

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA
VE FİYAT İSTİKRARI İLİŞKİSİ**

**Mehriban HEYDAROVA
(Yüksek Lisans Tezi)**

Eskişehir, 2020

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA
VE FİYAT İSTİKRARI İLİŞKİSİ**

Mehriban HEYDAROVA

T.C.

Eskişehir Osmangazi Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Bilim Dalı

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Eskişehir, 2020

T.C.

ESKİŞEHİR OSMANGAZİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTİSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Mehriban HEYDAROVA tarafından hazırlanan “Türkiye Ekonomisinde Finansallaşma ve Fiyat İstikrarı İlişkisi” başlıklı bu çalışma 27.08.2020 tarihinde Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddesi uyarınca yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak, Jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Doç. Dr. Erkan ÖZATA

Üye

Doç. Dr. Oytun MEÇİK

(Danışman)

Üye

Dr. Öğr. Üyesi Esin KILIÇ

ONAY

(İmza)

Prof.Dr. Mesut ERŞAN

Enstitü Müdürü

...../...../.....

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin/projenin Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi hükümlerine göre hazırlandığını; bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Eskişehir Osmangazi Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla taranmasını kabul ettiğimi ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim. Yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması halinde ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

AD-SOYAD

İMZA

ÖZET

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE FİNANSALLAŞMA VE FİYAT İSTİKRARI İLİŞKİSİ

HEYDAROVA, Mehriban

Yüksek Lisans-2020

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Oytun MEÇİK

1980 sonrası dünya ekonomisinde neo-liberalizmin egemen hale gelmesi ile ekonomiler giderek küreselleşmiş ve finansal piyasalar öne çıkmaya başlamıştır. 20. yüzyılın sonlarından itibaren teknolojik gelişmeler sonucu finansal ürünlerin çeşitliliğinin artması, finansal yatırım ve gelirlerdeki artış, dış ticaret hacminde görülen genişleme ve uluslararası sermayenin dolaşımının hızlanması, finansallaşma sürecinin hız kazanmasında etkili olmuştur. Türkiye ekonomisinde de yaşanan liberalizasyon ile finansallaşma yaşanmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye ekonomisinin dışa açılma süreci sonrasında yaşadığı finansallaşma süreci ve bu sürecin fiyat istikrarı ile ilişkisi ele alınmıştır. Bu amaçla Türkiye’de finansallaşma göstergeleri ile fiyat endeksi arasındaki ilişki ARDL sınır testi yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Değişkenler teorik bilgiler ve literatürden hareketle belirlenmiştir. Analizde 2003-2019 dönemi için; fiyat endeksi, sermaye piyasası kapitalizasyonu, banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatlar kullanılmıştır.

Analiz bulgularına göre, uzun dönemde fiyat endeksi ile banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları arasında negatif, mevduatlar ve krediler arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Uzun dönemde sermaye piyasası kapitalizasyonunun fiyat endeksi üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı görülmüştür. Ancak kısa dönem analizinde sermaye piyasası kapitalizasyonu ile fiyat endeksi arasında negatif ve anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bulgular ışığında, Türkiye ekonomisinde finansallaşmanın fiyat istikrarını etkilediği ileri sürülebilir.

Anahtar Kelimeler: Finansallaşma, Türkiye Ekonomisi, Fiyat İstikrarı.

ABSTRACT

THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIALIZATION AND PRICE STABILITY IN THE TURKISH ECONOMY

HEYDAROVA, Mehriban

Master Degree - 2020

Department of Economics

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Oytun MEÇİK

After 1980, economies steadily became global and financial markets came forward due to neoliberalism on the world economy gained popularity. From the end of the 20th century, as a result of technological improvement, a variety of financial products enlarged, financial investment and income increased, external trade noticeably improved and international capital circulation accelerated, and it had a positive impact on financialization rapidly. Turkish economy had also experienced financialization by liberalization.

In this study, the financialization process of the Turkish economy, after the action of opening to the outside of its own economy and its relationship with the price stability is discussed. For this purpose, the relations between Turkey's financialization indicators and price indices were analyzed by the ARDL bounds testing approach. Variables have been determined based on theoretical information and literature. In the analysis for the period 2003-2019; price index, capital market capitalization, the sum of securities in bank assets, foreign direct investments, portfolio investments, loans, and deposits were used.

According to the analysis findings, a negative relationship was found among the price index and the sum of securities in bank assets, foreign direct investments and, portfolio investments, and a positive and significant relationship between deposits and loans, in the long term. It is observed that capital market capitalization does not have a noticeable effect on the price index, in the long run. However, in the short-term analysis, the existence of a negative and remarkable relationship between capital market capitalization and the price index was determined. In light of the findings, it could be argued that the financialization in the Turkish economy affects price stability.

Keywords: Financialization, Turkish Economy, Price Stability.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	v
ABSTRACT	vi
TABLOLAR LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ.....	1

1. BÖLÜM

FİNANSALLAŞMA KAVRAMININ TEORİK GERİ PLANI

1.1. FİNANSALLAŞMA KAVRAMI.....	4
1.2. FİNANSALLAŞMAYI AÇIKLAYAN TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	8
1.2.1. Marksist Yaklaşım	8
1.2.2. Post Keynesyen Yaklaşım.....	13
1.2.3. Neo Liberal İktisat Yaklaşımı.....	18
1.3. FİNANSALLAŞMANIN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	19

2. BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARI VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

2.1. FİYAT İSTİKRARI.....	24
2.1.1. Fiyat İstikrarının Önemi.....	27
2.1.2. Fiyat İstikrarının Para Politikasında Yeri	29
2.1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi.....	30
2.1.2.2. Parasal Hedefleme	31
2.1.2.3. Enflasyon Hedeflenmesi.....	33
2.2. MERKEZ BANKASININ BAĞIMSIZLIĞI.....	36
2.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlık Türleri.....	37
2.2.1.1. Politik Bağımsızlık.....	37
2.2.1.2. Ekonomik Bağımsızlık.....	38
2.2.1.2.1. Amaç Bağımsızlığı	39
2.2.1.2.2. Araç Bağımsızlığı	39
2.2.1.3. Yasal Bağımsızlık.....	39
2.2.1.4. Fiili Bağımsızlık.....	40

2.3. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ ÖNKOŞULLARI	40
2.3.1. Hesap Verebilirlik.....	40
2.3.2. Şeffaflık.....	40
2.3.3. Denetim	40
2.4. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI.....	41

3. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖNEMLER İTİBARIYLA

FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

3.1. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE FİNANSALLAŞMA	43
3.1.1. 1980 Öncesi Dönem	45
3.1.2. 1980-1989 Dönemi.....	46
3.1.3. 1990-2001 Dönemi.....	51
3.1.4. 2001-2009 Dönemi.....	54
3.1.5. 2010-2019 Dönemi	58
3.2. FİNANS SEKTÖRÜNÜN GÖRÜNÜMÜ	61

4. BÖLÜM

FİNANSALLAŞMA VE FİYAT İSTİKRARININ

EKONOMETRİK ANALİZİ

4.1. Literatür	69
4.2. Model ve Veri Seti.....	72
4.3. YÖNTEM	75
4.4. DURAĞANLIK	76
4.4.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi	77
4.5. EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ	78
4.5.1. ARDL Testi.....	80
4.6. ANALİZ BULGULARI.....	82
4.6.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları.....	83
4.6.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları.....	84
SONUÇ	92
KAYNAKÇA.....	96

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: 1929 Buhranının ABD Ekonomisine Etkileri.....	20
Tablo 2: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Enflasyon Hedefleri (%).....	35
Tablo 3: 1970 -1979 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	45
Tablo 4: 1980 -1989 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	50
Tablo 5: 1990-1999 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	52
Tablo 6: 2000-2009 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler	57
Tablo 7: 2010-2019 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler.....	60
Tablo 8: Türkiye’de Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (Aralık 2019, milyar).....	61
Tablo 9: Türk Bankacılık Sektörü Banka Sayıları (1980-2019)	62
Tablo 10: Türkiye’de Banka Şube ve Personel Sayıları (2010-2019).....	63
Tablo 11: Dijital Bankacılık Seçilmiş Göstergeler.....	63
Tablo 12: 2011-2019 Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Kartlı Ödeme Sistemine İlişkin Veriler.....	64
Tablo 13: 2002-2019 Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Yoğunlaşma (%).....	64
Tablo 14: Türk Bankacılık Sektörünün Seçilmiş Bilanço Kalemleri (2010-2019 milyar TL).....	65
Tablo 15: 2010-2019 Türk Bankacılık Sektöründe Krediler (Milyar TL).....	66
Tablo 16: Türkiye Sermaye Piyasası Özet Verileri (2015- 2019).....	67
Tablo 17: Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stokları 2010-2019 yılları (Milyon TL).....	67
Tablo 18: BES Temel Göstergeleri (2004-2019).....	68
Tablo 19: Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları.....	74
Tablo 20: Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri	82
Tablo 21: Değişkenlerin Korelasyon Matrisi.....	83
Tablo 22: ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	84
Tablo 23: ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Sınır Testi Sonuçları.....	86
Tablo 24: ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Tanısal Test Sonuçları.....	86
Tablo 25: ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Uzun Dönem Katsayıları.....	87
Tablo 26: Kısa Dönem ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları...90	

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Finansallaşmanın Kanalları.....	6
Şekil 2: Finansallaşma Süreci.....	7
Şekil 3: 1929 Ekonomik Krizi'nde Amerikan Borsası.....	20
Şekil 4: 1970-1979 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler.....	46
Şekil 5: 1980-1989 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler.....	51
Şekil 6: 1990-1999 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler.....	53
Şekil 7: Türk Bankacılık Sektörünün Aktif Büyüklüğünün GSYH'ye Oranı.....	66
Şekil 8: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunlukları.....	85
Şekil 9: ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modeli İçin CUSUM ve CUSUMSQ Grafikleri...	91

KISALTMALAR

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
GSMH:	Gayrisafi Milli Hasıla
IMF:	Uluslararası Para Fonu
BKM:	Bankalar Arası Kart Merkezi
BDDK:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
TBB:	Türkiye Bankalar Birliği
TCMB:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜİK:	Türkiye İstatistik Kurumu
BES:	Bireysel Emeklilik Sistemi
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TÜFE:	Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜSİAD:	Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının belirlenmesi, şekillenmesi ve tamamlanması aşamalarında bilgi, birikim ve tecrübeleriyle beni yönlendiren, destekleyen ve tezin her aşamasında yanırlarımı ve doğrularımı açık bir şekilde göstererek yardımlarını hiçbir şekilde esirgemeyen değerli tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Oytun MEÇİK'e bana olan inancı ve sabrı için en içten teşekkürlerimi sunuyorum.

Eğitim hayatım boyunca benden maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen sevgili aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

GİRİŞ

Ekonomide finans sektörünün payının diğer sektörlere nazaran giderek arttığını ifade etmek üzere kullanılan finansallaşma kavramı, 1970’li yılların ortasında başlayan bir süreç olsa da 1980’li yıllarda sermayenin uluslararası nitelik kazanmasıyla birlikte daha da hız kazanmıştır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle birlikte dünyada finansal piyasalar öne çıkmaya başlamış ve piyasalar yabancı yatırımlara oldukça duyarlı hale gelmiştir. Yabancı sermayeyi kendi ekonomisine çekmek isteyen ülkeler ise başta finansal piyasalar olmak üzere birçok alanda serbestleşme düzenlemeleri yapmıştır. 1980 öncesi dönemde dışa kapalı ve ithal ikameci sanayileşme stratejisi uygulayan Türkiye’de de 1980 yılında 24 Ocak kararları ile önemli serbestleşme düzenlemeleri başlatılmış ve 1989 yılında 32 sayılı karar ile ödemeler bilançosundaki sermaye hesaplarında tam serbestleşmeye gidilmesiyle bu süreç devam etmiştir.

Dünya genelinde finansal piyasaların derinleşmesi, finansal ürün çeşitliliğinin artması ve uluslararası sermaye dolaşımının hızlanması, günümüzde finansallaşmayı önemli kılmaktadır. Türkiye ekonomisi de finansallaşma sürecini deneyimlemektedir. Türkiye ekonomisinde benimsenen ekonomi politikasının fiyat istikrarına yönelik olması, deneyimlenen bu sürecin fiyat istikrarı ile ilişkisini önemli bir araştırma konusu haline getirmektedir. Böylece politika yapıcıların fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yolunda daha doğru adımlar atabilmesi mümkün olacaktır.

Çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde finansallaşma ve fiyat istikrarı ilişkisinin araştırılmasıdır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümünde finansallaşma kavramı, finansallaşmayı açıklayan teorik yaklaşımlar; Marksist Yaklaşım, Post Keynesyen Yaklaşım ve Neo Liberal İktisat Yaklaşımı başlıkları altında ele alınmış, son olarak finansallaşmanın tarihsel gelişimi anlatılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde fiyat istikrarı, önemi ve para politikasındaki yeri, merkez bankası bağımsızlığı, bağımsızlık türleri ve bağımsızlık için önkoşullar, TCMB’nin bağımsızlığı ele alınmıştır. Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinde yaşanan finansallaşma süreci dönemlere ayrılarak incelenmiştir. Burada ilk olarak Türkiye ekonomisinin 1980 öncesi finansal yapısına kısaca değinildikten sonra finansallaşmanın temellerinin atıldığı 1980’li yıllar, ardından 1990-2001, 2001-2009 ve 2010-2019 dönemleri ele alınmıştır. Çalışmanın

dördüncü bölümünde ise Türkiye’de finansallaşma göstergesi olarak seçilen sermaye piyasası kapitalizasyonu, banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatların fiyat istikrarı göstergesi olarak alınan TÜFE’ye etkisi analiz edilmiştir.

1. BÖLÜM

FINANSALLAŞMA KAVRAMININ TEORİK GERİ PLANI

Günümüzde finansal sektör hem makroekonomik çerçevede hem de mikro çerçevede bireylerin hayatının mühim bir parçasına dönüşmüştür. Makro ekonomik seviyede finansallaşma süreci ekonomilerde değişim yaratırken, bunun etkileri ekonomik birimler üzerinde de görülmektedir. Buna basit bir örnek olarak, finansal sistemin bireylerin tüketim alışkanlıklarına daha fazla hitap etmesi, hanehalkının giderek finansallaştığının bir göstergesi olarak nitelendirilmektedir. Finansallaşma kavramı, finans sektörünün öteki sektörlerle oranla giderek artan önemini vurgulamak için kullanılmakta olan bir kavramdır.

Finansal piyasaların küreselleşmesi, finansal ürünlerin çeşitliliğinin çoğalması, finansal yatırım ve finansal gelirlerdeki artış trendi ve uluslararası sermayenin dolaşımının hızlanması, günümüzde finansallaşmayı önemli kılmıştır. Finans dünyasında ortaya çıkan bu değişim ve gelişmeler iktisat yazınında “finansallaşma” kavramı etrafında toplanmıştır. Kronolojik olarak bakıldığında liberalizasyon, neoliberalizasyon, deregülasyon ve globalizasyon, finansallaşma sürecinin evrim aşamaları olarak görülebilir.

1970’lerin sonlarında birçok ülkede finansal işlemlerde, faiz uygulamalarında, finansal alandaki kârlılıkta ve finansal varlık sahiplerinin milli gelirdeki paylarında kayda değer bir artış olarak kendini gösteren yapısal değişimler meydana gelmiştir. Bu durum, finansallaşma kavramının tanımı ve boyutları ile iktisadi büyüme, gelir dağılımı ve yatırımlar gibi makroekonomik değişkenlerle ilişkisinin incelenmesini beraberinde getirmiştir. Finansallaşma 1990’ların başlarında ekonomilerde ağırlığını hissettirmeye başlamıştır. Esasen 1960’ların sonundan beri kapitalizmden finansa doğru bütün olarak bir kayma gerçekleşmektedir (Foster, 2007: 1).

Literatürde finansallaşmaya ilişkin çok sayıda çalışma mevcuttur. Monthly Review Okulu, Harvey ve Lapavitsas (2010) finansallaşma kavramının gelişimini 1970’li yıllara dayandırmakta, Giovanni Arrighi ve Samir Amin ise bu tarihi 1970’li yıllardan daha öncelere götürmektedir. Rudolf Hilferding ise 1910 yılında yayınladığı “Finans Kapital” eseri ile banka ve sanayi sermayesi arasındaki ilişkinin sanayi sermayesi aleyhine geliştiğine dikkat çeker (Hilferding, 1981).

1.1. FİNANSALLAŞMA KAVRAMI

Günümüzde finansal piyasaların önemi giderek artış göstermektedir. Buna bağlı olarak bankacılık sektöründe ve finansal piyasalarda bir yeniden yapılanma söz konusu olmaktadır (Theurillat, Corpataux ve Crevoisier, 2010: 190). Finansallaşma kavramı, ekonomide finans sektörünün payının giderek artış gösterdiğini ifade etmek üzere, 1970'lerin ortasında başlayan ve esas olarak da 1980'lerde hız kazanan bir süreci tanımlar. Bununla birlikte kavram 2008 krizi sonrasında popülerlik kazanmıştır (Kahveci, 2012: 32).

Kavramın ilk kullanımı, Phillips (1993)'e dayanır. Kavramın genel kabul gören bir tanımı bulunmasa da sıklıkla ele alınan bazı tanımlara yer verilebilir. Bunlardan Epstein (2005: 3)'a göre: yerel ve uluslararası ekonomilerin faaliyetlerindeki finansal güdülerin, finansal pazarların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların öneminin giderek artması finansallaşmayı ifade eder. Dore (2002) ise bu tanıma daha geniş çerçeveden bakar. Buna göre, *“toplam ekonomik aktivitede finansal endüstrinin hâkimiyetinin artması, şirketlerin yönetimlerinde finansal kontrollerin olması, toplam varlıklarda finansal varlıkların bulunması, özellikle öz kaynaklarda finansal varlıkların yer alması, şirket stratejik kararlarında borsaların yönlendirici olması ve iş döngüsünde borsada yaşanan dalgalanmaların belirleyici faktör olması”* finansallaşmaya karşılık gelmektedir (Dore, 2002: 166-17).

Harvey (2005: 4) ise ekonomide finansın rolünün nitelik yönünden değişmesine dikkat çeker. Böylece finans dışı sektörlerin finansla olan ilişkisi daha güçlü hale gelir. Harvey (2005: 69)'e göre, bu süreç gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki ilişkiyi de dönüştürür. Nitekim gelişmekte olan ülkelere yönelik aşırı sermaye hareketi, bu ülkelerin uluslararası rezerv birikimine zorlanmasına sebep olmaktadır. Bu olgu ise ABD cari işlemler açığının finanse edilmesine hizmet etmiştir.

Wade (2005: 4) yaşanan bu süreci üç maddeye vurgu yaparak ifade eder. Bu üç özelliği ise şu şekilde sıralar: *“(i) servet sahiplerinin çıkarlarının kurumsal bağlamda daha sıkı olarak korunması; (ii) milli gelirin emekten uzaklaşarak, sermaye sahiplerine doğru hızlı bir şekilde tekrar bölüştürülmesi; (iii) milli gelirin en zengin hanehalkının yüzde 10 ve yüzde 1'lik kesimi lehine tekrar bölüştürülmesi”*. Stockhammer (2004: 721) ise finansallaşmayı finans piyasalarının kuralsızlaştırılması ve yeni finansal araçların ortaya çıkması yanında, uluslararası sermaye hareketlerinin

serbestleştirilmesi ve döviz piyasalarının artan istikrarsızlığı, kredi arzının artması ve kredi almanın kolaylaştırılması gibi bir dizi olguyu ifade etmek üzere kullanmaktadır.

