faiz adı da verilmektedir (Paya, 2013: 135). Reel faiz oranı denge noktasının üzerinde olduğu zaman ödünç verilebilir fon arzı da fon talebini aşacağı için, tasarruf eğilimi artmaktadır. Yüksek faiz oranları, ödünç verilebilir fon arz miktarını ve tasarruf miktarını artırmaktadır. Daha yüksek gelirlere ulaşmak için fon arz eden taraflar

arasında yaşanan rekabetin sonucunda faiz oranları düşerek, tekrar denge sağlanmaktadır. Reel faiz oranı denge noktasının altına düştüğünde ise ödünç verilebilir fon talebi, fon arzını aşacağı için, arzulanan yatırım miktarı da artmaktadır. Fon kıtlığının oluşması, ödünç fon talep edenler arasında rekabeti arttırmakta ve faiz oranlarını yeniden denge noktasına çıkartmaktadır (Orhan, Erdoğan, 2013: 142).

Denge faiz oranı, fon arz-talebini belirleyen unsurlarda yaşanan değişimlerden etkilenmektedir. Kamu harcamalarındaki ve yatırımların kârlılığında görülen değişiklikler, öz finansman olanaklarındaki değişiklikler, fiyatlar ile alakalı beklentiler, ödünç verilebilir fon talebi eğrisinin; gelir ve servet düzeyi, faiz ve fiyatlar ile alakalı beklentiler, vergi politikası gibi pek çok unsur da ödünç verilebilir fon arz eğrisinin konumunu değiştirmektedir. Enflasyon beklentilerinin güçlenmesi ya da kârlılığın artması gibi faktörler ödünç verilebilir fon talep eğrisini tamamen sağa; öte yandan gelir ve servet düzeyinde yaşanan gerileme ise tasarrufları düşüreceği için, ödünç verilebilir fon arz eğrisini tamamen sola hareket ettirmektedir (Paya, 2013: 135-136).

Fiyatlar ile alakalı beklentiler hem fon arzını hem de fon talebini etkilemektedir. Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinin artacağıyla ilgili bir beklenti olduğu zaman kişiler, fiyatlar artmadan hizmet ve mal satın alma isteğiyle tüketimlerini arttırmakta, tasarruflarını azaltmakta, dolayısıyla fon arz eğrisi de sola kaymaktadır. Öte yandan fiyatlar artmadan harcamalarını arttırma arzusuna sahip olan yatırımcılar da daha fazla borçlanabildikleri için, fon talep eğrisi sağa kaymaktadır. Bu durumun sonucunda da faiz oranı artmaktadır (Aslan, 2009: 402).

2.3.3. Keynesyen Faiz Teorisi

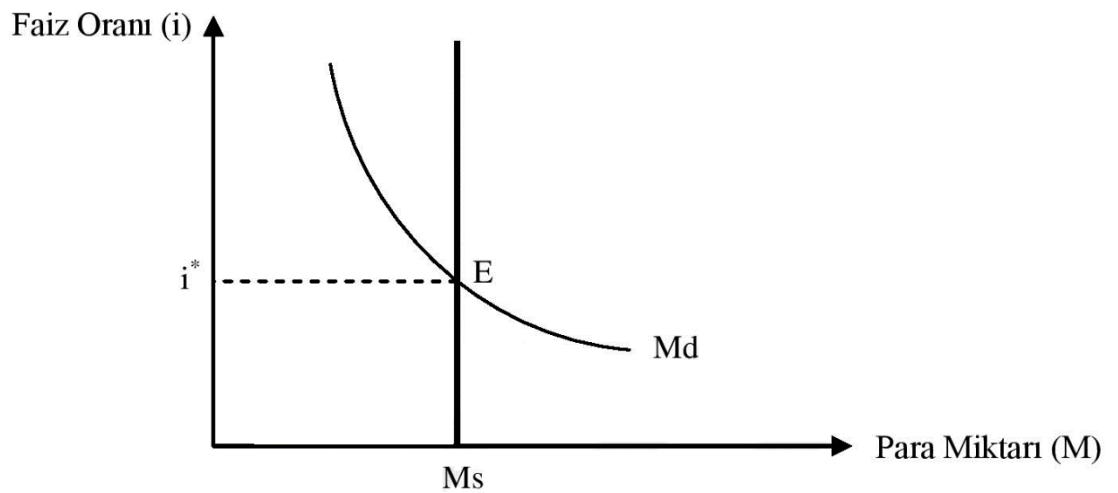
Bu teoriye göre faiz oranı, para arz ve talebine göre belirlenmektedir. Ekonomik birimler, kazanç veya gelirlerinin bir kısmını nakit olarak tutmak istemektedir ve bu duruma likidite tercihi ya da para talebi adı verilmektedir. Para talebi; spekülasyon, ihtiyat ve işlem amaçlı olmak üzere 3 ana nedene sahiptir (Ertek, 2011: 244).

İşlem amaçlı para talebi, kişilerin günlük gereksinimleri karşılama adına talep ettikleri paradır. İhtiyaç amaçlı para talebi, acil durumlar ve tahmin edilemeyen ihtiyaçlar için

istenen paradır. Spekülasyon amaçlı para talebiyse, servet biriktirme aracı şeklinde menkul kıymetler ya da tahvile yatırım yapmak için talep edilen paradır (Özyurt, 2003: 192-193). Ekonomik birimler tarafından ihtiyaç ya da işlem amacı ile talep edilen para miktarı gelire bağlıdır ancak spekülasyon amaçlı para talebi faiz oranının azalan fonksiyonu şeklindedir. Faiz oranında artış oldukça spekülasyon amaçlı talep edilen para miktarında azalma olmakta; bunun aksi gerçekleştiğinde de artmaktadır. Dolayısı ile talep edilen para miktarıyla faiz oranı arasında negatif yönde bir ilişki vardır (Ertek, 2011: 245).

Keynesyen teoriye göre para arzı, faiz oranının bir başka belirleyicisidir ve finansal varlıkların toplam değerini belirtmektedir (Krugman ve Wells, 2013: 382). Merkez Bankası, para politikasının yönetimi ve bankacılık sisteminin kontrolünü yapmaktadır (Yıldırım v.d., 2016: 611) ve para arzını, faiz oranından bağımsız bir şekilde belirlemektedir (Yetkiner, 2012: 85).

Keynesyen faiz teorisine göre faiz oranı; para arzıyla talebinin kesişim gösterdiği noktada belirlenmektedir. Faiz oranı, likiditeden vazgeçmenin karşılığı şeklindedir (Işık, 2010: 170).



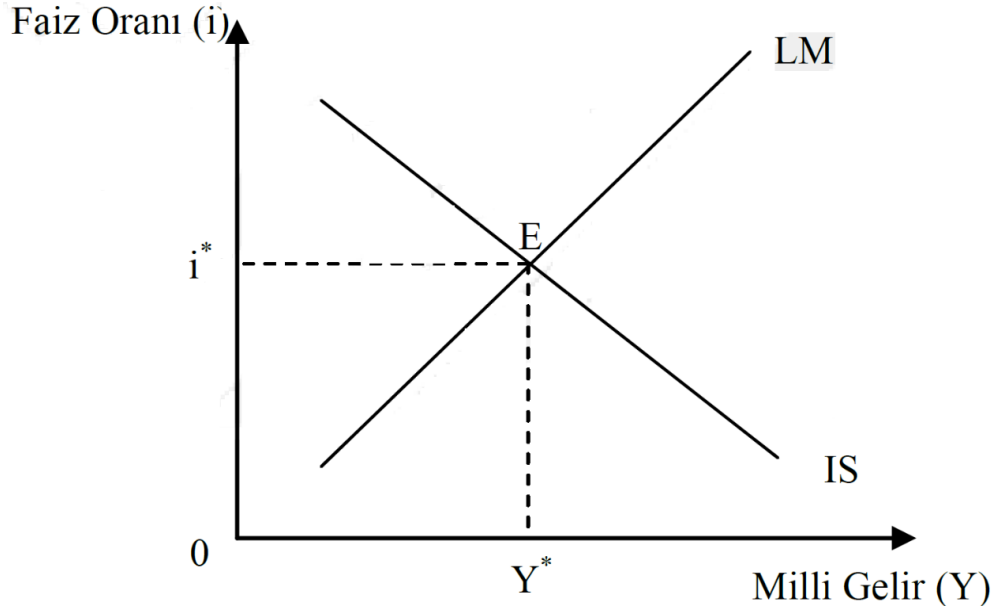
Şekil 3. Keynesyen Teoride Faizin Oluşumu

Denge faiz oranı, para arzı ve talebindeki değişmelerden etkilenmektedir. Para arzının sabitken gelirden artışın olduğu bir durumda para talebi yükseldiği zaman, denge faiz oranı da artmaktadır. Gelir artışına paralel olarak ihtiyat ve işlem amacı ile para talebinde artış olması, faiz oranlarını yükseltmektedir. Para miktarı değişmediğinden dolayı artan para talebi tahvil satarak karşılandığında, faizler yükselmekte ve tahvil fiyatları düşmektedir (Aslan, 2009: 399; Unay, 2000: 361). Öte yandan para talebinin sabit olduğu durumda para arzı arttığındaysa, faiz oranında düşüş olmaktadır. Para talebinin sabit olduğu durumlarda para arzı arttırıldığı zaman ekonomik birimler, ellerinde bulunan fazla paradan kurtulmak için tahvil almaktadır. Bu şekilde tahvil talebiyle beraber tahvil fiyatlarında da artış olmakta, bu da faizleri düşürmektedir (Mucuk, 2017: 127).

2.3.4. Neo-Keynesyen Hicks-Hansen Faiz Teorisi

Yatırım ve tasarruf, klasik faiz teorisine göre birbirine bağlıdır. Bu nedenle Keynes, faiz oranını belirlemek konusunda yetersizlik olduğunu belirtmektedir fakat Keynes'in geliştirdiği likidite tercihi de bu yetersizliği giderememiştir. Bu boşluğun doldurulabilmesi için Hicks ve Hansen, IS-LM Modelini ortaya atmıştır. Bu modelde hem Keynesyen hem de Klasik teoriden unsurlar vardır (Günel, 2010: 53).

Hicks-Hansen'in geliştirdiği bu modelde, ekonomideki parasal ve reel taraf beraber ele alınmakta, aralarında bulunan karşılıklı etkileşim ortaya konmaktadır. IS Eğrisi mal piyasasına denge getiren farklı gelir ve faiz bileşimlerini; LM eğrisiyse para piyasasında denge sağlayan farklı gelir ve faiz bileşimlerini ifade etmektedir (Mucuk, 2017: 153).



Şekil 4. Hicks-Hansen Faiz Teorisinde Faizin Oluşumu

IS-LM Modeli'ne göre tüm gelir düzeylerindeki tasarruf ve yatırımlarla para arz ve talebini birbirlerine eşitleyen bir faiz oranı vardır. IS ve LM eğrilerinin kesiştiği noktada iki piyasayı da eş zamanlı olarak dengeye getiren gelir seviyesi ve faiz oranı bileşimine ulaşmak mümkündür (Aksu v.d., 2001: 47).

2.3.5. Tobin'in Portföy Seçimi Teorisi

Bazı insanlar, faizin getirilerinden vazgeçmiş, aktifleri ve parayı ellerinde tutmak istemiş, bu durum da Tobin'in ilgisini çekmiştir. Tobin'in geliştirdiği Portföy Teorisi, Keynes tarafından geliştirilen Likidite Tercihi Teorisi'nin geliştirilmiş halidir (Öçal, Osmanlı, 2004: 259). Keynes'e göre spekülörler gelecek dönemle ilgili faizler konusunda kesin bilgilere sahipken, Tobin'e göre bu bilgiler kesin değildir ve ortada bir belirsizlik vardır (Özyurt, 2003: 205).

Tobin tarafından ortaya atılan teorinin temelinde risk faktörleri ve belirsizlik vardır. Belirsizliğin yüzünde de faiz getirisini sağlayabilecek aktifler yerine, nakit elde tutulmaktadır. Risk yüzünden yatırımcılar bir portföy oluştururken yalnızca bir aktife bağlı kalmamakta, bu aktifleri çeşitlendirmektedir (Parasız, 2009: 450). Aktifleri

çeşitlendirmenin sebebi de, belirsizlik ve gelecekle ilgili beklentilerin kesin olmamasıdır (Özyurt, 2003: 206).

Hicks-Hansen'in geliştirdiği IS-LM Modelinde ortaya çıkan denge faiz oranı para piyasasına denge getiren faiz oranını, yatırımları ve tasarrufu göstermektedir. Dolayısı ile para arz-talebinde yaşanan bir değişiklik, faiz oranlarını etkilemektedir. Bu belirsizlikleri de analizine dahil eden Tobin, farklı yatırım araçlarının farklı risklere sahip olacağını da belirterek, faiz oranlarının da farklı olacağını ifade etmiştir. Bu teoriye göre belirsizliklerde artış oldukça faiz oranlarında da artış olmaktadır (Öruç, 2016: 299).

2.3.6. Marksist Faiz Teorisi

Marx'a göre tarihin dönüşümü ve toplumların değişiminde esas olan şey, ekonomik çıkar mücadelesidir. Bu mücadele, üretim araçları olan ve olmayan sınıflar arasında gerçekleşmektedir (Palabıyık, 2012: 270). Tarih boyunca toplumların geçirdiği değişim ve dönüşümleri anlatabilmek için Marx, sağlam bir kapitalizm tahlili yapmış; kapitalizm üretim şeklinin kendisini nasıl tasfiye edeceği ve sosyalist bir tarza bürüneceğini kanıtlamak istemiştir.

Bu analizine Marx, meta kavramıyla başlamıştır. Ona göre meta, pazarda satılan ürünlere verilen genel isimdir. Kapitalist meta üretimiye, üretim araçları sahiplerinin, ücretli emeği sömürmesi temeline dayanmaktadır. Kapitalizmin temelinde burjuva yani kapitalist sınıf ve proleterya yani işçi sınıfının çatışması vardır. Temelinde kâr arttırma düşüncesi olduğundan dolayı kapitalizm, üretim faaliyetlerinden maksimum düzeyde kâr elde etme ve işçi sınıfını sömürme üzerine kurulmuştur. Marx ise bu sistemin kendi içindeki çatışmasını ve sömürü mekanizmasını, artı değer kavramıyla ispatlamak istemiştir (Küçükcalay, 2010: 357-362).

Artı değer kavramı, Markist iktisadın temelidir. Bu kavram, işçi emeği ve ücretinin birbirlerini karşılamamasıdır (Genç ve Çağlayan, 2017: 676). İşçinin emeği ve işçiye ödenen ücret arasındaki fark, artı değerdir. İşçinin, aldığı maaştan fazlasını üretmesiyle ortaya çıkan bu artı değer, kapitalizmin barındırdığı sömürüyü ispatlar niteliktedir (Bocutoğlu, 2012: 138).

Marx'a göre, kapitalizmde sermayenin işleyişi, artı değer oluşumu ve bu değer büyük bir kısmının tekrar üretim sürecinde kullanılması, sermaye birikimine eklenmesiyle gerçekleşmektedir (Barber, 2007: 170). Bu nedenle tek bir elde toplanan artan sermaye birikimi nedeniyle, burjuva ve proleterya sınıfı arasında çatışma olmaktadır. Sömürünün artmasıyla işçi sınıfının dayanışma duygusu da artmakta, bu durum işçileri isyana yönlendirmektedir. Karşı bir devrim durumunda işçiler iktidarı ele alarak mülkiyeti yok edebilmekte ve sömürü düzeni de sona ermektedir. Marx tarafından kanıtlanmak istenen sosyalizm temelli üretim şekli, proleteryanın diktatörlüğünde tüm sınıfların yok olduğu, sınıfsız bir düzendir (Bocutoğlu, 2012: 141).

Marx'a göre faiz, kârın bir parçasıdır (Türkay, Demirbaş, 2012: 4). Başka bir deyişle faiz, kârın para sahibine ödenen bir parçasıdır. Bu nedenle faiz işçi ve kapitalist arasında değil, iki kapitalistin arasında gerçekleşen bir eylemdir (Marx, 1990: 298-311). Kapitalist, meta-sermaye şeklinde olan sermayesini yeniden para-sermaye biçimine dönüştürmek istemekte, kendi sermayesinden sanayi kapitalistine borç vermektedir (Afşar ve Özyiğit, 2017: 251). Kapitalist, gereksinim duyduğu sermayeyi ödünç almakta, daha sonra kâr ettiği değer bir kısmını sermaye kapitalistine vermektedir (Pıçak, 2012: 87). Borcun faizi adı da verilen bu tutar, bir nevi şekil değiştirmiş bir artı değerdir (Küçükkalay, 2010: 372).

2.4. FAİZİN İKTİSADİ ETKİLERİ

Makroekonomik değişkenler üzerinde faiz, dolaylı ya da doğrudan birçok etkiye sahiptir. Bu değişkenlerde yaşanan değişimler toplumsal dengeleri etkileyebilmektedir. Bu kapsamda faiz oranında yaşanan azalış ya da artışlar, hem sosyal hem de iktisadi göstergeleri açıklayıcı özelliklere sahiptir.

2.4.1. Gelir Dağılımı Üzerindeki Etkisi

Bir ülkede belirli bir dönem içerisinde üretilen hizmet ve malların sonucunda ulaşılan toplam gelirin ekonomi bünyesindeki karar birimleri tarafından bölüşülmesi, gelir dağılımıdır (Karacan, 2017: 35). Bu paylaşım hem geliri oluşturan bireyler arasında hem de bu oluşuma katkıda bulunan sektörler, üretim faktörleri ve bölgeler arasında

da yapılabilmektedir (Çalışkan, 2010: 92). Bu nedenle gelir dağılımı bölgesel, sektörel, fonksiyonel ve kişisel dağılım şeklinde 4 türden oluşmaktadır (Acar, 2015: 44).

Kişisel gelir dağılımının temelinde, gelirin aile grupları ya da kişileri arasında dağıtılması vardır (İzgi, Alyu, 2018: 990). Fonksiyonel gelir dağılımında, üretim sonucunda ulaşılan gelirin, üretimde bulunan üretim faktörü sahiplerine kâr, rant, faiz ve ücret şeklinde paylaşılması vardır (Erçakar, Güvenoğlu, 2018: 40). Sektörel gelir dağılımında, hizmet, sanayi ve tarım sektörlerinin milli gelirden pay alması esastır (Altınok, 2007: 150). Bölgesel gelir dağılımıysa, bir ülkede farklı yerlerde yaşayan insanların milli gelirden aldığı payı göstermektedir (Karaman ve Özçalık, 2007: 26).

Faizin artmasıyla uzun vadede üretim ve yatırımlar azalmakta, bu da emek talebini düşürmekte ve işsizlik artmaktadır. Bunun sonucunda düşük gelir grubundan yüksek gelirli gruba doğru bir gelir aktarımı yaşanmakta, milli gelirden alınan pay düşük gelirliye daha az gitmektedir (Bükey, Çetin, 2017: 108). Faizlerin artması ayrıca kişisel ve fonksiyonel gelir dağılımı üzerinde de negatif bir etkiye yol açmaktadır. Faiz artışının sonucunda üretimden elde edilecek gelirden sermaye sahibinin alacağı gelir artmakta ancak emekçinin alacağı pay azalmaktadır (Uysal, 2007: 271). Bir başka deyişle yüksek faiz uygulamaları sonucunda kaynaklar üretken olmayan alanlara yönelmekte, gelir dağılımıysa çalışanların aleyhine dönmektedir (Aydın, 2012: 164).

Lancastre'ye (2016) göre bu değişkenlerin arasında bulunan nedensellik ilişkisi, gelir eşitsizliğinden reel faiz oranlarına doğru olabilmektedir. Yüksek gelir grubuna oranla düşük gelire sahip grupta borçlanma eğilimi daha fazla olduğu için, gelir eşitsizliği arttığı zaman bireysel borçlanma oranı azalmakta ve faiz oranları düşebilmektedir. Ayrıca yüksek gelire sahip gruplar daha yüksek bir marjinal tasarruf eğilimine sahip olduğu için gelir dağılımında yaşanacak bir bozulma, tasarrufları arttırmakta, kredi arzını genişletmekte ve faiz oranlarını düşürmek için baskı yapmaktadır.

Battisti ve diğerlerinin (2014) yaptığı bir çalışmada dünyadaki faiz oranlarının gelir eşitsizliğini etkileme düzeyi incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre dünyadaki

faiz oranlarında düşüş olduğu zaman fakir ülkelerde yaşanan eşitsizlik daha kolay giderilmekte, ancak zengin ülkelerde bu eşitsizlik oranında artış gözlemlenmektedir.

Bükey ve Çetin (2017), gelir dağılımını etkileyen faiz faktörleri, vergi politikası, enflasyon, küreselleşme ve iktisadi büyümeyi Türkiye ekonomisi kapsamında en küçük kareler yöntemiyle incelemiş; faizdeki bir birimlik artışın Gini katsayısını ortalama 0,05 birim arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmanın bulgularına göre faiz, düşük gelirli gruptan yüksek gelirli gruba doğru bir gelir aktarımına yol açmaktadır.

Sugözü v.d. (2017) tarafından yapılan bir çalışmada Topsis model uygulaması kullanılarak, Türkiye ekonomisi için faiz harcamalarının gelir dağılımına etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranları, enflasyon, dolaylı vergilerin payı, işsizlik oranı ve iç borç faiz ödemelerinin azaldığı bir dönemde, gelir dağılımı da daha adil olmaktadır.

Berisha v.d. (2018) tarafından yapılan bir çalışmada ABD ekonomisi için genelleştirilmiş etki-tepki ve genelleştirilmiş varyans ayrıştırması yöntemleri kullanılmış; gelir dağılımı, hane halkı borcu, borsa ve faiz oranları arasında bulunan ilişki incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre gelir eşitsizliği ve faiz oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki vardır. Thiel endeksi için faiz oranlarına verilen bir standart hatalık şok, gelir eşitsizliğini negatif etkilemekte; genişletici para politikası dolayısıyla en yüksek ve en düşük gelir grupları arasındaki fark açılmaktadır.

2.4.2. Vergi Gelirleri ve Bütçe Dengesine Etkisi

Kamu harcamaları, bir devletin kamu faaliyetlerini sürdürmek, toplumsal gereksinimleri karşılamak, sosyal ve ekonomik hayata müdahalede bulunabilmek için yaptığı transfer, yatırım ve cari harcamalardır (Çoban, 2010: 302). Kamu gelirleri kamu harcamalarını karşılayamadığı zaman beliren açığı finanse edebilmek için devletler, vergilendirmenin yanında dış veya iç borçlanma veya parasal genişleme eylemlerinde bulunabilmektedir (Sağlam, Uğurlu, 2013: 72).

Merkez Bankası'nın sahip olduğu kaynaklarla bu açık kapatılmak istendiği zaman para arzı artmakta, enflasyon baskısı oluşmakta, bu durum da reel faiz oranlarını yükseltmekte ve vergi gelirlerinin reel değerini düşürmektedir (Ekici, 2009: 204; Barışık, Kesikoğlu, 2006: 61). Monetarist görüşe göre kamudaki mali açığı kapatmak için para basılmamalıdır. Bütçe açıklarında yaşanacak her artış, para arzında da artışa yol açmakta ve bunun sonucunda enflasyon yaşanmaktadır (Özatay, 1997: 662; Kesbiç v.d., 2004: 28). Sargent ve Wallace'ye (1981) göre ilk etapta enflasyona sebebiyet vermemek için borçlanma yapıldığı zaman, bu borçlar zamanla artar ve ödenemez seviyelere gelirse, bu sefer Merkez Bankası'nın kaynakları daha fazla kullanılmak zorundadır. Literatürde bu duruma hoş olmayan monetarist aritmetik adı verilmektedir (Günaydın, 2004: 164-165). Yüksek oranda oluşan bir enflasyonsa reel getiri oranlarını pozitif bir seviyeye çekebilmek için faizleri arttırabilmektedir.

Borçlanma, bütçe açığını kapatmak için yapılan bir başka faaliyettir ve iç ve dış borçlanma olarak iki şekilde gerçekleşmektedir. İç borçlanma, bono ve tahvil ihracı şeklinde yapılmaktadır (Kirmanoğlu, 2014: 43). Dış borçlanmaysa uluslararası kuruluşlardan, kurumlardan, yabancı ülkelere alınan; yurtiçi tasarrufları yeterli olmadığı veya ekonomi politikası gereğince yapılan kaynak transferidir (Bölükbaş v.d., 2017: 165).

Bütçe açığının finansmanı için gereken kaynağı iç ya da dış borçlanmayla sağlamak, faiz oranlarını yükseltmeyi zorunlu kılabilir. Faiz oranlarının artmasıyla da devletin yaptığı transfer harcamaları artmakta, kamu harcamaları üzerinden bütçe açığı derinleşmektedir. Yüksek faiz dolayısıyla ayrıca üretim ve yatırım faaliyetleri de olumsuz yönde etkilenmekte, kazanç ve gelir üzerinden alınan vergiler azalmaktadır. Başka bir deyişle, faizlerin artması sonucunda hem kamu harcamaları artmakta hem de vergi gelirlerinde düşüş yaşanarak, kamunun mali dengesi bozulmaktadır.

Aksu v.d. (2001) tarafından yapılan bir çalışmada Engle-Granger eşbütünleşme testi kullanılarak Türkiye'deki reel ve nominal faiz oranları ile bütçe açıklarının arasında bulunan ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranlarında kamu açıklarına doğru bir ilişki bulunmaktadır. Akinboade'nin (2004) yaptığı bir çalışmada ise London School ve Granger nedensellik metotları kullanılmış, Güney Afrika'daki

faiz oranları ve bütçe açıkları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranlarıyla bütçe açıkları arasında anlamlı bir bağlantı yoktur.

Peker ve Acar (2010) tarafından yapılan bir çalışmada Johansen koentegrasyon yöntemi kullanılarak Türkiye ekonomisinde konsolide bütçe açıkları ve iç borçlanma faiz oranlarının arasındaki ilişki araştırılmıştır. Ampirik bulgulara göre bu iki değişkenin arasında uzun vadede doğrusal bir ilişki vardır. Faizde yaşanan 1 birimlik değişim, bütçe açığını 0,05 birim arttırmaktadır.

Aytaç ve Sağlam'ın (2014) Türkiye ekonomisi üzerinde yaptığı çalışmada çok değişkenli VAR tekniği kullanılmış; faiz oranı, iç borç ve kamu açıkları arasında bulunan ilişki incelenmiştir. Yapılan analizin sonuçlarına göreyse faizler, enflasyon üstündeki kamu açıklarını etkilemektedir.

Ananzeh (2016), Granger nedensellik ve Johansen koentegrasyon yöntemleriyle Ürdün ekonomisi üzerinde faiz oranı, enflasyon ve bütçe açığı arasındaki ilişkiyi incelemiş; bu değişkenlerin arasında uzun vadede bir ilişkinin olduğunu görmüştür. Bunun yanında çalışmada vektör hata düzeltme modeliyle (VECM), faiz oranlarından bütçe açığına doğru bir nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.3. Tasarruflar ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Tasarruf, klasik iktisatçılar tarafından belirtildiği üzere sermaye birikiminin kaynağıdır ve bir ekonominin gelişmesi konusunda sermaye birikimi ile üretim tekniği, belirleyici niteliktedir (Kazgan, 2000: 90). Klasik iktisatçılar yatırım ve tasarruf ilişkisini birlikte ele almış, tasarruf teorisi ortaya atarak yatırım faaliyetlerini açıklamak istemiştir. Bu teoriye göre problemin temeli, tüketim ve tasarruf ilişkisi düzlemindedir. Cari faiz oranları, harcanabilir gelirin tasarruf ve tüketim olarak paylaşımını belirtmekte, yapılan tasarruflara yatırımlar uymaktadır (Paya, 2001: 76).

Klasik iktisatçılara göre faiz, o anki tüketimden vazgeçmenin bir karşılığı, tasarruf yapmanın bir ödülüdür. Kişiler, o anki gelirlerini gelecekteki ve bugünkü tüketimlerinin arasında dağıtarak, faydaları maksimuma çıkartmak istemektedir. Faizin yüksek olması kişilere, gelecekte daha fazla tüketim yapma olanağı

tanıyacağından dolayı, faizlerin yükselmesiyle tasarruf eğiliminde de artış olmaktadır (Yıldırım v.d., 2016: 130). Başka bir deyişle yatırım faizin ters yönlü; tasarruf ise faizin aynı yönlü bir fonksiyonu şeklindedir. Bu şekilde belirli bir faiz oranında yatırım-tasarruf eşitliği sağlanmış olmaktadır (Güran, 1996: 88).

Öte yandan, temel hedefi kârını maksimum düzeye çıkartmak olan firmalar; yatırımdan beklenen gelir yatırımın maliyetini aştığı zaman yatırım yapmaktadır. Yatırımın temel belirleyicilerinden bir tanesi de faiz oranlarıdır. Faiz oranı yükseldiği zaman kredi maliyetleri de artmakta, maliyetler getirinin üstüne çıktığında da yatırım projeleri azalmaktadır (Özkazanç v.d., 2009: 242). Keynes'e göre faiz oranları, hem yatırımcıları hem de tasarruf sahiplerini yönlendiren bir değişken şeklinde olmamaktadır. Tasarruf yapmanın nedeni sadece faiz geliri değildir; insanlar otomobil, konut vb. almak, miras bırakmak, emeklilik birikimi yapmak gibi amaçlar ile de tasarruf yapabilmekte ve gelirin bir kısmını ayırabilmektedir. Bu yüzden gelir düzeyi, tasarrufu belirleyen temel faktördür. Faiz oranıysa, tasarrufları nasıl kullanacağıyla ilgili insanlara yol gösterici olmaktadır. Yatırım harcamaları, faizden etkilenmektedir ancak faiz, yatırım kararı alma konusunda yalnız başına bir belirleyici değildir (Yıldırım v.d., 2016: 147). Keynes teorisinde sermayenin marjinal etkinliği, önemli bir yere sahiptir. Bu etkinlik, sabit sermaye üzerine yapılacak yatırımdan ulaşılabilecek gelirin bugünkü değerini, sermayenin bugünkü arz fiyatına eşitleyen indirgeme oranıdır. Bu nedenle marjinal etkinliği faiz oranına eşitleninceye değin, yatırımlar sürmektedir (Yetkiner, 2012: 272).

Wijnbergen v.d. (1992) tarafından yapılan bir çalışmada ise Türkiye ekonomisi için bir regresyon denklemi oluşturulmuştur. Çalışmaya göre tasarruflar özel kesim yatırımlarını arttırmakta, faiz oranları ile düşürmektedir. Bunun yanında faiz oranlarında %2,5'lik bir artış, net özel tasarrufları GSMH'nin %1'i kadar arttırmaktadır.

Demirbaş'ın (2000) yaptığı bir çalışmada regresyon analizi kullanılarak Türkiye ekonomisi incelenmiş, yatırımlar üzerinde faiz oranlarının etkisinin anlamsız olduğu görülmüştür. Bunun yanında faiz oranları ile özel kesim imalat sanayi ve özel kesim

toplam sabit sermaye yatırımları arasındaysa ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çağlayan (2006) tarafından yapılan bir çalışmada ARDL sınır testi kullanılmış, büyüme, faiz ve enflasyon oranlarının yurtiçi tasarruflar üstündeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre yurtiçi tasarruflar ve reel faiz oranı arasında anlamlı ve pozitif yönde bir ilişki vardır.