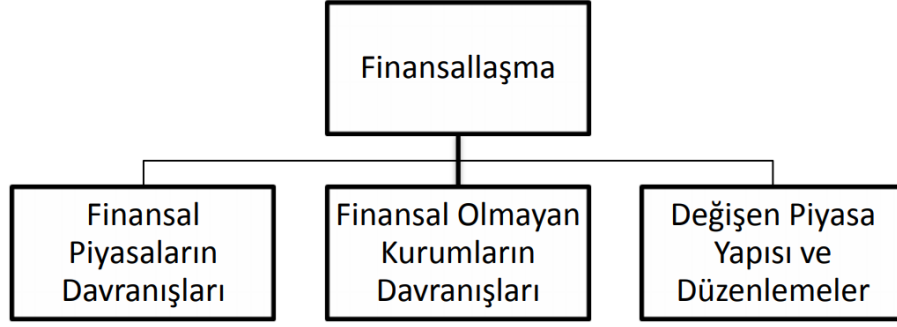
Ekonominin merkezinin üretimden finansa doğru kayması olarak tanımlayan Foster (2007: 1) ise ekonomide finansallaşmaya işaret etmektedir. Buna göre, beş gösterge ile bunu açıklamak mümkündür:

- 1) Finansal kârların, toplam kârlar içerisindeki artışı.
- 2) GSYH'nin yüzdesi olarak borçluluk düzeylerinde yükselme.
- 3) Finans, sigorta ve gayrimenkul sektörlerinin milli gelir içerisindeki payının artışı.
- 4) İlgi çekici ancak şeffaf olmayan finansal enstrümanların hızla yaygınlaşması.
- 5) Finansal balonların artan rolü.

Finansallaşma, Palley (2007)'e göre, finansal piyasa, kurumlar ve elitin ekonomi politikaları ve bu politikaların sonuçları üzerinde daha etkili hale gelme sürecidir. Ayrıca Palley (2009), finansallaşmanın makroekonomisini “gelişme evreleri” yöntemi ile inceler. Buna göre, finansallaşma süreci, uzun bir süreçtir. Bu süreci oluşturan her bir evre de farklı uzunlukta olabilir. Bu evrelerin bazıları ekonomiyi genişletici, bazıları ise daraltıcı olabilir. Başlangıç ve orta evreler genellikle genişletici, son evreler genellikle durgunluk yaratıcıdır.

Finansallaşma Şekil 1'de verildiği üzere, üç kanal üzerinden ekonomiyi etkilemektedir. Bunlardan ilki finansal piyasaların davranışları ile ilgilidir. Kuşkusuz bu, borca daha fazla erişim ve tahvil değerlemeleri gibi finansal piyasa davranışlarıyla ilgilidir. Finansal olmayan işletmelerin davranışlarındaki değişimlerle ilgili olan ikinci kanal ise hissedarlara yapılan ödemeler, kurumsal kaldırma ve finanse etme davranışları ile ilgili olarak kurumların finansal tutumlarındaki değişimlerle ilgilidir. Sonuncu kanal ise ekonomik birimlerin finansal çıkarları çerçevesinde yarattığı baskı ile ekonomi politikaları ve düzenlemelere yönelik meydana gelmesine sebep oldukları değişikliklerle ilgilidir.

Şekil 1. Finansallaşmanın Kanalları



Kaynak: Palley (2009: 39)

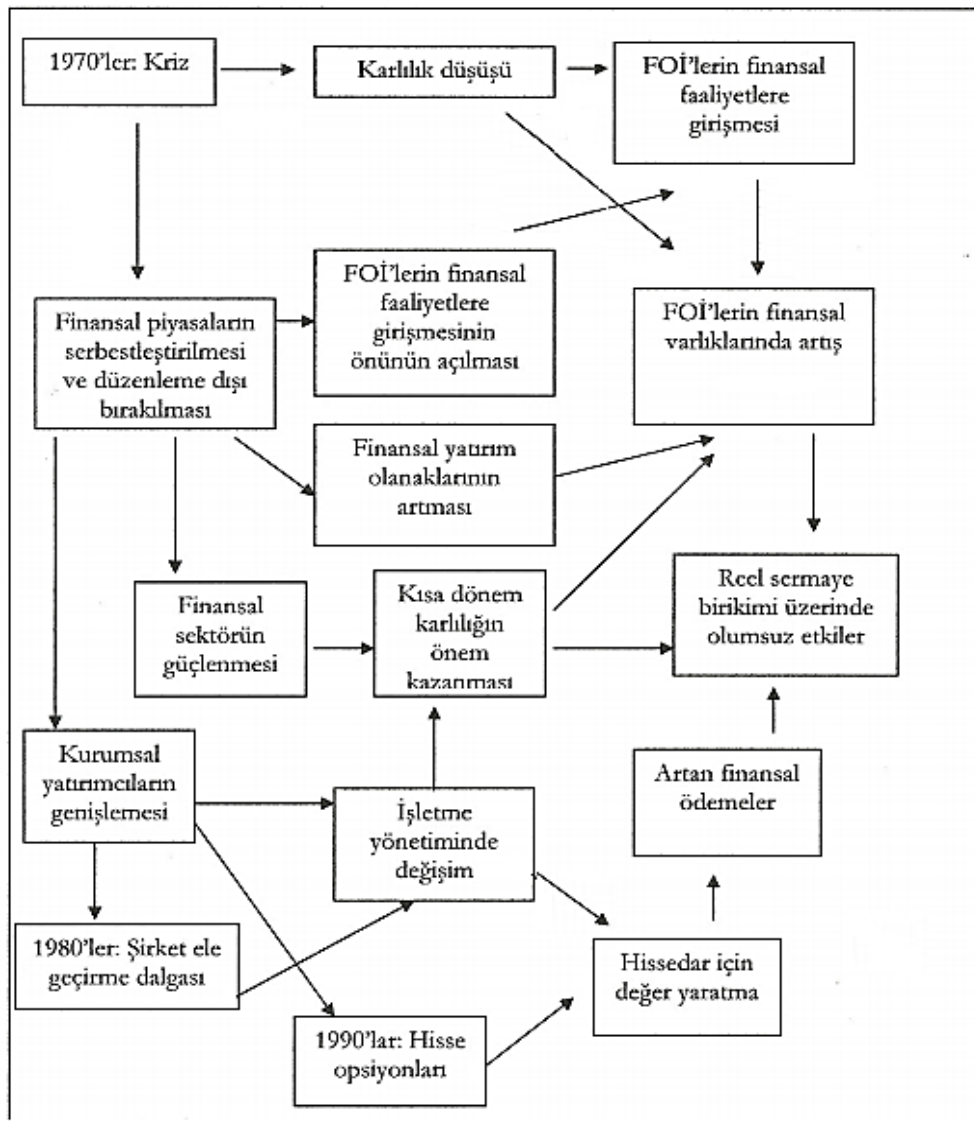
Paulre (2008: 187)'in “uluslararası ve ulusal ekonomide finansal piyasaların, piyasa oyuncularının ve finansal kurumların işlevlerinin artması” olarak tanımladığı kavram Fine (2008: 4) göre, finansal olmayan şirketlerin yönetiminde, piyasa oyuncusu gibi hareket etmeleri olarak ifade edilebilir. Bunlardan farklı olarak Krippner (2005: 174) ise finansallaşmayı, ticaret ve ürünlerin üretilmesinden ziyade finansal kanallar aracılığıyla kârların birikmesi şeklinde tanımlar.