Muhammad v.d. (2013) tarafından yapılan bir çalışmada Johansen koentegrasyon testi kullanılmış, Pakistan ekonomisinde reel faiz oranlarının yatırımlar üstündeki etkileri incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre bu iki değişken arasında negatif bir ilişki vardır.

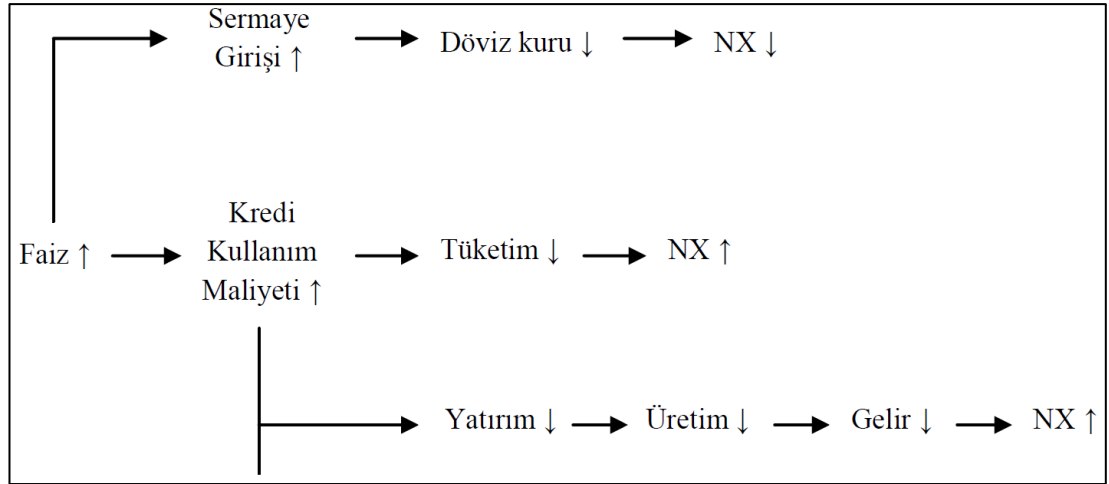
Suyuan v.d. (2015) tarafından yapılan bir çalışmada dinamik ve statik panel veri modelleri kullanılmış, Çin ekonomisinde reel faiz oranlarının çeşitli sektörlerde yapılan yatırımlar üstündeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre yatırım ve faiz oranı arasında pozitif bir korelasyon vardır. Bunun yanında gayrimenkul ve finans sektörleri, su, gaz, enerji ve imalat endüstrisi, faiz oranındaki dalgalanmalar karşısında daha duyarlıdır.

2.4.4. Dış Ticaret Üzerindeki Etkisi

Üretim ve ulusal gelir dengesinin açıklanabilmesi için açık ekonomilerde, kapalı ekonomilerden farklı olarak, ithalat ve ihracat kalemleri de hesaplanmalıdır. İthalat yurt dışında üretimi yapılan mal ve hizmetleri satın almayı ifade ederken; ihracat da yurtiçinde üretimi yapılan ve diğer ülkelerin kullanımına sunulan hizmet ve malların değerini kapsamaktadır (Seyidoğlu, 2009: 470-471). Bu değişkenlerin arasında bulunan farksa net ihracat (NX) şeklinde, ulusal gelir denkleminde yer almaktadır (Kadir, Tunggal, 2015: 22).

Yurtiçindeki faiz oranlarında artış olması, serbest sermaye hareketlerinin bulunduğu açık ekonomilerde hem nakit varlıkların yurt dışına çıkışını engellemekte hem de yabancı yatırımın girmesini sağlayarak döviz kurunu düşürmektedir. Döviz kurunda yaşanan bu değişimse yerleşiklerin alım gücünün artmasını sağlamakta, bunun

sonucunda da ithalatın artması ve ihracatın azalması yönünde bir baskı oluşmaktadır (Emeç, Gülay, 2013: 78). Faiz oranlarında yükseliş olması ayrıca kredi kullanma maliyetini arttırmakta, bunun sonucunda da yatırımlarda yurtiçi toplam arz düşmekte, arz ve talep dengesindeki bozulma yüzünden fiyatlar artmaktadır (Yalçınkaya ve Kaya, 2017: 92). Yurtiçindeki fiyatların artmasının sonucunda da, dış ticaret dengesi üzerinde yukarıda bahsi geçen etkiye benzer bir etki oluşabilmektedir (Öztürk ve Durgut, 2011: 120). Öte yandan faiz oranlarının artması, teorik olarak dış ticaret üzerinde olumlu bir etkiye de sahip olabilmektedir. Faiz oranlarında yaşanan artışın sonucunda toplam harcamalar azalmakta, bu da ithalatı düşürerek dış dengeyi iyileştirebilmektedir. Faiz artışına paralel bir şekilde oluşan yabancı sermaye girişleri de sermaye hesabı üzerinde olumlu yönde bir etki bırakarak, cari işlemleri finanse etmeyi kolaylaştırabilmektedir (Seyidoğlu, 2009: 493-494).



Şekil 5. Faiz ile Net İhracat Arasındaki İlişki

Esen v.d., (2012) tarafından yapılan bir çalışmada VAR modeli kullanılmış, Türkiye ekonomisinde faiz oranlarının cari işlemler açığı üstündeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranlarının artması kredi talebinin daralmasına yol açmakta, bu da iç talebi düşürmekte ve cari işlemler açığı azalmaktadır. Shafi v.d. (2015) tarafından yapılan bir çalışmada ise regresyon analizi kullanılmış, Pakistan ve Hindistan ekonomileri için faiz oranlarının döviz kuru üstündeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranlarının artması, ödemeler dengesi üzerinde negatif bir etkiye sahiptir.

2.4.5. Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi

Ekonomik büyüme konusunda en önemli role sahip değişkenlerden bir tanesi de faiz oranlarıdır. McKinnon (1973) ve Shaw (1973), yüksek getiri oranlarının tasarruf artışına destek verdiği ve ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini, ekonomik büyüme ve reel faiz oranları arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğunu belirtmiştir (akt: Hansen ve Seshadri, 2013: 1). Öte yandan yüksek faiz oranları yüzünden kredi kullanımını temelli özel tüketim harcamaları azalabilmektedir. Faiz oranlarının artmasıyla kredi maliyetleri de artmakta, bu da firmaların yatırım kararları üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabilmektedir. Yatırım harcamaları ve özel tüketim harcamalarındaki daralmaysa toplam talebi düşürmekte, ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyebilmektedir (Najarzadeh, 2012: 58).

Gregorio ve Guidotti'ye (1992) göre negatif ya da çok düşük faiz oranları, finansal aracılık işlemlerinin zayıflamasına yol açmakta ve bu düzeyde olan getiri oranları da ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Reel faiz oranlarının çok yüksek olması da ülke riskinin yüksek veya ekonomi politikasının eksik olduğunu ifade etmekte, normalin üzerinde olan getiri oranları da büyümeye zarar vermektedir. Bu yüzden ekonomik büyümeyle reel faiz oranları arasında ters U şeklinde bir ilişki vardır (Fry, 1993: 52).

Mundell-Fleming modelinde belirtildiği üzere esnek kur sistemi altında daraltıcı bir para politikası ya da genişletici bir maliye politikası, faiz oranlarını arttırmaktadır. Faiz oranlarının artması da sermaye girişlerini hızlandırmakta, döviz kurunu düşürmekte ve ithalat hacmini genişletmektedir. İthalat talebinde yaşanan artışın sonucunda toplam talep azalmakta, bu da ekonomik büyümeyi negatif olarak etkilemektedir (İçöz, 1995: 263-271).

Anaripour (2011) tarafından yapılan bir çalışmada 22 ülkenin panel verileri kullanılmış; ekonomik büyüme ve faiz oranı arasında bulunan ilişkiyi analiz eden değişkenlerin arasında tek yönlü ve negatif bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca faiz oranları üzerinde ekonomik büyümenin etkisi negatiftir ve faiz oranları, ekonomik büyümeyi etkilememektedir.

Sheefeni ve Kaulihowa'nın (2016) yaptığı çalışmada VAR analizi kullanılmış, Namibya'da faiz oranlarının ekonomik büyüme ile vade yapısının arasında bulunan ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre bu iki değişkenin arasında negatif yönde bir ilişki vardır. Çetin ve Aksoy (2016) tarafından yapılan bir çalışmada ise Granger nedensellik testi kullanılmış, yükselmekte olan piyasa ekonomileri ve OECD ülkelerinde ekonomik büyüme ve faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre OECD ekonomik büyüme ve faiz oranları arasında pozitif; yükselmekte olan ekonomilerde ise negatif bir ilişki vardır.

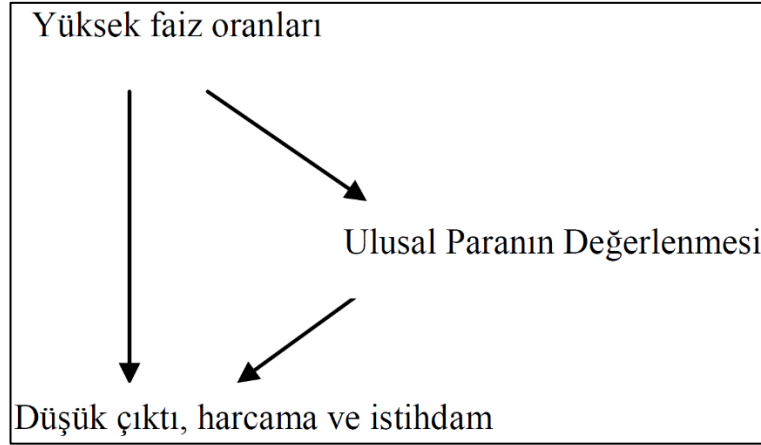
Toroitich ve Anyango (2017) tarafından yapılan bir çalışmada Kenya'daki faiz oranlarının, ekonomik büyüme performansı üstündeki etkisi incelenmiştir. Çalışmaya göre faiz oranları, ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemektedir. Yalçınkaya ve Kaya (2017) tarafından yapılan bir çalışmada ise ikinci nesil panel veri analizi kullanılmış, Japonya, İsviçre, İsveç, Danimarka ile ECB üyesi ülkelerde, nominal negatif faiz oranlarının ekonomik büyüme üstündeki etkileri incelenmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre bu etki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yöndedir.

2.4.6. İşsizlik Üzerindeki Etkisi

Yatırımlar, sürdürülebilir bir kalkınma ve büyüme açısından merkezi bir konumdadır. Harrod-Domar'ın geliştirdiği büyüme modeline göre yatırımlar, kapasite ve gelir arttırıcı şeklinde iki etkiye sahiptir (Üzümcü, 2012: 149). Klasik iktisatçılara göre yatırımlar, ekonominin tam istihdam düzeyindedir ve bu nedenle kapasite arttırıcıdır. Fakat Keynesyenlere göre ekonominin üretim kapasitesi sabit kabul edilmiş, yatırımların sadece gelir arttırıcı etkisinden bahsedilmiştir. Modern büyüme teorileri de temel olarak yatırımların kapasite arttırıcı etkisinden bahsetmektedir. Gelişme ve büyümenin sağlanması için üretim artışı, üretim artışının sağlanması için de yatırımlar gereklidir (Ayanoğlu v.d., 1996).

Faiz oranları, yatırımcıların ana belirleyicilerinden bir tanesidir ve düşen faizler ile beraber yatırımlarda da genişleme görülmektedir (Paya, 2001: 81). Ancak reel faiz oranlarında görülen bir artış ise kredi maliyetlerinin yükselmesine, dolayısıyla işletmelerin yatırım harcamalarını kısmasına yol açmaktadır (Babalola, 2013: 43).

Yüksek faizlerin bulunduğu bir ortamda yatırım ve tüketim talebi düşmekte, iktisat faaliyetlerinde zayıflama yaşanmaktadır (Karagöl, Ortakaya, 2014: 1-2). Faiz oranlarının yüksek olması yatırım ve tüketim harcamalarının azalmasına; sermaye girişini arttırarak yerel paranın değer kazanmasına neden olmaktadır. Yerel para değer kazandıkça ihracat azalmakta, ithalat artmakta, firmalar daha az üretim yapmakta, işsizlik artmaktadır (Fortin, 2001: 115).



Şekil 6. Faiz ile İşsizlik Arasındaki Aktarım Mekanizması

Dutkowsky ve Atesoglu (1986) tarafından yapılan bir çalışmada, faiz oranlarında yaşanan değişikliğin işsizliğe etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranının artması ve bu artışın oynak olması, işsizliğin önemli ölçüde artmasına yol açmaktadır. El-Agrody v.d. (2010) tarafından yapılan bir çalışmada çoklu ve basit regresyon analizi kullanılmış, Mısır'daki işsizlik düzeyini etkileyen değişkenler incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre işsizliği etkileyen en önemli unsur, tarımsal yatırımlardır ve tarımsal işsizliğin azaltılması için faiz oranları düşürülmelidir.

Alozie v.d. (2017) tarafından yapılan bir çalışmada ise hata düzeltme modeli kullanılmış, Nijerya'daki işsizliğin belirleyici sebepleri incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre faiz oranıyla işsizlik oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır. Pehlivan v.d. (2017) tarafından yapılan bir çalışmada ise Johansen eş bütünleşme ve Granger nedensellik testleri kullanılmış, Türkiye'deki faiz ve işsizliğin ekonomik büyüme ile

olan ilişkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre işsizlik ve faiz arasında, faizden işsizliğe doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi vardır.

2.4.7. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi

Yabancı bir para ile ulusal para arasındaki değişim oranı, döviz kurudur (Seyidoğlu, 2009: 358). Döviz kuru, yabancı ve yerel para birimi olmak üzere iki bileşene sahiptir. herhangi bir yabancı para birimi ulusal para cinsinden; herhangi bir ulusal para birimi de yabancı para birimi cinsinden ifade edilebilmektedir (Tümtürk, 2017: 379).

Paraların arasında bulunan değişim oranı belirlenirken kullanılan iki yöntem vardır. Bunların birincisi, sabit döviz kurudur. Bu yöntemde Merkez Bankası, satıcı ve alıcı olarak döviz piyasasına müdahale etmekte, döviz kurunda istikrarı sağlamaktadır (Çoban, 2010: 418). Bu sistemde başarıya ulaşabilmek için ülkede yeterince döviz ve altın rezervi olmalıdır. Döviz talebi arttığı zaman para otoritesi, kurun belirli bir seviyede kalabilmesi için piyasaya döviz arz etmeli ve eğilimi kırmalıdır. Döviz talebinde sürekli artış olan bir ortamda para otoritesi gereken rezerve sahip değilse, yüksek bir devalüasyonla bu sistem terk edilmekte ve bunun sonucunda ekonomik kriz yaşanabilmektedir (Karacan, 2010: 84; Çoban, 2010: 419).

Esnek döviz kuru sistemi, kullanılan bir diğer yöntemdir. Bu sistemde değişim oranı arz-talebe göre belirlenmekte, döviz kuru birçok makro değişkenden etkilenebilmektedir. Faiz oranı, bu değişkenlerden bir tanesidir (Saraç ve Karagöz, 2016: 195). Bir ülkedeki faiz oranlarında diğer ülkelere kıyasla artış olması, sermayenin bu ülkeye doğru akmasına ve döviz bolluğuna yol açmakta, bu da ulusal paranın değer kazanması konusunda baskı yapmaktadır. Döviz arzı fazla olduğu zaman ise döviz kuru düşmekte ve ulusal para değerli hale gelmektedir (Kayhan v.d., 2013: 228).