Alp ve Oğuz'a (2011) göre, finansallaşma; “uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve bunun sonucunda gerek fon arz ve talebinin gerekse mali piyasa katılımcılarının, herhangi bir coğrafi sınırlamaya tabi olmadan, kendileri için daha uygun olan mekanlarda işlem yapmasını” ifade eder. Buna göre, finansallaşma, küreselleşmenin bir uzantısı olarak kabul edilebilir. Yeldan (2009) ulusal ve uluslararası ekonomide finansal motiflerin, finansal piyasaların, finansal aktör ve kurumların rolünün giderek artması olarak tanımladığı kavramı, daha geniş bir tanımlama ile ülkelerin içinde ve arasında finansal motiflerin ve finansal faaliyetlerin hacminin ve etkisinin artışı olarak ifade eder.

Orhangazi (2008: 5-6) ise kavramın genel anlamda; finansal piyasalar, finansal işlemler ve finansal kurumların öneminin ve büyüklüğünün giderek artması olduğunu vurgular. Buna göre, Şekil 2’de finansallaşma sürecinin neden ve sonuçları, farklı faktörlerin nasıl bir araya geldiğinin bir göstergesi olarak finansal olmayan işletmeler üzerindeki etkileri bağlamında gösterilebilir. Bu bağlamda 1970’lerde meydana gelen kriz, ekonominin finansallaşması üzerine önemli etkileri olan finansal piyasaların serbestleşmesi ve kuralsızlaştırma için uygun koşulları oluşturur. Böylece kurumsal

performans kötüleşir ve reel sektörde kârlılık azalır. Bu durum ise finansal faaliyetlere yönelimi artırır. 1980'lere gelindiğinde, şirket devralmalarıyla ortaya çıkan kurumsal kontrol ve hisse senedi opsiyonlarıyla yönetici ve hissedar çıkarlarının uyumlaştırılması, kurumsal yönetimde hissedar değeri yaklaşımını öne çıkarken, sonuç olarak kısa dönemde hissedarın değerini artırmaya yönelmiştir. Bu süreç ekonomide sermaye birikimini olumsuz yönde etkilemiştir (Orhangazi, 2008: 71-75). Zira bu yaklaşım sermaye birikimi sürecinde sabun köpüğü gibi gelip geçici bir değer anlayışının yerleşmesine sebep olmuştur.

Şekil 2. Finansallaşma Süreci



Kaynak: Orhangazi, 2008.

Orhangazi (2011: 51), finansallaşma ile piyasada derinleşen iş bölümü New York, Chicago, Londra gibi merkezlerde işlerin yoğunlaştığını ve bundan dolayı eşit

olmayan bir gelişmenin ortaya çıktığını ifade eder. Zira bu merkezlerin sağladığı avantaj, finansal sermaye için çekicilik sağlamakta ve oluşan çarpan etkileri eşitsizliği daha da artırmaktadır. Orhangazi (2008: 154-155) ABD ekonomisinin finansallaşması ve finansal olmayan işletmelerin sektör ile ilişkisinin gösterdiği değişim konusunda şöyle bir tespiti yer verir: “...Keynesyen sermaye birikim rejiminde işletmelerin yatırım projelerinde ihtiyaç duydukları finansal hizmetleri sağlayan bir finansal sektör, yerini işletmelere kendi kârlılık kriterlerini dayatarak işletme yönetimlerini dönüştüren bir finansal sektöre bırakmıştır.”

Tellalbaş (2012: 13) finansallaşmayı; firmalar açısından, sermaye birikimi önceliklerinin giderek reel yatırım faaliyetlerinden uzaklaşarak kısa dönemli, riskli ve yüksek getirili finansal varlıklarda yoğunlaşması olarak yorumlar. Bu sürece hanehalkı açısından bakıldığında ise finansal araçların herhangi bir risk değerlendirmesi yapmadan, kişilerin kolayca borçlanmalarını sağlaması olarak düşünülebilir. Tellalbaş (2011: 7) ise finansallaşmanın nedenlerini aşağıdaki gibi sıralar:

- Finansal olmayan kuruluşlar için portföy gelirlerinin kurumsal nakit akımlarına bağlı olmasından dolayı öneminin artması,
- Finansal sektörün ekonomiler için kâr kaynağı haline gelmesinden dolayı giderek öneminin artması,
- Nakit akımlarında 1970’li yılların başından bu yana, portföy gelirlerinin finansal olmayan sektörlerde artıyor olması,
- Ülkelerin ucuz fon yaratıp yatırımlarını artırmak için, sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması,
- Teknolojik yeniliklerin, finansal mühendislik olarak finansal piyasalarda uygulanması.

1.2. FİNANSALLAŞMAYI AÇIKLAYAN TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.2.1. Marksist Yaklaşım

Marksizmin iktisadi düşüncesi, aslına bakılırsa tam bir kapitalizm tahliline dayanır. Bu nedenle de Marx’ın eleştirilerini yoğunlaştırdığı alan da bizatihi kapitalizm ve onun çalışma düzeni olmuştur (Küçükkalay, 2015: 383). Kapitalizm, sermaye birikimi üzerinden ilerleyen ve dinamik yapısı sebebiyle her ilerleme süreci

içerisinde yeniden biçimlenen bir sistemdir. Kapitalizmin, değişimi yapısal bir belirlenim olarak kendi içerisinde barındırması, esasen artı-değeri sürekli olarak artırmak zorunda olmasından kaynaklanmaktadır. Bu zorunluluk, sermaye birikim sürecinin fark yaratarak genişleyen toplam toplumsal yeniden üretimi olarak tanımlanacak bir işleyişe sahiptir (Ercan, 2013: 261).

Sermaye birikim süreci bu bağlamda sadece nicel bir süreç değil, bir dizi toplumsal sonuçları olan bir süreçtir. Bu sürecin şekillenmesinde artı-değer üretimi önem taşımaktadır. Marx (2011: 486) artı-değerin önemini şu sözleriyle ifade etmektedir: “*Kapitalist üretim, yalnızca meta üretimi değil, özünde artık değer üretimidir. İşçi kendisi için değil, sermaye için üretir. Bundan dolayı, artık genel olarak üretimde bulunması yetmez. Ama artı değer üretmek zorundadır*”.

Marx’a göre sermayenin birikim süreci, ilkel sermaye birikimi ve kapitalist sermaye birikimi şeklinde ikiye ayrılarak incelenmelidir. İlkel birikim sürecinde, üreticiler üretim araçlarından kopararak, emeklerinden başka satacak bir şeylerinin olmayacağı bir hale dönüştürülmüştür. Kapitalist birikim ve kapitalist üretim sürecinde, ilkel birikim ve üretim sürecinin aksine, paranın kendisi bir sermaye olmadığı halde, bir sermaye gibi dolaşıma girerek, kapitalist burjuvazinin sermaye birikimine katkı sağlar bir konuma dönüşmektedir. İlkel birikim sürecinde $M - P - M$ şeklinde ifade edilen dolaşımda para yalnızca bir aracı niteliğindedir ve kendisinden bir artı-değer elde edilmesi mümkün olmaz. Oysa kapitalist üretim tarzında bu dolaşım $P - M - P'$ şeklinde ortaya çıkar. Para burada bir aracı rolünün ötesine geçerek, kazancın ve sermaye birikiminin ana unsurlarından biri haline dönüşmüştür (Küçükkalay, 2015: 385-386).

Marx (2008: 298-299), “sermayenin toplumsal döngüsü” adını verdiği bu süreci şu şekilde açıklamaktadır:

– *P-M: Sermayenin emek kapasitesini satın alması.*

– *M-M': Üretim süreci, bir yandan alınan emek kapasitesinin emeğe dönüşmesi yani kullanım; basit üretim süreci, öbür yandan bu süreçte sermayenin değerinin artışı, artı-değerin üretilişi, yani değerlendirme süreci.*

– *M'-P': Ürünün satılması, yeni üretilen değerlerin realize edilmesi ve böylece sermayenin yeniden üretimi; bu arada bir yandan emekten kopuk birikmiş değer*

ile öbür yandan üretim araçlarından kopuk çıplak emek kapasitesinin (işçinin) ve aralarındaki özgül ilişkinin sürekli yeniden üretimi”.

P-M-M'-P' olarak işleyen sermaye birikimi döngüsünün işleyişine göre üretim sürecine başlamak için sermayedar (üretken kapitalist) öncelikle elinde bulunan parayla belirli bir miktarda emek gücü satın almalıdır. Nitekim emek gücü ham madde ve üretim aracı olarak değişmez, sermayeyi (makineyi) üretim sürecine aktaran ve bunları işleyerek bir değer yaratan unsurdur. Emek gücü, üretim süreci sonucunda belirli bir miktar meta açığa çıkarmaktadır. Buraya kadar olan aşama P-M-M' olarak ifade edilmektedir.

Bir sonraki aşamada ise üretilen bu metalar dolaşım sürecine sokulmakta ve burada bir değişim değerine sahip olmaktadır. Bunu takiben, metalar form değiştirerek tekrar para haline dönüşmektedir ve bu dönüşüm sürecine de realizasyon süreci denilmektedir. Sermaye birikimi döngüsünün süreklilik kazanarak işleyebilmesi için realizasyon sonucunda ortaya çıkan paranın üretime başlamadan önceki paranın miktarından daha büyük bir değeri ifade ediyor olması gerekmektedir. Böylece P-M-M'-P' ilişkisi, tamamlanan ve kendini tekrarlayan bir dinamiğe dönüşecektir. Bu şekilde, $P' > P$ ilişkisi kurulmakta ve artı-değer üretimi gerçekleşmektedir. Böylece sermaye birikimi döngüsü süreklilik kazanmaktadır (Şimşek, 2014: 5). Dolayısıyla finansallaşmanın orijinal kuramsal alanı olan Marksist yaklaşıma göre, ekonomik büyüme ve ekonomik dinamizmin temelinde sermaye birikimi yer alır. Sermaye birikiminde ise asıl itici güç olan kârlılıktır (Lapavitsas ve Powell, 2013: 362; Orhangazi, 2017: 34). Birikimin büyüklüğü, kâr kaynağı oluşturması ve rekabet koşullarında öne geçmesi için önemlidir.

Yeni bir güç olan kredi sistemi, sermayenin hareket alanını mevcut para rezervlerinin sermayelendirilmesini sağlayarak genişletmiştir. Kapitalizmin tarihine ve gelişmesine ciddi damga vuran kredi, kapitalist gelişmenin eğilimleri olan sermayenin yoğunlaşmasını, rekabeti ve üretimi kamçılamıştır (Mandel, 1974: 402). Marx'a göre kredi sistemi, ilk aşamalarında birikimin bir yardımcıdır. Toplum yüzeyine dağılmış bulunan büyük ya da küçük miktarlardaki parayı, kapitalistlerin ellerine çeker. Böylece çok geçmeden rekabet savaşında yeni ve müthiş bir silaha dönüşür. Kredi sistemi bu doğrultuda sermayenin merkezileşmesi için dev bir toplumsal mekanizma oluşturur (Marx, 1867/2017: I, 597).

Marksizm ve finansallaşma denilince akla gelen ilk isim Rudolf Hilferding'tir. Hilferding, yirminci yüzyılın başlarında, Marksist finans kuramını geliştirmek amacıyla finans ve reel sektör arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Hilferding (1981: 225) finans kapitali şu şekilde tanımlar: *“Sanayi sermayesinin giderek büyüyen bir kısmı onu işleten sanayiciye ait değildir. Sanayiciler sermayeyi ancak mülk sahiplerini temsil eden bankalar aracılığıyla işleyebilirler. Diğer yandan, bankaların sermayelerinin giderek büyüyen bir kısmını sanayiye yatırım yapmak zorunda olması doğrultusunda bankalar giderek sanayi kapitalisti haline gelirler. Ben, bu yolla sanayi sermayesine dönüşen para sermayeyi yani banka sermayesini finans kapital olarak adlandıracağım”*.