Karaca (2005) tarafından yapılan bir çalışmada koentegrasyon testi kullanılmış, Türkiye'deki faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre 1990-2005 döneminde bu iki değişkenin arasında anlamlı bir ilişki vardır ancak dalgalı kur döneminin olduğu 2001-2005 dönemindeyse değişkenlerin arasında pozitif yönlü ve zayıf bir nedensel ilişki vardır. Uysal v.d. (2008) tarafından

yapılan bir çalışmada ise koentegrasyon ve Granger nedensellik yöntemleri kullanılmış, Türkiye'deki kur ve faiz arasında bulunan teorik ilişkinin geçerliliği incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre bu iki değişken arasında bir korelasyon vardır. Nedenselliğin yönüyle döviz kurundan faize doğru gerçekleşmektedir. Özer ve Saraç (2010) tarafından yapılan bir çalışmada zaman serisi analizi ve sınır testi kullanılmış, Türkiye'deki kısa vadeli faiz oranlarının dolar kuruna etkisi incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre kısa vadeli faiz oranlarında görülen artış, hem kısa hem de uzun dönemde dolar kurunu yükseltmektedir.

Kayhan v.d. (2013) tarafından yapılan bir çalışmada doğrusal olmayan ve frekans dağılım nedensellik testleri kullanılmış, BRIC-T ülkelerindeki reel faiz ve reel döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre yalnızca Çin'de uzun dönemde faiz oranları döviz kurunu etkilemektedir. Andries v.d. (2017) tarafından yapılan bir çalışmada ise Romanya'daki döviz kurları ve faiz oranları arasında bulunan ilişki incelenmiştir. Çalışmanın bulgularına göre değişkenler arasında uzun vadede pozitif, kısa vadede ise negatif bir ilişki vardır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FAİZ POLİTİKALARININ KISA VADELİ YABANCI KAYNAĞA ETKİSİNİN ANALİZİ: 2005-2019 TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1. VERİ SETİ

Çalışmada, 2005Q4-2019Q01 dönemi mevsimsel verileri kullanılarak faiz politikalarının kısa vadeli yabancı kaynağa etkisi test edilmiştir. Bu bağlamda iki model üzerinden konu değerlendirilmiştir. Birinci modelde parasal aktarım mekanizması çerçevesinde kısa vadeli yabancı faiz kanalı ve ikinci modelde ise kısa vadeli faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermayesi arasındaki ilişki incelenmiştir. Veri seti Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından sunulan Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden (EVDS) ve Federal Rezerv Bankası'ndan (St. Louis) alınmıştır. Elde edilen verilerin öncelikli olarak logaritması alınmıştır. Parasal aktarım mekanizma literatürü üzerinden yola çıkarak, iki model üzerinden hipotez test edilmiştir. Söz konusu iki model (1) ve (2) olarak görülmektedir.

$$GDP = f(ENF, ii, M_2, NDK, INV) \quad (1)$$

$$INV = f(ii) \quad (2)$$

Birinci modelde kısa vadeli (USD Üzerinden Açılan Mevduatlar) faizi üzerinde aktarım mekanizmasını ve ikinci modelde söz konusu faiz ile yabancı sermaye hacmi ile olan ilişki analiz yapılmıştır.

(1) ve (2) numaralı denklemlerin test edilebilir versiyonu aşağıdaki gibidir:

$$GDP_i = \alpha_0 + \alpha_1 ENF_i + \alpha_2 ii_i + \alpha_3 M_{2i} + \alpha_4 NDK_i + \alpha_5 INV_i + \epsilon_i \quad (3)$$

$$INV_i = \alpha_0 + \alpha_1 ii_i \quad (4)$$

Bu denklikte yer alan GDP; reel gayri safi yurtiçi hasıla (2010 bazlı), enflasyonu temsil eden TÜFE bazlı enflasyon (Yıllık % Değişimi), ii;6 Aya Kadar Vadeli (USD Üzerinden Açılan Mevduatlar %), NDK; Nominal döviz kuru, INV; uluslararası

yatırım pozisyonu: kısa vadeli yabancı yatırımları ve M₂ (M2) para arzını temsil etmektedir. Kullanılan zaman serileri Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 2. Veriler ve Elde Edildikleri Kaynaklar

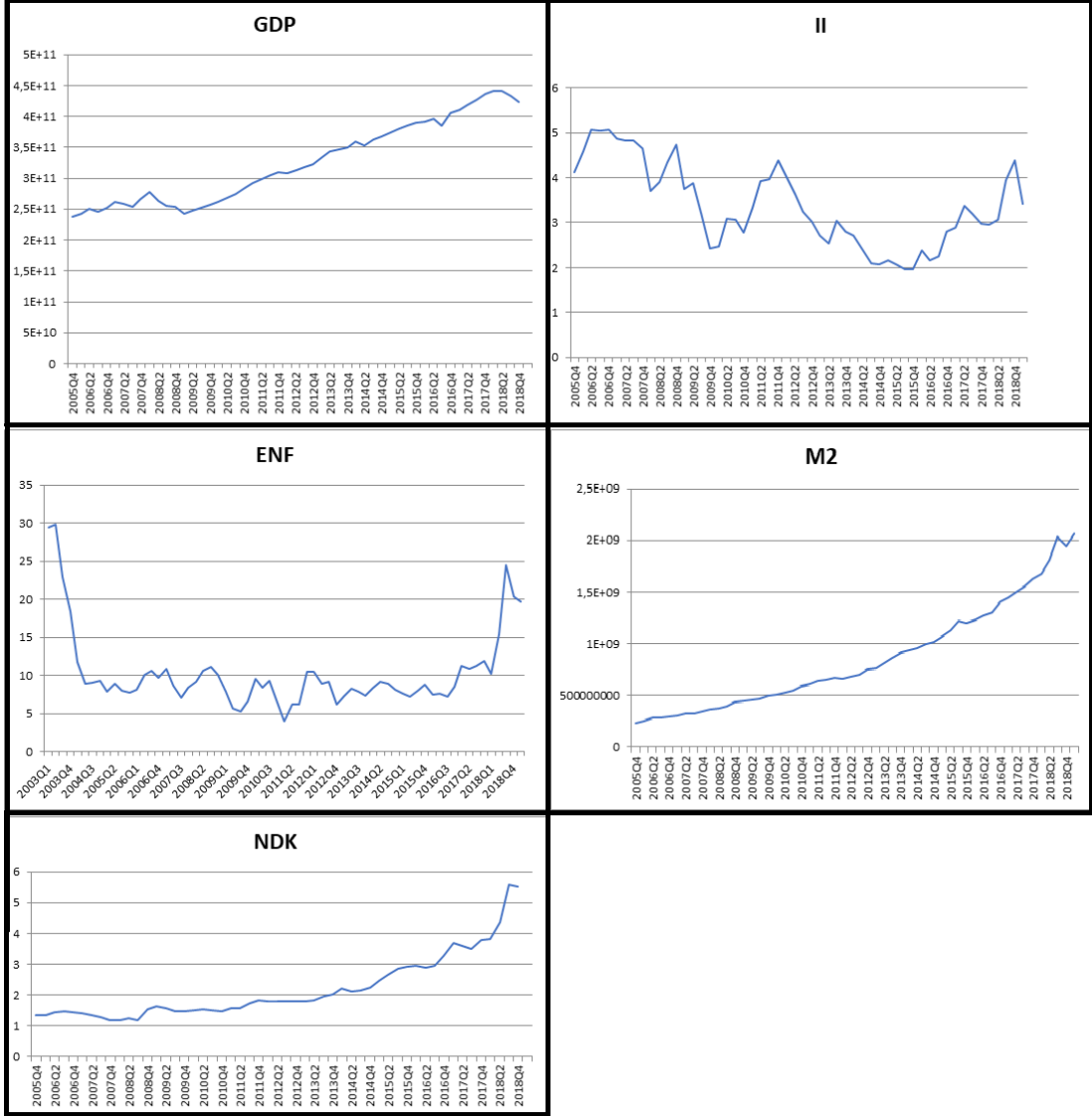
Değişkenin Adı	Değişkenin Tanımlanması	Kaynak
GDP	Reel gayri safi yurtiçi hasılan (2010 bazlı)	Federal Rezerv Bankası (St. Louis)
M2	M2 Para Arzı	TCMB
ii	6 Aya Kadar Vadeli (USD Üzerinden Açılan Mevduatlar %)	TCMB
ENF	TÜFE bazlı enflasyon (Yıllık % Değişimi)	TCMB
NDK	Nominal döviz kuru	TCMB
INV	Uluslararası yatırım pozisyonu: kısa vadeli yabancı yatırımlar	TCMB

Tablo 3’te kullanılan verilerin ana özellikleri (ortalama, maksimum ve minimum miktarları ve standart sapma) ve serilerin grafiksel seyri Grafik 1’de gösterilmiştir.

Tablo 3. Tanımlayıcı İstatistikler

DEĞİŞKENLER	GDP	ii	INV	M2	ENF	NDK
Ortalama	3.25E+11	3.374151	1114.075	8.36E+08	9.171717	2.201887
Maksimum	4.41E+11	5.070000	2679.000	2.03E+09	24.18692	5.580000
Minimum	2.38E+11	1.970000	349.0000	2.38E+08	4.032875	1.190000
S.Sapma	6.62E+10	0.943623	399.2270	4.85E+08	3.279217	1.053648

Şekil 7. Zaman Serileri



3.2. EKONOMETRİK ANALİZ

Bu aşamada ele alınan zaman serileri için ADF ve PPbirim kök testi ve daha sonra serilerin durağanlık sonucuna göre eşbütünlesik ve VAR analizi (Etki-Tepki analizi), kullanılmıştır. Bütün kullanılan zaman serileri değişen ortalama (movingavarage) yöntemi ile mevsimsellikten arındırılmıştır.

3.2.1. Birim Kök Testi

Zaman serileri uygulamasında, ekonometrik testlerde karşılaşılan genel sorun, kullanılan serilerin durağan olmamasıdır. Durağan olmayan ekonomik zaman serileri ile test ve tahminler “sahte regresyon” problemine yol açabilmektedir. Sahte regresyonlar durumunda R^2 ve t-istatistiği anlamlı olabilir. Ancak elde edilen sonuçlar, güvenilir bir sonuç olmayacaktır (Enders, 2004:171).

Literatürde çeşitli durağanlık testlerin arasında en çok kullanılan ve yaygın olan test Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller: ADF) testidir. ADF modelleri üç farklı şekilde oluşturulabilmektedir;

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{Sabitli} \quad (5)$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 \text{Trend} + \lambda Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \text{Sabitli} - \text{Trendli} \quad (6)$$

(5) ve (6) numaralı modellerde, Y_t birim kökün araştırıldığı değişkeni, Δ fark operatörünü ($Y_t - Y_{t-1}$), β_1 sabit terimi, β_2 ilgili zaman serisinin trend içerip içermediğine göre denkleme dahil edilen trend değişkeni katsayısını, α_i olası otokorelasyon probleminin giderilmesi için denkleme dahil edilen gecikmeli bağımlı değişken katsayılarını, p bağımlı değişkenin optimal gecikme uzunluğunu, ε_t ise hata terimini temsil etmektedir.

ADF testinde bir serisinin durağan olması için λ katsayısının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olması gerekmektedir. λ katsayısının istatistiksel olarak anlamlılığı hesaplanan t istatistiğinin MacKinnon tablo kritik değeriyle karşılaştırılmasıyla tespit edilmektedir. Eğer t istatistiğinin mutlak değeri MacKinnon tablo kritik değerinden büyükse, H_0 hipotezi reddedilerek, H_1 hipotezi kabul edilir ve serinin durağan

olduğuna karar verilir. ADF birim kök testi için hipotezler aşağıdaki gibi oluşturulmaktadır;

$H_0: \lambda = 0$; Y_t zaman serisi durağan değildir.

$H_1: \lambda \neq 0$; Y_t zaman serisi durağandır.

Phillips ve Perron (1988) birim kök testindeki seri korelasyonu için parametrik olmayan alternatif bir kontrol yöntemi önermektedir. Phillips-Perron (PP) birim kök testi hata teriminin zayıf derecede bağımlı olmasına ve heterojen olarak dağılmasına izin vermektedir. Phillips-Perron (PP) testinde Dickey-Fuller'in hata terimleriyle ilgili varsayımı genişletilerek hata terimindeki olası otokorelasyon ve değişen varyans sorunu giderilmiştir. Phillips-Perron (PP) testi aşağıdaki denklemlerle ifade edilmektedir:

$$\tau_\alpha = t_\alpha \left(\frac{\gamma_0}{f_0} \right)^{1/2} - \frac{T(f_0 - \gamma_0)se(\hat{\alpha})}{2f_0^{1/2}S} \quad (7)$$

Burada $\hat{\alpha}$, tahmini; t_α , α parametresinin t oranını; $se(\hat{\alpha})$, standart hata katsayısını; S , test denkleminin standart hatasını; γ_0 , hata teriminin varyans tahminini; f_0 , sıfır frekansta hata spektrumun tahmincisini göstermektedir. Durağanlık analizinden sonra ARDL denkleminin belirlenmesi gerekmektedir. Genelleştirilmiş ARDL (p, q) modeli aşağıdaki denklemlerle ifade edilmektedir:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \lambda_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8)$$

(8) numaralı denklemde: Y_t , bağımlı değişkeni; X_t , bağımsız değişkeni, β_0 , sabit terimi; δ_i ve λ_i , katsayıları; p, bağımlı değişken için optimal gecikme uzunluğunu; q, bağımsız değişkenler için optimal gecikme uzunluğunu; ε_t , hata terimini göstermektedir. ADF ve PP birim kök test bulgular Tablo 4'te verilmiştir.