Hilferding (1995: 166-167), gelişmiş ülkelerde faizlerin toplam kâr içerisindeki payının arttığını vurgulamaktadır. Bu durum, bankaların lehine sanayicilerin ise aleyhine işlemektedir. Lenin, Hilferding'in “Finans Kapital” yaklaşımını geliştirerek, finans kapitalin diğer ülkelere mal ihracının yanında, sermaye ihracını da ekleyerek kapitalizmin ulaştığı bu boyutu “Emperyalizm: Kapitalizmin En Son Aşaması” olarak tanımlamıştır (Lenin, 1917/2009). Lenin finans kapital kavramının içeriğini üretimin yoğunlaşmasından doğan tekeller, bankaların sanayi ile birleşmesi veya kaynaşması şeklinde doldurur (Lenin, 2008: 58). Lenin'in mali sermayeye ilişkin görüşleri, emperyalizm teorisi ile bir arada değerlendirilmelidir. Lenin kapitalizmin en yüksek aşaması olarak emperyalizmin beş özelliğini açıklarken banka sermayesinin sanayi sermayesi ile birleşmesi ve bu finans sermayesi temelinde oluşan bir finans oligarşisinden bahseder (Lenin, 2008: 92). Lenin'in finans kapitali ele alışı, Hilferding'in analizine benzemekle birlikte emperyalizm ile bağdaştırması açısından ondan farklılaşmaktadır.

Finansallaşma üzerine en sürekli, sistematik ve kavramsal tezleri geliştiren çevrelerden biri Montly Review dergisi¹ yazarlarıdır. Derginin editörlüğünü 1969'dan beri yürüten Paul Sweezy ve Harry Magdoff, Stagnation and the Financial Explosion kitabını yayınlarken 1970'li yıllardan itibaren ABD'nin borç yükünün hükümetler, bireyler ve şirketler düzeyinde olağanüstü arttığını ve bunun da ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini öne sürmüşlerdir (Kozanoğlu, 2011: 26). Bu çerçevede finansallaşma,

¹ Monthly Review Okulu, 1949 yılında Leo Huberman, Paul Sweezy ve Harry Magdoff öncülüğünde kurulup yayın hayatına başlayan Marksist çizgideki Monthly Review dergisi etrafında toplanan ve bu çizgide siyasal ve ekonomik analizler geliştiren düşünce okuludur.

1970’li yıllarla birlikte Montly Review’in Marksist geleneği içinde entelektüel yaşama başlamıştır. Bu kavram, sermayenin finans alanına kaçışına ve üretimdeki finansallaşmaya işaret etmektedir (Lapavitsas ve Powell, 2013: 362).

Baran ve Sweezy (2007: 26) tekeli sermaye teorisini tanımlamış ve özellikle olgun kapitalizmde ekonominin kritik alanlarının lokomotif birkaç firma tarafından kontrol edileceğini ve tekel gücü sayesinde gelen kârların yatırım güdüsünü ve büyümeyi azaltacağını vurgulamıştır. Bu analizde artı-değer yerine, iktisadi artık kullanılmaktadır: “İktisadi artık, mümkün olan en kısa biçimde, toplumun ürettiği ve bunu üretmenin maliyeti arasındaki fark olarak tanımlanabilir.”

Marksist gelenekten gelen David Harvey, Monthly Review Okulu’na benzer bir analiz yaparak, finansallaşmanın kapitalist üretim sisteminin aksaklıklarını telafi edebilecek bir araç olarak kurgulandığını, fakat zamanla spekülasyonla aşırı üretim ve spekülasyon için temel bir araç haline dönüştüğünü belirtmiştir (Harvey, 2010: 129). Finansallaşmayı neoliberal bir birikim rejimi olarak gören Harvey, özellikle 1973 yılından sonra hisse senedi spekülasyonları, şirket ele geçirme hamleleri, birleşmeler, enflasyon kaynaklı değer kayıpları, hisse senedi ve kredi spekülasyonları, büyük holding çöküşleriyle eriyen emeklilik fonları ve hanehalklarında yükselen borçluluğu, finansallaşma sürecine atfederek tüm bunların çağdaş kapitalizmin temel özelliklerine dönüştüğünü vurgulamıştır (Harvey, 2004: 122).

Marksist düşünürlerden Arrighi (1997/2000: 22) finansallaşmayı kapitalistler ve devletler arasında rekabet ile ilişkilendirir. Arrighi, Marx’ın Para-Meta-Para’ sürecini dünya sistemi olarak tarihsel kapitalizme uyarlar. Buna göre, P-M aşaması bir “maddi genişleme” süreci olarak tanımlanır. Bu süreçte para sermaye, metalaşmış işgücünü ve doğal kaynakları da kullanarak artan bir meta üretimini harekete geçirmektedir. Finansal genişlemenin yaşandığı M-P’ sürecinde ise para sermaye meta biçiminden kendini serbest kılmakta ve birikim mali anlaşmalarla devam etmektedir. “Maddi genişleme” süreci ile “finansal genişleme” süreci dönüşümlü olarak birbirini takip etmekte ve bu iki aşama tüm bir “sistemik birikim dairesini” oluşturmaktadır. Maddi genişleme döneminde, yatırımlar büyük ölçüde meta üretimi ve ticarete yönelirken, genişleyen yeniden üretim sağlanır. Küresel sermayenin kâr oranları yükselir, görece olarak refah ve kalkınma düzeyi artar. Artış gösteren uluslararası rekabet, üretim ve ticarete yönelen yatırımların zaman içinde kâr oranlarını düşürmesi

nedeniyle sermaye birikiminde sıkıntılar oluşur. Dolayısıyla maddi ekonomiye yatırım yapmak giderek riskli hale gelir ve böylece kapitalistler likit tercihlere ağırlık verirler (Arrighi, 2009: 71-72). Sermaye, düşen kâr oranlarını aşmak için finansallaşma sürecinde yeniden yapılanarak, üretim ve ticaretten daha fazla kârlılığa sahip olan spekülâtif yatırımlara ve finansal manipülasyonlara yönelir. Marx'ın P-M-P' döngüsünün yerini kısaltılmış formül olan PP' (Para-Para') alır (Arrighi, 1997/2000: 26'dan aktaran Koç, 2013).