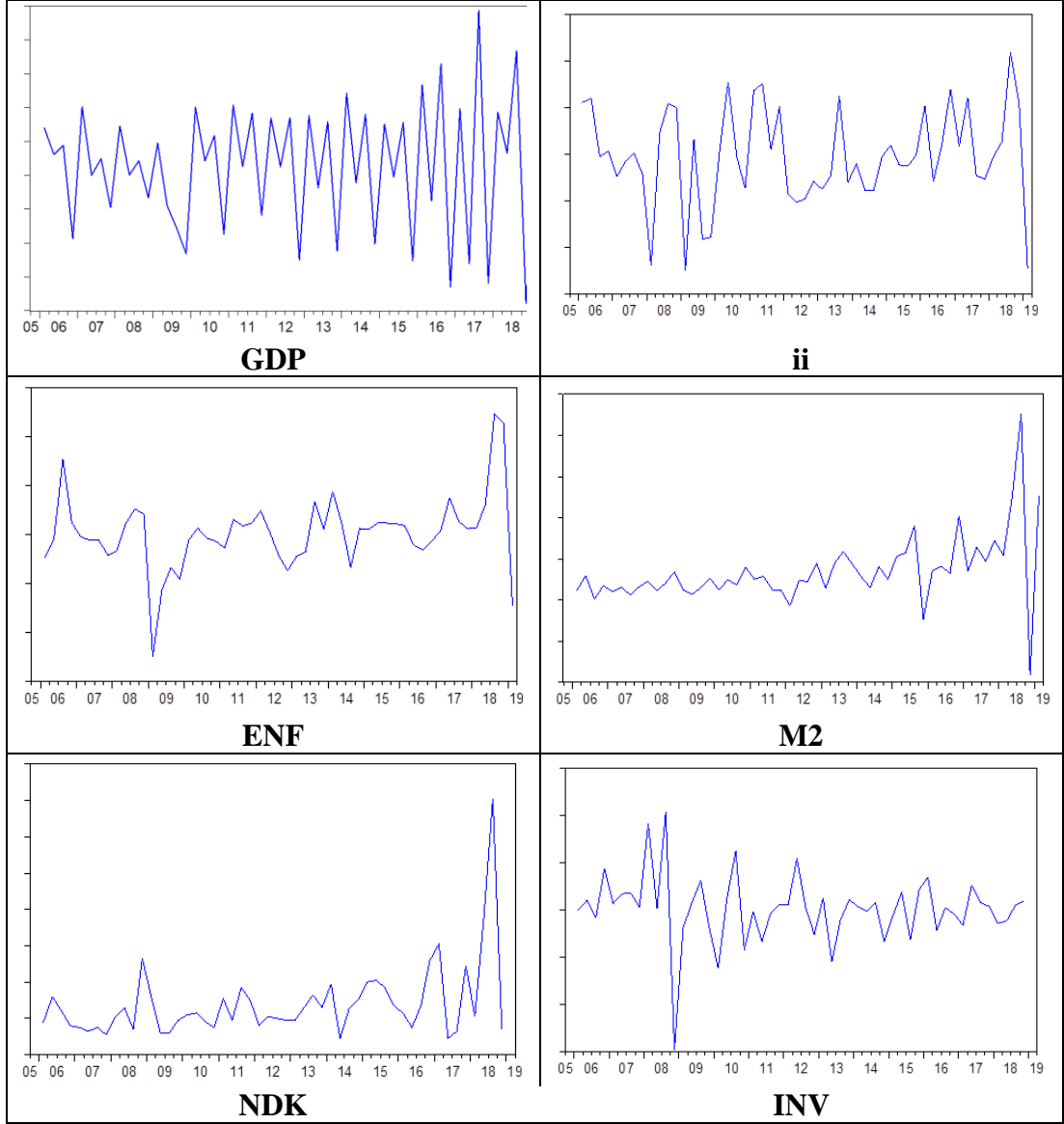
Tablo 4. Genişletilmiş Dickey-Fuller ve PP Birim Kök Test Sonucu

Değişkenler	ADF Test İstatistiği (sabitli ve trendsiz model)	ADF Test İstatistiği (sabitli ve trendli model)	P-P Test İstatistiği (sabitli ve trendsiz model)	P-P Test İstatistiği (sabitli ve trendli model)
GDP	-0.034(0)	-2.36(2)	-0.083(2)	-1.98(2)
ENF	-1.49(4)	-1.18(4)	-1.34(1)***	-1.78(2)*
ii	-1.69(0)	-1.78(0)	-1.69(0)	-1.97(1)
NDK	5.29(4)	2.37(4)	6.44(9)	2.06(6)
INV	-2.89(0)**	-2.96(0)	-2.89(2)**	-2.80(4)
M2	5.28(1)	1.61(1)	10.00(13)	2.64(8)
ΔGDP	-4.10(1)***	-4.05(1)***	-5.98(2)***	-5.92(1)***
ΔENF	-6.14(3)***	-6.96(3)***	-7.22(7)***	-7.91(11)***
Δii	-6.08(0)***	-6.9(0)***	-5.96(4)***	-5.94(6)***
ΔNDK	0.24(5)	-5.69(3)***	-6.28(4)***	-5.61(0)***
ΔINV	-4.87(3)***	-4.97(3)***	-7.86(5)***	-8.00(6)***
ΔM2	-3.41(1)***	-10.4(0)***	-7.92(4)***	-10.47(2)***

*Not: ***ve*sırasıyla %1 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.*

Tablo 4, sabitli modeller için ADF ve PP t-istatistikleri, negatif ve aynı zamanda MacKinnon tablo kritik değerlerine göre istatistiksel olarak INV ve kısmen ENF seviyesinde I(0) ve diğer seriler 1. devresel farklarında I(1) durağan oldukları anlaşılmaktadır. Hiçbir değişken I(2) durağan olmadığına göre ARDL sınır testi en uygun analiz metodu olarak ele alınmıştır. Durağanlaştırılmış verilere ilişkin grafikler Şekil 8’de sunulmuştur:

Şekil 8. Durağanlaştırılmış Veri Seti Grafikleri



3.2.2. ARDL Sınır Testi

Durağanlık analizinden sonra ARDL denkleminin belirlenmesi gerekmektedir. Genelleştirilmiş ARDL (p, q) modeli aşağıdaki denklemlerle ifade edilmektedir (Pesaran ve Shin, 1999):

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \lambda_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (9)$$

(9) numaralı denklemde: Y_t , bağımlı değişken vektörünü; X_t , bağımsız değişkeni(leri), β_0 , sabit terimi; δ_i ve λ_i , katsayıları; p , bağımlı değişken için optimal gecikme uzunluğunu; q , bağımsız değişkenler için optimal gecikme uzunluğunu; ε_t , hata terimini göstermektedir.

Çalışmada kullanılan ARDL modelleri ilgili ampirik literatüre dayanarak hazırlanmıştır. Ayrıca kapsamlı bir test için çeşitli modeller geliştirilmiş ve analizler yapılmıştır. İlk ARDL modeli aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned} \Delta GDP_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^r \alpha_{1i} \Delta GDP_{t-1} + \sum_{i=0}^s \alpha_{2i} \Delta M2_{t-1} + \\ & \sum_{i=0}^k \alpha_{3i} \Delta INV_{t-1} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} \Delta NDK_{t-1} + \sum_{i=0}^e \alpha_{5i} \Delta ENF_{t-1} + \sum_{i=0}^v \alpha_{6i} \Delta ii_{t-1} + \alpha_{7i} GDP_{t-1} + \\ & \alpha_{8i} M2_{t-1} + \alpha_{9i} INV_{t-1} + \alpha_{10i} NDK_{t-1} + \alpha_{11i} ENF_{t-1} + \alpha_{12i} ii_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (10)$$

İkinci model denklem için oluşturulan ARDL modeli ise şu şekildedir:

$$\Delta INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 INV_{t-1} + \alpha_2 ii_{t-1} + \sum_{i=1}^{q_2} \alpha_i \Delta INV_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_3} \alpha_i \Delta ii_{t-i} + \varepsilon_t \quad (11)$$

Burada $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_{12}$, denklemin katsayılarını ve ε_t , beyaz gürültü sürecine sahip hata terimini göstermektedir. ARDL Sınır Testinde değişkenler arasında eş bütünlük ilişkisinin var olup olmadığını belirlemek için kurulan hipotezler şu şekildedir:

$$H_0: \alpha_8 = \alpha_9 = \dots = \alpha_{12} = 0$$

$$H_1: \alpha_8 = \alpha_9 = \dots = \alpha_{12} \neq 0$$

3.3. BULGULAR

Tablo 5 sonuçlarına göre, Model 1’de GDP bağımlı, INV, ENF,ii, NDK ve M2 bağımsız değişken olduğu regresyon denkleminin optimal gecikme uzunluğu sırasıyla [3,2,0,0,0,0] olarak belirlenmiş olup ve hesaplanan F sınır test istatistiği değerinin (8.72), tablo üst kritik değerinden (4.15) büyük olduğu için %99 anlamlılık seviyesinde değişkenler arasında eşbütünlük olduğu tespit edilmiştir. Aynı tabloda

benzer biçimde INV bağımlı, ii değişkenin bağımsız olduğu Model 2’de optimal gecikme uzunluğu [1, 1] olarak belirlenmiş ve hesaplanan F sınır test istatistiği 3.98 olarak %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla her iki modelde değişkenler arasında istatistiksel olarak eşbütünleşik ve anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Söz konusu tabloda iki modelin hata düzeltme terim katsayıları verilmiştir. İki model için de ilgili katsayı beklenildiği gibi negatif işaretli ve aynı zamanda istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Tablo 5. ARDL Eşbütünleşme Test Sonuçları

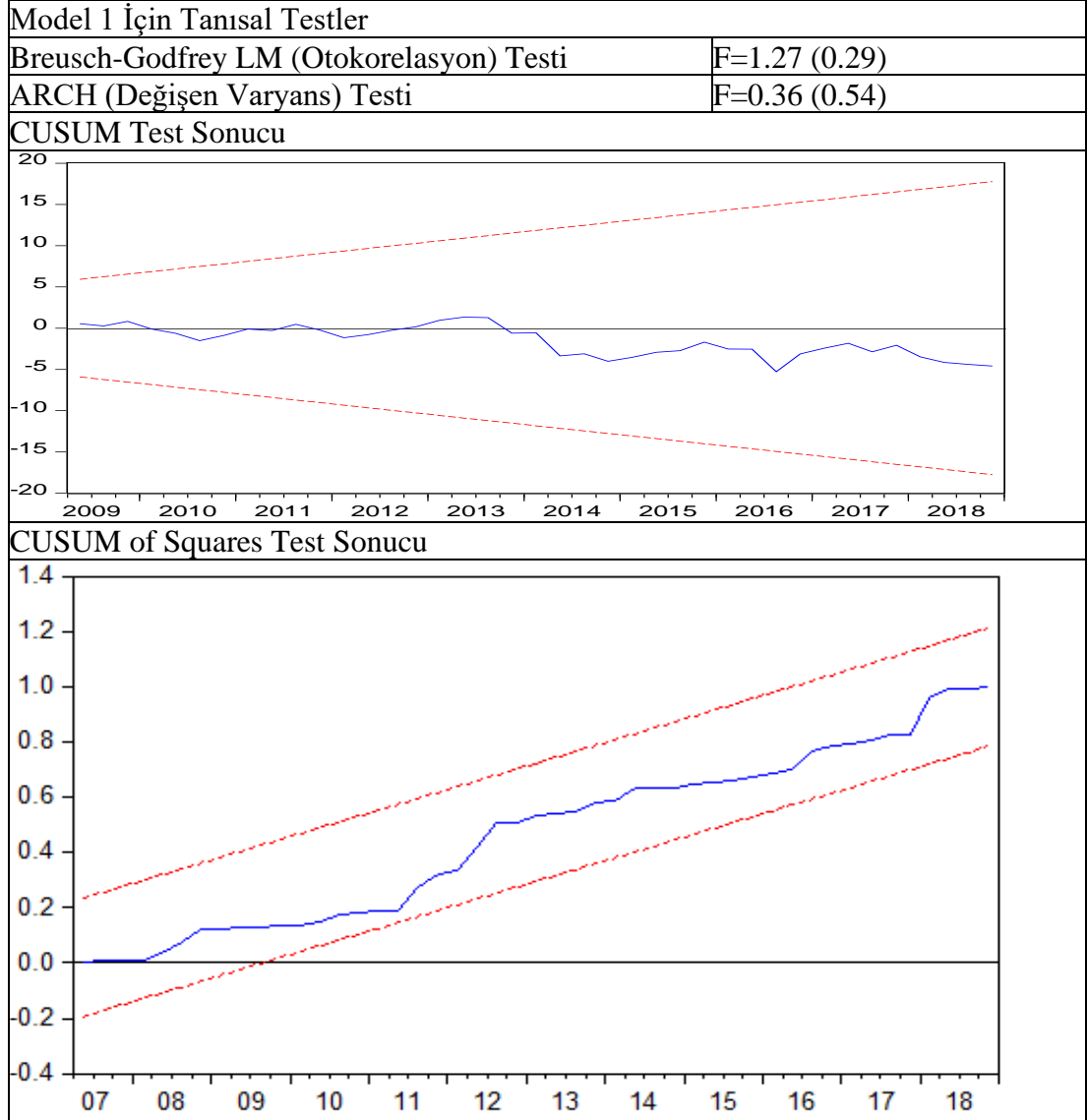
MODEL	ARDL Gecikme Uzunluğu	Hesaplanan F-istatistiği
MODEL 1	[3,2,0,0,0,0]	8.72***
Pesaran v.d., (2001) Kritik Değerleri		
Anlamlılık Seviyesi	Alt Sınır, I(0)	Üst Sınır, I(1)
1%	3.06	4.15
2.5%	2.7	3.73
5%	2.39	3.38
10%	2.08	3
Hata Düzeltme Terim Katsayıları (EC_{t-1})		-0.39***
MODEL	ARDL Gecikme Uzunluğu	Hesaplanan F-istatistiği
MODEL 2	[1,1]	3.98*
Pesaran v.d., (2001) Kritik Değerleri		
Anlamlılık Seviyesi	Alt Sınır, I(0)	Üst Sınır, I(1)
1%	4.94	5.58
2.5%	4.18	4.79
5%	3.62	4.16
10%	3.02	3.51
Hata Düzeltme Terim Katsayıları (EC_{t-1})		-0.25***

*Not: * ve *** sırasıyla %10 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. [] içerisindeki değerler, optimal gecikme uzunluklarını göstermektedir.*

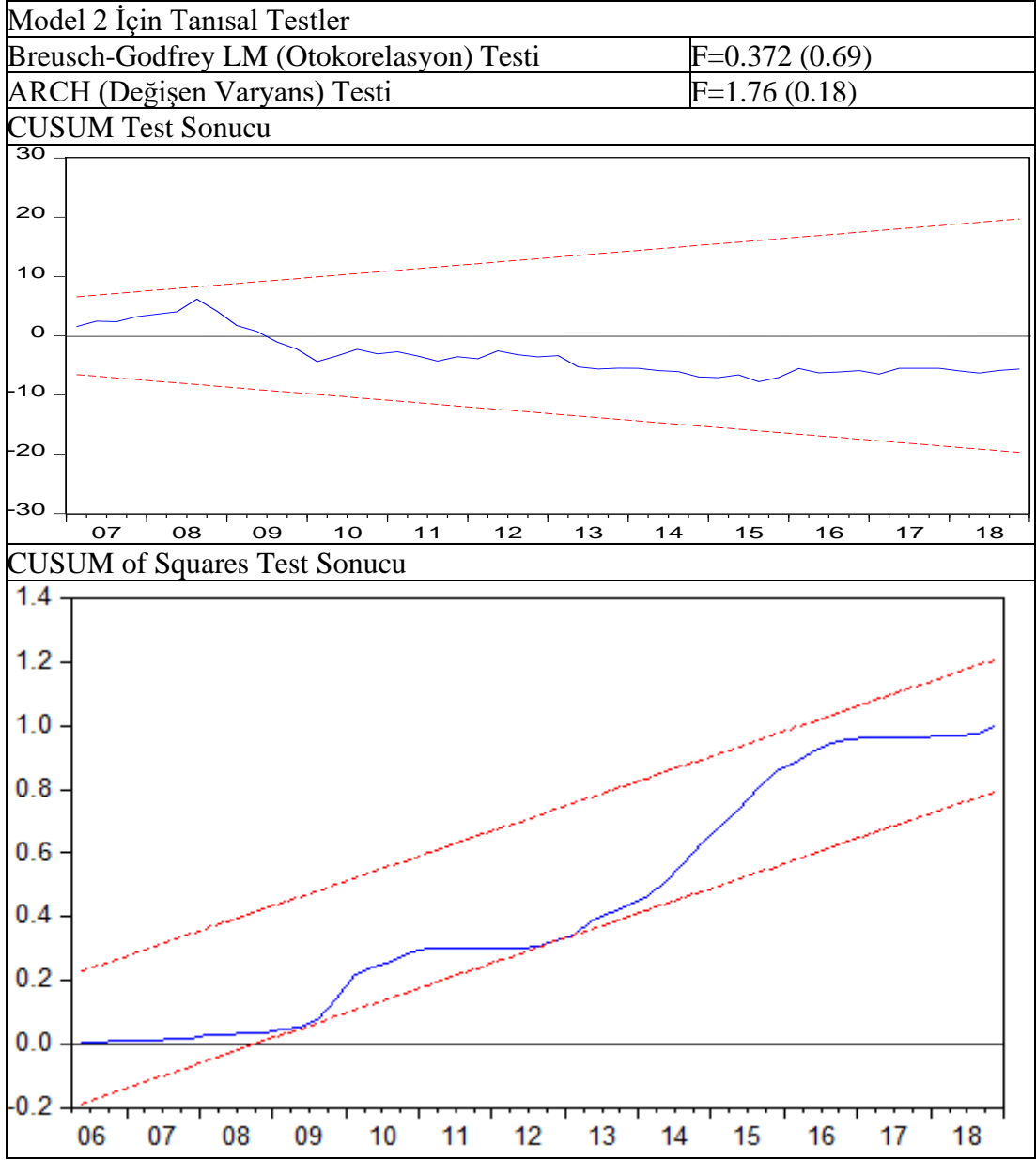
3.3.1. Modellerin Deagnostik Analizi

Tablo 6 ve Tablo 7’de LM otokorelasyon testinin sonuçlarına göre, tüm tahmin modellerinde otokorelasyon problemi yoktur. Aynı şekilde iki model de ARCH değişen varyans bakımından da bir problem olmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan, istikrarlı CUSUM ve CUSUM of Square Test sonuçlarına göre tahmin edilen tüm modellerin %5 anlamlılık düzeyinde istikrarlı olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 6. Model 1 Diagnostik Sonuçları



Tablo 7. Model 2 Diagnostik Sonuçları



3.3.2. ARDL Sınır Testi Katsayılar

Tablo 8'e göre birinci modelde INV hariç değer bütün değişkenlerden GDP'e nedensellik mevcuttur. Bu sonuçlar Tablo 8'de detaylandırılmıştır.

Tablo 8. ARDL Kısa Dönem Katsayıları

MODEL 1 (GDP bağımlı değişken)				
Değişkenler	Katsayı	Olasılık	Wald Testi	
ΔGDP_{-1}	-0.03 (-0.27)	0.78	-----	
ΔGDP_{-2}	-0.26 (-2.02)	0.04	-----	
ΔINV	222473.3*** (0.00)	0.00	F_istatistik: 2.06 (olasılık 0.13)	Kısa dönem ilişki mevcut değildir.
ΔINV_{-1}	6951155*** (0.00)	0.00	χ^2 : 4.13 (olasılık 0.13)	
$\Delta M2$	127.75*** (5.44)	0.00	F_istatistik: 3.75 (olasılık 0.08) χ^2 : 3.07 (olasılık 0.08)	Kısa dönem ilişki mevcuttur
ΔNDK	-3513120*** (0.00)	0.00	F_istatistik: 4.41 (olasılık 0.04) χ^2 : 4.41 (olasılık 0.03)	Kısa dönem ilişki mevcuttur
ΔENF	19783925*** (0.00)	0.00	F_istatistik: 5.44 (olasılık 0.00) χ^2 : 29.6 (olasılık 0.00)	Kısa dönem ilişki mevcuttur
Δii	22190371*** (0.00)	0.00	F_istatistik: 23.88 (olasılık 0.00) χ^2 : 23.8 (olasılık 0.00)	Kısa dönem ilişki mevcuttur

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerini göstermektedir. Denklemden hata düzeltme katsayısı yer almaktadır.

Tablo 9. ARDL Kısa Dönem Katsayıları

MODEL 2 (INV bağımlı değişken)				
DEĞİŞKENLER	Katsayı	Olasılık	Wald Testi	
Δii	-116.93 (-1.39)	0.16	F_istatistik: 8.85 (olasılık 0.00) χ^2 : 78.38 (olasılık 0.00)	kısa dönem ilişki mevcuttur

Tablo 9'a göre ii (kısa dönem yabancı mevduat faiz)'den INV (kısa dönem yabancı sermaye) kısa dönem ilişki mevcuttur.

Tablo 10. ARDL Uzun Dönem Katsayıları

MODEL 1 (GDP bağımlı değişken)		
Değişkenler	Katsayı	Olasılık
INV	-34e+7*** (-4.58)	0.00
M2	320.84*** (9.64)	0.00
NDK	-8.82e+10*** (-5.66)	0.00
ENF	4.97e08 (0.00)	0.68
ii	5.57e+09 (1.55)	0.12
Sabit katsayısı	2.74e+11*** (15.02)	0.00

*Not: ***, %1, anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. Parantez içerisindeki değerler t-istatistik değerini göstermektedir. Denklemden hata düzeltme katsayısı yer almaktadır.*

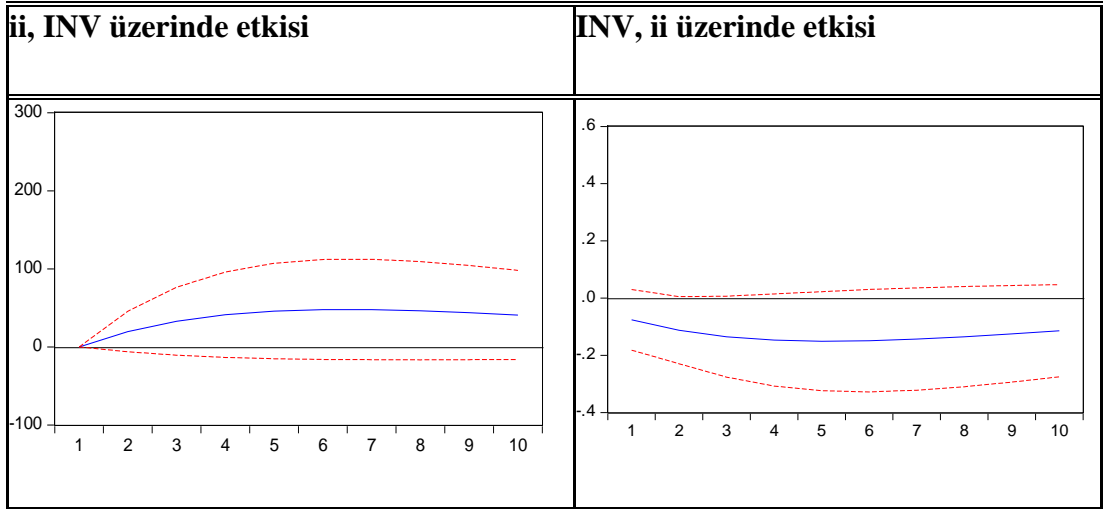
Tablo 10'a göre ENF ve ii den GDP uzun dönem ilişki mevcut değildir. Diğer değişkenlerden uzun dönem ilişki söz konusu olmuştur.

Tablo 11. ARDL Uzun Dönem Katsayıları

MODEL 2 (INV bağımlı değişken)		
Değişkenler	Katsayı	Olasılık
İi	-161.46 (1.09)	0.28
C	627.55	0.21

Tablo 11 sonuçlarına göre ii (kısa dönem yabancı mevduat faiz oranı)'den kısa vadeli yabancı sermaye hacmine pozitif ilişkisi ve eşbütünleşik olmalarına rağmen istatistik olarak anlamlı uzun dönem ilişki mevcut değildir. Optimum gecikmesi bir olan ve uzun dönem özelliklerini koruyan serilerden kurulan VAR etki tepki fonksiyonu sonucunda ise hemen hemen aynı sonucu göstermektedir. Yani ii'de meydana gelen bir birimlik bir şok INV olumlu yönde etkilemiştir. Ancak istatistik olarak pek anlamlı olmamıştır. Bu etkileşim INV'de ii'ye negatif tepki vermiştir ancak aynı şekilde istatistik olarak anlamlı olmamıştır. Şekil 9'da etki-tepki sonuçları görülmektedir.

Şekil 9. VAR Etki-Tepki Fonksiyonları (f(INV,ii))



Tablo 12'de görüldüğü üzere olasılık değerleri 0.05'den büyük olduğu için, otokorelasyon problemine rastlanılmamıştır ve tahmin sonuçları güvenilirdir.

Tablo 12. VAR, LM (Otokorelasyon) Testi

Gecikme	LRE	Rao F İstatistiği	olasılık
1	3.29	0.83	0.50
2	0.53	0.13	0.96

Not: Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini ifade etmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Küreselleşme terimi genellikle uluslararası ekonomik, sosyal ve siyasal ilişkilerde karşılıklı bağımlılığın yoğunlaşarak arttığı ve ülkeler arasındaki sınırların kalkarak dünyanın küçüldüğü görüşünün benimsemesine geçiş süreci olarak ifade etmektedir. Ülkelerin karşılıklı ticari bağımlılığının artması çerçevesinde özellikle son yıllarda başta finans sektörü olmak üzere sosyal ve ekonomik bilimler alanında küreselleşme terimi sıkça kullanılmıştır. Modern ve dinamik finansal sistemle ortaya çıkan küreselleşme, 1960'larda çeşitli akademik çalışmalarda yer alarak, 1980'li yıllarda daha hızla gelişmiş ve nihayet 1990'lı yıllara gelindiğinde de akademik ve bilimsel çalışmalarca kabul görülen ve yaygın olarak kullanılan bir terim haline gelmiştir.

Finansal küreselleşme sermayenin, daha düşük risk ve daha yüksek kar kazandırmak amacıyla herhangi bir kısıtlamaya maruz kalmadan sınırları aşmak suretiyle ülkeler arasında işlem görmesini sağlamaktadır. Finansal küreselleşmenin doğurduğu sermaye liberalleşmesindeki artışlar sonucunda ülkelerdeki yatırımlar artmakta ve bu da ülkelerin büyümesine olumlu yönde katkı sağlamaktadır. Neoliberal politikalar neticesinde gelişen finansal küreselleşme olgusu sermaye piyasalarında yatırımlarda artış, bilişim teknolojilerinin gelişmesi sonucu finans sektörlerinde entegrasyonun artması, yeni finansal araçların gelişimi ve kullanılması gibi olumlu sonuçları doğurmuştur. Bununla birlikte finansal küreselleşme sermaye piyasasının verimlilik ve etkinliğini artırarak, yatırımcılara uygun risk getiri portföyü oluşturmaya olanak sağlamıştır.

Küreselleşme sonucunda meydana gelen yatırımlar buldukları ülkelerin ekonomik gelişmelerinde çok yönlü olumlu etki bırakmıştır. Bu nedenle ülkelerin daha fazla yatırımı, özellikle doğrudan yabancı yatırımı çekebilmek için birbirleriyle sürekli para-faiz politikası aracılığı ile rekabete girmelerine sebebiyet vermiştir.

Finans sektöründe küreselleşme, özellikle kısa vadeli spekülasyon amaçlı işlem görülen kısa vadeli uluslararası sermaye hareketliliği ile ülkelerin bağımsız bir iktisat politikası yürütme olanağını kısıtlamıştır. Bilindiği üzere iktisat politikasının ana amacı istihdamın artması, fiyat istikrarı ve büyüme olarak tanımlanmıştır. Başka bir

ifade ile ulus devletin iktisadi politikalarındaki hedefi dengeli bir ekonomik büyümeye katkıda bulunma ve ödemeler dengesini korumaktır. İktisat politikası enstrümanları ise, maliye ve vergi politikası, para arzı ve faiz politikası (para politikası) ve döviz kuru politikası olarak özetlenebilir. Dolayısıyla küreselleşme kavramı altında bu sürecin nasıl çalışacağı merak ve araştırma konusu olmuştur.

1980'lerden başlayan küreselleşme olgusu ise ülkelerin para politikalarını nasıl ve hangi yönde etkilediğini; para politikasının etkinliği farklı bir boyuta taşıyan fiyat istikrar dinamiklerini; enflasyon ve para politikası olgusunu etkileyip etkilemediğini; para politikasının etkinliğini azaltıp azaltmadığını yeniden tartışma konusu yapmıştır. Finansal küreselleşme ve sermayenin artan serbestliğinin meydana getirdiği finansal kaynak bolluğu, ülkelerin enflasyonist kaynaklara başvurarak para politikasını disipline etmesi sürecini başlatan olumlu bir etki doğurmuştur.

Bu etkiler gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşen sermaye hareketlerinin daha da önemli olmasına neden olmuş, buna bağlı olarak da sermaye hareketlerinin artmasında etkin olan faktörler önem kazanmıştır. Sermaye hareketlerini etkileyen faktörler ise genellikle makroekonomi, mikroekonomi ve sosyal etkenler başlıkları altında incelenmiştir. Makroekonomi boyutunda ödemeler dengesi, enflasyon, kambiyo kurları ve faiz oranları, ekonomik büyüme en önemli etkenler iken; mikro boyutta ise şirketlerin verimlilik ve ücret politikaları gibi enstrümanlar yer almaktadır. Toplumun tasarruf, tüketim ve yatırım kültürü ise sosyal boyutu oluşturmaktadır.

Faiz ve para politikaları çerçevesinde beklentiler hipotezine göre, uzun dönem faiz oranları gelecekte olması beklenen kısa dönem faiz oranları hakkında önemli bir faktör olarak görülmektedir. Diğer bir ifade ile uzun vadeli faiz oranlarındaki değişimler gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarının da aynı yönde değişme beklentisini oluşturmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar, uzun vadeli faiz oranlarının, gelecekte oluşması beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasından meydana geldiği görüşündedir. Beklentiler hipotezine göre, yatırımcılar ekonomik büyüme veya yatırımların getirisinde bir artış öngördüğü takdirde, uzun vadeli faiz oranlarının yükseleceğini ve ardından gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarının cari dönemdeki kısa vadeli faiz oranlarından daha yüksek olacağını bekleyerek arayışa girmektedir. Bu

nedenle getiri farkında oluşan bu artış gelecekteki ekonomik büyümede bir artış meydana geleceğinin önemli göstergesi olarak görülmektedir.

Bu bilgiler doğrultusunda bu çalışmada 2005Q4-2019Q01 dönemi mevsimsel verileri kullanılarak Türkiye’de faiz politikalarının kısa vadeli yabancı kaynağa etkisi test edilmiştir. Bu bağlamda daha kapsamlı analiz için parasal aktarım mekanizma literatüründen yola çıkarak iki model üzerinden hipotezimiz test edilmiştir. Birinci modelde parasal aktarım mekanizma çerçevesinde kısa vadeli yabancı faiz kanalı ile ve ikinci modelde ise kısa vadeli faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermayesi arasında ilişki incelenmiştir. Bu çalışmada birim kök test sonuçları dikkate alınarak, yöntem olarak ARDL sınır testi, VAR etki tepki fonksiyonları kullanılmıştır. Birim kök test sonuçlarına göre; ADF ve PP t-istatistikleri, negatif ve aynı zamanda MacKinnon tablo kritik değerlerine göre istatistiksel olarak INV (uluslararası yatırım pozisyonu: kısa vadeli yabancı yatırımlar) ve kısmen ENF (TÜFE bazlı enflasyon (Yıllık % Değişimi)) seviyesinde I(0) ve diğer serilerin 1. devresel farklarında I(1) durağan oldukları anlaşılmaktadır.

ARDL sınır testine göre her iki modelde değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ve uzun dönem ilişki mevcuttur. Söz konusu iki modelin hata düzeltme terim katsayıları negatif işaretli ve aynı zamanda istatistiksel yönde anlamlı olarak tespit edilmiştir. İki model için de ARCH değişen varyansı bakımından herhangi bir problem olmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan, istikrarlı CUSUM test sonucuna göre tahmin edilen tüm modellerin %5 anlamlılık düzeyinde istikrarlı olduğu tespit edilerek sonuçlar diagnostik bakımından güvenilir bulunmuştur.

Birinci modele göre INV hariç değer bütün değişkenlerden GDP kısa dönem nedensellik mevcuttur. Aynı şekilde ikinci modelde ii (kısa dönem yabancı mevduat faiz)’den INV (kısa dönem yabancı sermaye) kısa dönem nedensellik tespit edilmiştir.

Uzun dönem analizine gelince; birinci modele göre ENF ve ii (kısa dönem yabancı mevduat faiz oranı) den GDP uzun dönem ilişki mevcut değildir. Diğer değişkenlerden uzun dönem ilişki söz konusu olmuştur. İkinci modelde ii (kısa dönem yabancı mevduat faiz oranı)’den kısa vadeli yabancı sermaye hacmine pozitif ilişkisi ve

eşbütünleşik olduklarına rağmen istatistik olarak anlamlı uzun dönem nedensellik ve ilişkiye rastlanmamıştır.

VAR etki tepki fonksiyonu sonucunda ise hemen hemen aynı sonucu göstermektedir. Yani i_i 'de meydana gelen bir birimlik bir şok INV 'yi olumlu yönde etkilemiştir. Ancak bu etki istatistik olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu etkileşim INV 'de i_i 'ye negatif tepki vermiştir ancak aynı şekilde istatistik olarak anlamlı bulunmamıştır.

Araştırma bulguları kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinde kısa dönem faiz ve para politikalarının uzun döneme daha göre etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Makroekonomik olumsuzluklar karşısında yüksek duyarlılık ve volatiliteye sahip olan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin artırılması için diğer sermaye hareketlerine kıyasla daha derin uygulamaların ortaya koyulması gerekmektedir. Bu bağlamda ekonomi otoritelerinin kısa dönem para politikaları çerçevesinde piyasanın daha etkin kontrolünü sağlayabilecekleri düşünülmektedir.

Ancak Türkiye'nin kendine özgü koşulları ve yakın geçmişte yaşanan deneyimler Türkiye'de kısa vadeli spekülasyon sermayeye yönelik kontrol uygulamak yerine, kısa vadeli sermayeye olan bağımlılığı azaltacak politikalar izlenmesinde yarar olduğunu göstermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı riskler de dikkate alındığında; ekonomi politikalarında fayda-maliyet dengesini artıran politik reform ve kurumsal değişikliklerin yapılması ile birlikte ülkede oluşacak istikrar görüntüsünün sürekli ve uzun vadeli yabancı kaynağı ülkeye çekeceği, kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer ekonomik göstergeler üzerindeki olumsuz etkisinin azaltılacağı söylenebilir. Buna göre, Türkiye'de yurtiçi tasarrufları artıracak önlemler alınmalı, Avrupa Birliği'ne uyum sürecinde gerekli düzenlemeler yapılmalı, ekonomik ve siyasi istikrar sürekli hale getirilmeli, kamu maliyesinde ve para politikasında disipline önem verilmelidir. Sermaye giriş-çıkışlarından doğacak zararını asgariye indirmek için faiz ve kur politikasında düzenlemeler yapılmalıdır.

KAYNAKÇA

ACAR, İ.: 2015	“Türkiye’de Gelir Dağılımı”, Hak-İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi , 4/8, 42-59.
AÇIKGÖZ, Ş., 2008	Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar. (Yüksek Lisans Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
AFŞAR, K. E., ÖZYİĞİT, M.: 2017	“Karl Marx Bir Klasik mi? Adam Smith ve Karl Marx Üzerinden Kavramsal Bir Karşılaştırma”, Bitlis Eren Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 6/2, 239-262.
AKALIN, K. H.: 2013	“Ortaçağ Avrupası’nın İktisat Tarihinde Faiz Yasağının Kökenleri”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 15/2, 187-208.
AKBAŞ, Y. E., 2012	Ekonomik Büyüme, Cari açık ve Kısa Vadeli Sermaye Akımları Arasındaki Karşılıklı İlişkinin İncelenmesi: Oecd Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma. (Doktora Tezi). İnönü Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya.
AKDİŞ, M., 1996	Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye. Afyon, Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları.
AKINBOADE, O. A.: 2004	“The Relationship Between Budget Deficit and Interest Rates in South Africa: Some Econometric Results”, Development Southern Africa , 21/2, 289-302.
AKLAN, N., 2006	Tobin Vergisi, Döviz Piyasalarında İstikrar Sağlamanın Bir Aracı Olarak Kullanılabilir Mi? http://www.iournals.istanbul.edu.tr/tr/index.php/iktisatmecnua/article/view/7222/6736 (Erişim Tarihi: 09.08.2019).
AKSU, H., EMSEN, Ö. S., BAŞAR, S.: 2001	“Türkiye’de Bütçe Açıkları ile Nominal ve Reel Faiz Oranları İlişkileri: 1985-2000”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , 15/1-2, 43-53.
ALOZIE, S.T., NWAIWU, B.N., IWUEKE, O.C.: 2017	“Determinants of Unemployment in Nigeria”, International Journal of Innovative Research in Social Sciences & Strategic Management Techniques , 4/1, 22-34.

ALP, A., 2000	Finansın Uluslararasılaşması , İstanbul, Yapı Kredi Yayınları.
ALP, A., 2002	Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye , İstanbul, İMKB Yayınları.
ALP, A.: 2003	“Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri”, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi , 40/473, 21-31.
ALTINOK, S., 2007	“Türkiye’de Gelir Dağılımı Sorunu”, Türkiye Ekonomisi Makro Ekonomik Sorunlar ve Çözüm Önerileri (Editör: A. Ay). Konya, Çizgi Kitabevi, S. 143-168.
ANANZEH, I. E. N.: 2016	“Analyzing the Dynamic Relationship Between Budget Deficit, Inflation, and Interest Rate (A Case from Jordan)”, European Journal of Business and Management , 8/29, 121-130.
ANARIPOUR, J. T.: 2011	“Study on Relationship Between Interest Rate and Economic Growth by Eviews (2004-2010, Iran)”, Journal of Basic and Applied Scientific Research , 1/11, 2346-2352.
ASLAN, H., 2009	Para Teorisi ve Politikası , Bursa, Alfa Aktüel Yayınları.
AVDJIEV, S., BRUNO, V., KOCH, C., SHIN, H. S.: 2019	“The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment”, IMF Economic Review , 67/1, 151-173.
AYANOĞLU, K., DÜZYOL, M. C., İLTER, N., YILMAZ, C., 1996	Kamu Yatırım Projelerinin Planlanması ve Analizi. http://www2.kalkinma.gov.tr/kamuyat/yayin/Mavi_Kitap.pdf . (Erişim Tarihi: 12.07.2019).
AYDIN, K.,: 2012	“Türkiye’de Kişisel Gelir Dağılımının Sosyo Ekonomik ve Demografik Belirleyicileri”, Çalışma ve Toplum , 1, 147-166.
AYDOĞDU, M.: 2011	“6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununda Faiz İle İlgili Düzenlemeler”, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi , 12/1, 85-136.

AYTAÇ, D., SAĞLAM, M.: 2014	“Kamu Açıkları, İç Borç ve Faiz Oranı İlişkisi: Türkiye Örneği”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi , 9/1, 131148.
BABALOLA, A. I.: 2013	“Interest Rate and Unemployment Nexus in Nigeria: An Empirical Analysis”, International Journal of Research in Commerce, Economics and Management , 3/11, 42-45.
BAL, H. 2001	“Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye”, Türkiye Bankalar Birliği , 222.
BARBER, W. J., 2007	İktisadi Düşünce Tarihi . İhsan Durdu (Çev.). İstanbul, Metropol Yayınları.
BARIŞIK, S., KESİKOĞLU, F.: 2006	“Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması)”, Ankara Üniversitesi SBF Dergisi , 61/4, 59-82.
BATTISTI, M., FIORONI, T., LAVEZZI, A. M.: 2014	“World Interest Rates, Inequality and Growth: An Empirical Analysis of the Galor-Zeira Model”, University of Pisa Discussion Paper , 184, 1-55.
BEDESTENCİ, H. Ç., KARA, M. A., 2004	“Sermaye Hareketleri ve Kalkınma”, Kalkınma Ekonomisi: Seçme Konular , (Editör Taban, S. ve Kar, M.) Bursa, Ekin Kitabevi.
BERISHA, E., MESZAROS, J., OLSON, E.: 2018	“Income Inequality, Equities, Household Debt, and Interest Rates: Evidence From A Century of Data”, Journal of International Money and Finance , 80, 1-14.
BERKSOY, T., SALTOĞLU, B.: 1998	“Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri”, İstanbul Ticaret Odası , 1998-58.
BEVAN, A., ESTRIN, S., MEYER, K.: 2004	“Foreign investment location and institutional development in transition economies”, International business review , 13/1, 43-64.
BILGIN, M.H.: 2004	“Döviz Kuru İşsizlik ilişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi , 2/8, 80-94.

BOCUTOĞLU, E.: 2012	“İktisat Teorisinde Emegın Öyküsü: Değerin Kaynağı Olan Emekten Marjinal Faydanın Türevi Olan Emegi Yolculuk”, Hak-İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi , 1/1, 127-150.
BÖLÜKBAŞ, M. T., YENİPAZARLI, A., BÖLÜKBAŞ, M.: 2017	“Kamu Harcamaları ve Dış Borçlanma İlişkisi: Türkiye İçin Ekonometrik Bir Analiz”, Global Journal of Economics and Business Studies (GJEBS) , 6/12, 164-176.
BÜKEY, A. M., ÇETİN, B. I.: 2017	“Türkiye’de Gelir Dağılımına Etki Eden Faktörlerin En Küçük Kareler Yöntemi İle Analizi”, Research Journal of Public Finance , 3/1, 103-117.
BYRNE, J. P., FIESS, N.: 2016	“International capital flows to emerging markets: National and global determinants”, Journal of International Money and Finance , 61, 82-100.
CHAN, S. M., TANG, T. C.: 2017	“Foreign direct investment inflows and intellectual property rights: Empirical evidence from different income groups”, Global Economic Review , 46/4) 372-401.
ÇAĞLAYAN, E.: 2006	“Enflasyon, Faiz Oranı ve Büyümenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 21/1, 423-438.
ÇALIŞKAN, Ő.: 2010	“Türkiye’de Gelir Eşitsizliği ve Yoksulluk”, Sosyal Siyaset Konferansları , 2/59, 89-132.
ÇETİN, D., AKSOY, E.: 2016	“OECD Ülkeleri ile Yükselen Piyasalarda Finansal Gelişme ve Faiz Oranlarının, Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi”, JEBPIR , 2/2, 69-91.
ÇOBAN, O., 2010	İktisada Giriş , Konya, Atlas Kitabevi.
DELİCE, G.: 2000	“Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi , 55/1, 53-77.
DEMİRAL, M. 2008	Türkiye’de Sıcak Para Hareketleri ve Ekonomik Krizlere Etkisi. (Yüksek Lisans Tezi). Niğde Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.

DEMİRBAŞ, M.: 2000	“Türkiye’de Faiz Oranlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi (1980-1997 Dönemi Örneği)”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 5/2, 81-92.
DENG, Y., LIU, X., WEI, S. J.: 2018	“One fundamental and two taxes: When does a Tobin tax reduce financial price volatility?”, Journal of Financial Economics , 130/3, 663-692.
DİKMEN, F. H. 2003	Yabancı Sermaye Hareketlerinin Nedenleri ve Türkiye’de Makro Ekonomik Değişkenler Üzerine Etkileri. (Yüksek Lisans Tezi). Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
DURUSOY, S. 2000	Finansal Serbestleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri. http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm , (Erişim tarihi: 23.08.2019).
DUTKOWSKY , D. H., ATEŞOĞLU, H. S.: 1986	“Unanticipated Money Growth and Unemployment: Post-Sample Forecasts”, Southern Economic Journal , 53/2, 413-421.
EĞİLMEZ, M., & KUMCU, E.: 2016	Ekonomi Politikası , Remzi Kitapevi, İstanbul.
EĞİLMEZ, M., 2013	Güncellenmiş FaizDersi. http://www.mahfiegilmez.com/2013/07/guncellenmis-faiz-dersi.html . (Erişim tarihi: 24.08.2019).
EĞİLMEZ, M., 2014	Merkez Bankası Faizleri (Son Durum). http://www.mahfiegilmez.com/2014/10/merkez-bankas-faizleri-son-durum.html . (Erişim tarihi: 24.08.2019).
EICHENGREE N, B., ROSE, A.: 2014	“Capital controls in the 21st century”, Journal of International Money and Finance , 48, 1-16.
EKİCİ, M. S.: 2009	“Vergi Gelirlerini Etkileyen Ekonomik ve Sosyal Faktörler”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi , 8/30, 200-223.
EL-AGRODY, N. M., OTHMAN, A. Z., HASSAN, M. B. E.: 2010	“Economic Study of Unemployment in Egypt and Impacts on GDP”, Nature and Science , 8/10, 102-111.

EMEÇ, H., GÜLAY, E.: 2013	“Nominal Döviz Kuru Oynaklığının Enflasyon, Faiz Oranı ve Dış Ticaret Hacmindeki Değişimler ile Olan İlişkisi: Türkiye Örneği”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar , 50/578, 77-95.
EMİL, M.F., VEHBİ, M. T.: 2002	“Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği”, Hazine Dergisi , 15, 2-12.
ENDERS, W. 2004	Applied Econometrics Time Series , Newyork, John Wiley and Sons.
ERÇAKAR, M. E., GÜVENOĞLU, H.: 2018	“Türkiye’de Gelir Dağılımı ve Sosyal Koruma Harcamalarına Bir Bakış”, Sosyal Bilimler Metinleri , 1, 38-53.
ERGÜL, Ö., 2012	Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar , Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
ERTEK, T., 2011	Makroekonomiye Giriş , İstanbul, Beta Yayınları.
ESEN, E., YILDIRIM, Z., KOSTAKOĞLU, F.: 2012	“Faiz Oranındaki Bir Artış Cari İşlemler Açığını Artırır mı?”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi , 2/32, 215-228.
ESEN, O., 1997	“Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi . http://ekonomikyaklasim.org/pdfs2/EYD_V08_N27_A03.pdf (Erişim tarihi: 03.07.2019).
ESEN, O.: 1990	“Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Kaçışı: Ölçülmesi, Nedenleri ve Sonuçları”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi , 27/5, 39-48.
ESEN, Ö. 2008	Türkiye ’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi. (Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
FRENCH, N., WARD, C.: 1995	“Valuation and arbitrage”, Journal of Property Research , 12/1, 1-11.

FORTIN, P.: 2001	“Interest Rates, Unemployment and Inflation: The Canadian Experience in the 1990s”, The Review of Economic Performance and Social Progress , 1, 113-130.
FRY, M. J., 1993	Foreign Direct Investment in Southeast Asia Differential Impacts , Singapur, Institute of Southeast Asian Studies.
FUERTEZ, A. M., PHYLAKTIS, K., YAN, C.: 2016	“Hot money in bank credit flows to emerging markets during the banking globalization era”, Journal of International Money and Finance , 60, 29-52.
GABBI, G., IORI, G., JAFAREY, S., PORTER, J.: 2015	“Financial regulations and bank credit to the real economy”, Journal of Economic Dynamics and Control , 50, 117-143.
GENÇ, S. Y., ÇAĞLAYAN, T.: 2017	“İktisadi Düşüncede Değerin Kaynağı Sorunsalı”, Çalışma ve Toplum , 2, 667-680.
GUO, F., HUANG, Y. S.: 2010	“Does ‘hot money’ drive China's real estate and stock markets?”, International Review of Economics & Finance , 19/3, 452-466.
GÜNAL, M., 2010	Para Banka ve Finansal Sistem , Ankara, Nobel Yayın Dağıtım.
GÜNAYDIN, İ.: 2004	“Bütçe Açıkları Enflasyonist Midir? Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 6/1, 158-181.
GÜNEŞ, S.: 2007	“Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği”, Sosyoekonomi Dergisi , 2007, 1
GÜRAN, N., 1996	Makro Ekonomik Analiz , İzmir, Karınca Matbaacılık.
HANSEN, B. E., SESHADRI, A.: 2013	“Uncovering the Relationship Between Real Interest Rates and Economic Growth”, University of Michigan Retirement Research Center Working Paper , 303, 1-18.
HELLEINER, E.: 2010	“A Bretton Woods moment? The 2007–2008 crisis and the future of global finance”, International affairs , 86/3, 619-636.

HERMES, N., MEESTERS, A.: 2015	“Financial liberalization, financial regulation and bank efficiency: a multi-country analysis”, Applied Economics , 47/21, 2154-2172.
HODJERA, Z.: 1973	“International short-term capital movements: A survey of theory and empirical analysis”, Staff Papers , 20/3, 683-740.
IŞIK, S., 2010	Para, Finans ve Kriz Post Keynesyen Yaklaşım , Ankara, Palme Yayıncılık.
IVANOVA, M. N.: 2019	“Inequality, financialization, and the US current account deficit”, Industrial and Corporate Change , 28/4, 707-724.
İÇÖZ, C., 1995	Küresel Makro İktisat Teori ve Politika , Ankara, Gazi Üniversitesi Yayınları.
İNANDIM, Ş. 2005	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. (Uzmanlık Yeterlik Tezi). Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
İZGİ, B. B., ALYU, E.: 2018	“Yoksulluk ve Gelir Dağılımı Eşitsizliği: OECD ve AB Ülkeleri Panel Veri Analizi”, Gaziantep University Journal of Social Sciences , 17/3, 988-996.
KADIR, S. U., TUNGGAL, N. Z.: 2015	“The Impact of Macroeconomic Variables Toward Agricultural Productivity in Malaysia”, South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law , 8/3, 21-27.
KAR, M., KARA, M.A.: 2003	“Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Dış Ticaret Dergisi , 8/29, 46-80.
KARACA, O., 2005	“Türkiye’de Faiz Oranı ile Döviz Kuru Arasındaki İlişki: Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir mi?”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni , 2005/14.
KARACAN, R.: 2010	“Faiz, Döviz Kuru İlişkisinin Makroekonomik Performansa Etkisi Üzerine Bir Değerlendirme”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 20/2, 72-92.
KARACAN, R., 2017	Kapitalist Ekonomide Gelir Dağılımı ve Yoksulluk (Türkiye Örneğiyle) , İstanbul, Yalın Yayıncılık.

KARAGÖL, E. T., ORTAKAYA, Ü. İ.: 2014	“Faiz Kısılacında Ekonomik Büyüme”, Seta Perspektif , 47, 1-5.
KARAKAYAL I, H., 2002b	Makro Ekonomi , Manisa, Emek Matbaacılık.
KARAMAN, B., ÖZÇALIK, M.: 2007	“Türkiye’de Gelir Dağılımı Eşitsizliğinin Bir Sonucu: Çocuk İşgücü”, Yönetim ve Ekonomi , 14/1, 25-41.
KARTALLI, F.Y. 2007	Sermaye Hareketlerinde Ani Duruşlar ve Sermaye Kontrolleri: Türkiye Ne Zaman Uygulanmalıdır? (Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
KAYA, Y.T. 1998	Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği. (Uzmanlık Tezi). DPT, Ankara.
KAYHAN, S., BAYAT, T., UĞUR, A.: 2013	“Interest Rates and Exchange Rate Relationship in BRIC-T Countries”, Ege Akademik Bakış , 13/2, 227-236.
KAZGAN, G., 1999	Tazminattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye , Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
KAZGAN, G., 2000	İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi . İstanbul, Remzi Kitabevi.
KESBİÇ, Y., BALDEMİR, E., BAKIMLI, E.: 2004.	“Bütçe Açıkları ile Parasal Büyüme ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye için Bir Model Denemesi”, Yönetim ve Ekonomi , 11/2, 27-39.
KEŞEN, S., 2011	Finansal Sermaye Hareketleri ve Para Politikası İlişkisi Genelinde Dünya Ekonomileri ve Türkiye Örnekleri. (Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
KİRMANOĞLU, H., 2014	Kamu Ekonomisi Analizi , İstanbul, Beta Yayınları.
KOMİSYON, 2014	Faiz. Yakup Kumak (Çev.). İstanbul, El-Mustafa Yayınları.

KRUGMAN, P., WELLS, R., 2013	Makro İktisat , Ankara, Palme Yayıncılık.
KÜÇÜKKALA Y, A. M., 2010	İktisadi Düşünce Tarihi , İstanbul, Beta Yayıncılık.
LANCASTRE, M., 2016	“Inequality and Real Interest Rate”, MPRA Paper 85047 , University Library of Munich, Germany.
LANE, P. R., MILESI-FERRETTI, G. M.: 2001	“Long-term capital movements”, NBER macroeconomics annual , 16, 73-116.
LI, X., SU, C. W., CHANG, H. L., MA, J.: 2018	“Do short-term international capital movements play a role in exchange rate and stock price transmission mechanism in China?”, International Review of Economics & Finance , 57, 15-25.
MANKIW, N. G., 2009	Makroekonomi. Ömer Faruk Çolak (Çev.). Ankara: Eflatun Yayınevi.
MARX, K., 1990	Kapital (Cilt 3). Alaattin Bilgi (Çev.). Ankara: Sol Yayınları.
MATHUR, B. L., 2001	Monetary Management , New Delhi, Discovery Publishing House.
MISHKIN, F. 1996	“Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective”, NBER Working Paper , No:5600. http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w5600.pdf (Erişim Tarihi: 02.08.2019).
MUCUK, M., 2017	Makro İktisat Teori ve Türkiye Uygulaması , Konya, Billur Yayınevi.
MUHAMMAD, S. D. LAKHAN, G. R., ZAFAR, S., NORMAN, M.: 2013	“Rate of Interest and its Impact on Investment to the Extent of Pakistan”, Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences , 7/1, 91-99.

NEELY, J. C., 1999	An Introduction to Capital Controls. https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf , (Erişim Tarihi: 22.08.2019).
OKTAY, E., 2002	Makro İktisat Teorisi ve Politikası , İstanbul, Maltepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları.
ORHAN, O. Z., ERDOĞAN, S., 2005	İktisada Giriş , İstanbul, Avcı Ofset.
ORHAN, O. Z., ERDOĞAN, S., 2013	Para Politikası , Kocaeli, Umuttepe Yayınları.
ÖÇAL, T., OSMANLI, A., 2004	Uluslararası İktisat Para-Banka , Ankara, Savaş Yayınevi.
ÖRUÇ, E.: 2016	“Fisher Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi , 13, 297-311.
ÖZATAY, F.: 1997	“Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey”, Journal of Policy Modeling , 19/6, 661-681.
ÖZEL, S., 2000	Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz , İstanbul, Denizbank Yayınları.
ÖZEL, S., 2005	Global Finansal Krizler , İstanbul, Deniz Kültür Yayıncılık.
ÖZER, H., SARAÇ, T. B.: 2010	“Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Dolar Kuru Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği (2001:03-2009:07)”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar , 47/539, 49-65.
ÖZKAZANÇ, Ö., BERBEROĞL U, C. N., EREN, E., PARASIZ, M. İ., YILDIRIM, K., 2009	İktisat Teorisi . (Editörler K. Yıldırım ve M. Özer). Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1456.

ÖZTÜRK, N., DURGUT, D.: 2011	“Faiz Oranlarının Belirleyicileri: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz”, Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi , 3/1, 117144.
ÖZYURT, H., 2003	Para Teorisi ve Politikası , Trabzon, Derya Kitabevi.
PALABIYIK, A.: 2012	“Marx’ın Sosyolojisi’nde Gözden Uzak Kalmış Bir Kavram: ‘İşbölümü’”, İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi , 1/1, 266-298.
PARASIZ, İ., 2009	Para Banka ve Finansal Piyasalar , Bursa, Ezgi Kitabevi.
PAYA, M., 2001	Makro İktisat , İstanbul, Filiz Kitabevi.
PAYA, M., 2013.	Para Teorisi ve Para Politikası , İstanbul, Türkmen Kitabevi.
PEHLİVAN, C., BİNGÖL, N., ÖZBAY, F.: 2017	“İşsizlikle Faizin Türkiye’de Ekonomik Büyümeye Etkisi: 1980-2016”, Global Journal of Economics and Business Studies (GJEBS) , 6/12, 15-29.
PEKER, O., ACAR, Y.: 2010	“Türkiye’de Konsolide Bütçe Açıklarıyla-İç Borçlanma Faiz Oranları Arasındaki İlişki: Ekonometrik Bir Analiz”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi , 11/1, 193-206.
PESARAN, M. H. ve SHIN, Y. 1999	An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis . Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium, Strom, Cambridge University Press.
PESARAN, M. HASHEM ve v.d. 2001	“Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships.”, Journal of Applied Econometrics , 16 (3), 289–326.
PHILLIPS, P. ve PERRON, P. 1988	“Testing For A Unit Root in Time Series Regression”, Biometrika , 75 (2), 335–346.
PHIRI, A.: 2018	“Nonlinear Relationship between Exchange Rate Volatility and Economic Growth”, Journal of Economics and Econometrics , 61/3, 15-38.

PIÇAK, M.: 2012	“Faiz Olgusunun İktisadi Düşünce Tarihindeki Gelişimi”, Manas Sosyal Araştırmalar Dergisi , 1/4, 61-92.
POLAK, J. J., BOUGHTON, J. M., 2016	“The Articles of Agreement of the IMF and the Liberalization of Capital Movements”, Economic Theory and Financial Policy , Routledge, 147-154.
RIVERO, O. D. 2003	Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri. Karakurt, Ö. (Çev.), Çitlembik Yayınları, İstanbul.
SAĞLAM, M., UĞURLU, E.: 2013	“Kamu Açıkları, Parasal Büyüme ve Enflasyon İlişkisi: Türkiye Örneği (1983-2008)”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar , 50/576, 71-84.
SARAÇ, T. B., KARAGÖZ, K.: 2016	“Impact of Short-term Interest Rate on Exchange Rate: The Case of Turkey”, Procedia Economics and Finance , 38, 195- 202.
SARAÇOĞLU, F., ŞAHAN, Ö., 2004	“Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Sayıştay Dergisi , http://dergi.sayistay.gov.tr/icerik/der55m4.pdf (Erişim Tarihi: 07.08.2019).
SARGENT, T. J., WALLACE, N.: 1981	“Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review/Fall , 1-17.
SAYILGAN, G., 2013	Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansı , Ankara, Turhan Kitabevi.
SEYİDOĞLU, H., 2003	Uluslararası Finans , İstanbul, Güzem Yayınları.
SEYİDOĞLU, H., 2009	Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama , İstanbul, Güzem Can Yayınları.
SEYREK, İ., MIZIRAK, Z.: 2009	“Faiz Teorileri Üzerine Bir İnceleme: Finansal İstikrarsızlık Hipotezinin Temel Dayanağı”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 22, 383-394.
SHAFI, K., HUA, L., IDRESS, Z., NAZEER, A.: 2015	“Impact of Exchange Rate, Inflation Rate and Interest Rate on Balance of Payment: A Study from India an Pakistan”, American Journal of Business, Economics and Management , 3/1, 9-13.

SHARMA, S. D.: 2003	“The Malaysian Capital Controls and The Debates on the New International Financial Architecture”, Review of Asian and Pacific Studies , 23, 1-25.
SHEEFENI, J. P. S, KAULIHOWA, T.: 2016	“Examining the Relationship Between Term Structure of Interest Rates and Economic Activity in Namibia”, International Journal of Economics and Financial Research , 2 (9), 161168.
SUGÖZÜ, H. İ., ERDOĞAN, S., ULAŞAN, E.: 2017	“The Impacts of Interest Expenditure on Income Distribution and an Application on the Factors Distorting Income Distribution: An Empirical Analysis For Turkey”, International Periodical for the Languages, Literature and History of Turkish or Turkic , 12/12, 231-250.
SUYUAN, L., WU, H., KHURSHID, A.: 2015	“Interest Rate Uncertainty, Investment and Their Relationship on Different Industries; Evidence from Jiangsu, China”, Journal of International Studies , 8/2, 74-82.
ŞİMŞEK, A. R. 2007	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri. (Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.
TARI, R., KUMCU, F.S.: 2005	“Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)”, Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi , 1/9,156-179.
TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), 2012	Bülten , Ankara, Korza Yayıncılık.
TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), 2015	Yabancı Para Zorunlu ve Serbest Hesaplara Faiz Ödenmesine İlişkin Basın Duyurusu , Ankara.
TEZCANLI, M., VARIŞ, S., KUMBASAR, B., ORAL, E., GÖRGÜNAY, H., TAN, E., UYTUN, E., 1994	Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye , IMKB Yayınları, İstanbul.

TOMANBAY, M., GÜMÜŞ, T., 2004	Genel Ekonomi , Ankara, Gazi Kitabevi.
TOROITICH, C. J., ANYANGO, M. W.: 2017	“Effects of Interest Rates Stability on Kenya’s Economic Performance”, The Strategic Journal of Business & Change Management , 2/51, 905-922.
TÜMTÜRK, O.: 2017	“Exchange Rates and Monetary Fundamentals: Evidence from Turkey”, Business and Economics Research Journal , 8/3, 379-394.
TÜRKAY, H., DEMİRBAŞ, M.: 2012	“Türkiye Ekonomisinde Yatırımların Faiz ve Gelir İlişkisinin ARDL Yaklaşımı İle Analizi”, Akademik Yaklaşımlar Dergisi , 3/2, 1-16.
UNAY, C., 2000	Genel İktisat , Bursa, Ekin Kitabevi.
UYSAL, D., MUCUK, M., ALPTEKİN, V.: 2008	“Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisinde Faiz ve Kur İlişkisi”, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi , 15, 48-64.
UYSAL, Y.: 2007	“Gelir Dağılımı Türleri Arasındaki İlişkiler Perspektifinde Türkiye’de Gelir Dağılımının Düzenlenmesine Yönelik Öneriler”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi , 9/2, 248-292.
UZUNOĞLU, S., 1996	Bankacılık , Ankara, Kültür Bakanlığı Ekonomik Araştırmalar Merkez Yayınları.
ÜNALMIŞ, D., ÜNALMIŞ, İ.: 2015	“Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları , 1-12.
ÜZÜMCÜ, A., 2012	İktisadi Büyüme (Teori, Model ve Türkiye Üzerine Gözlemler) , İstanbul, Beta Yayıncılık.
WANG, J. Y.: 1990	“Growth, technology transfer, and the long-run theory of international capital movements”, Journal of international economics , 29/3-4, 255-271.

WIJNBERGEN , S., ANAND, R., CHHIBBER, A., ROCHA, R., 1992	External Debt, Fiscal Policy, and Sustainable Growth in Turkey , Baltimore and London, The Johns Hopkins University Press.
YALÇINKAY A, Ö., KAYA, V.: 2017	“Nominal Negatif Faiz Oranı Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: İlk Kanıtlar (2000Q1-2016Q4)”, International Journal of Academic Value Studies , 3/11, 91-105.
YELDAN, E., 2002	“Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, Praksis Üç Aylık Sosyal Bilimler Dergisi, http://www.praksis.org/wp-content/uploads/2011/07/007-02.pdf (Erişim Tarihi: 09.08.2019).
YELDAN, E., 2005	Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur. http://www.bilkent.edu.tr/~veldane/Yeldan15_9Mar05.pdf (Erişim Tarihi: 11.09. 2019).
YETKİNER, H., 2012	Sorularla Makro İktisat , Ankara, Efil Yayınevi.
YILDIRIM, K., KARAMAN, D., TAŞDEMİR, M., 2016	Makroekonomi , Ankara, Seçkin Yayıncılık.
YÜCEL, F., YANAR, R., 2005	“Türkiye’de Cari İşlemler Açıkları Sürdürülebilir Mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış”, Çukurova Üniversitesi SBE Dergisi , http://sosvalbilimler.cukurova.edu.tr/dergi/dosvalar/2005.14.2.260.pdf (Erişim Tarihi: 21.08.2019).
ZEYTİNOĞLU , E.: 1987	“İslam’da ve Diğer Sistemlerde Faiz”, (Editörler S. Orman, İ. Kurt). Para, Faiz ve İslam , İstanbul, İslami İlimler Araştırma Vakfı Yayınları, 91-116.