Marksist analize göre bankacılık, gelişen kapitalist üretim sürecinin devamı niteliğinde doğmuştur. Bu analiz çerçevesinde bankacılık kredi ilişkileri bağlamında incelenmiştir. Paranın borç verilerek para sermayeye dönüşmesi ile bu dönüşümün sürekliliği artı-değere el konulmasıyla mümkündür (Karaçimen, 2015: 58-85). Marx'a göre, paranın ödeme aracı olma işlevinden türeyen kredi ilişkileri zincirleme olarak birbirine bağlı olarak kurulmuştur (Burnham, 2011'den aktaran Akçay ve Güngen, 2016: 41). Bu yüzden belli bir ülkedeki sınai ve ticari kredi zincirlerindeki bir sarsılma ya da kopma kredi zincirlerini etkisi altına alan şoklar, para krizlerini ağırlaştırabilir (Itoh ve Lapavitsas, 2012: 131). Marksist finans sisteminin bir başka özelliği ise finansallaşmanın eğilimlerinin her ülkedeki tarihsel, kurumsal, siyasi ilişkilere göre farklılaştığı ve eşit olmayan bir şekilde geliştiğidir (Lapavitsas ve Powell, 2013).

Panitch ve Gindin (2010/2012: 23) ise günümüz krizi ile finansallaşma ilişkisini, Hilferding'in bankalar ve sanayinin ancak ulusal düzeydeki kurumsal kaynaşmasına vurgu yapan finans kapital kavramıyla tam olarak anlaşılamayacağını, oysa günümüzde gerek tüketici olarak işçilerin gerekse şirketlerin tüm dünya ekonomisinin, finansallaşma yoluyla finansal kapitalizminin finansal araçlar ticaretinin ağna düşürülmesi ve bu araçların soyut değer ölçütlerine tabi kılınması olarak değerlendirmektedir.

1.2.2. Post Keynesyen Yaklaşım

İktisat alanında finansallaşmaya yönelik sistemli diğer bir teorik yaklaşım, Post-Keynesyenler tarafından ortaya konulmuştur. Post Keynesyen iktisadın tarihini, modern makroekonominin kurucusu olan J. M. Keynes'in "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" isimli eserine kadar götürmek mümkündür.

Post-Keynesyenler, sermaye birikimi ile finans arasındaki ilişkiye makroekonomik düzeyde yaklaşır. Bu yaklaşımın kökeni Kalecki'nin artan risk ilkesidir. Kalecki, firmaların yatırımları borçla finanse ettikçe daha yüksek riskle karşı karşıya kalacağını vurgular. Buna göre, yüksek borç düzeyi finansal kırılganlığa sebep olacaktır. Böylece yatırımların negatif etkilenmesi söz konusu olur (Clevenot vd., 2010: 701).

Post-Keynesyen görüş, finansallaşmanın reel ekonomiye etkilerine ilişkin üç öngörüye sahiptir. Bunlardan birincisi, finansal olmayan şirketlerin belirlediği hedefler ve kısıtlarının ekonomiyi tam anlamıyla etkilemesidir. Bu kapsamda artan hissedar gücü ile yönetim ve çalışanların uzun vadeli sermaye birikimi anlayışının yerini kısa vadeli kârlılık anlayışı alacaktır. Diğer taraftan, artan temettü ödemeleri ve hisse geri satın alımları sebebiyle, şirketlerin yatırım projelerini finanse edecek fon kaynağında azalış olacaktır. İkinci öngörü ise finansallaşmanın hanehalkı için geçerli olan yeni fırsatları, servet ve borçlanma bazlı tüketimi artıracak yönündedir. Son öngörü ise gelirin dağılım şeklinin, hissedarlar, yöneticiler ve işçiler arasındaki güç ilişkilerindeki değişikliklerden etkilenmesi doğrultusundadır (Hein ve Treeck, 2008: 1-2).

Post Keynesyen teorinin finansallaşma yaklaşımı, özellikle belirsizlik ve risk unsuru üzerine odaklanmış olmakla birlikte finansal alanı reel alandan kesin bir şekilde ayırmaktadır. Bu yaklaşıma göre finansal genişleme, kapitalist sistemin iyi yönetilememesinden kaynaklanmakta, dolayısıyla düzenleme ve kontrollerle minimize edilmesi ve genişlemenin reel sektör lehine çevrilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, finansallaşma sermaye birikiminden bir sapma olarak görülmektedir (Güçlü, 2014: 86-87).

Post-Keynesyen yaklaşımın finansallaşma yaklaşımı daha çok Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi çerçevesinde ele alınmaktadır. Minsky hipotezinde finansal piyasaların kırılganlığına ve kriz eğilimine vurgu yapar. Minsky, Finansal İstikrarsızlık Hipotezinde modern ekonomiyi analiz eder. Hipotezinde temel olarak; *“(1) kapitalist piyasa mekanizmasının sürdürülebilir, istikrarlı fiyatlara ve tam istihdam dengesine yol açmadığı ve (2) kapitalizmin asli finansal özelliklerinin kapitalist ekonomideki konjonktür dalgalanmalarının nedeni olduğu varsayılmıştır”* (Orhangazi, 2008: 154-155).

Minsky'e göre, finansal kapitalizm doğası gereği istikrarsızdır. Bu bağlamda büyük depresyondaki gibi krizler sıra dışı değildir. Bu nedenle Minsky, bu tür bir ekonomik sistemin doğal istikrarsızlığını sınırlayacak kurumların geliştirilmesi gerektiğini savunur. Bu bağlamda özellikle iki kurum istikrarsızlıkları önlemek için büyük önem taşımaktadır: Büyük devlet ve büyük bir banka (Papadimitriou ve Wray, 1999: 2). Nitekim büyük devlet düzenlemeler ve müdahaleler yaparak, büyük banka ise son kredi borç mercii olarak ve sistemin ihtiyacı olduğu anda piyasaya likidite sağlayarak kriz sürecine müdahale edebilecek ve böylece kriz zamanı yaşanan borç-deflasyon sürecinin önüne geçilecektir.

Minsky'nin modelinde krize sürükleyen olaylar makroekonomik sisteme yönelik dışsal şoklardır. Bunlar bir savaş başlangıcı ya da savaşın sona ermesi, verimli geçen bir hasat dönemi ya da tersi olabilir. Kanallar, demiryolları, otomobil örneğinde olduğu gibi geniş etki alanına sahip bir icadın ortaya çıkması, bazı siyasi olaylar ya da faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşüren bir borç dönüştürme olabilir. Bu gelişmeler bazı alanlardaki kârları ortadan kaldırırken, bazı yeni alanlarda kâr olanakları doğurabilir. Dolayısıyla tasarruf sahipleri, ya da kredi kullanan firmalar, kârsız duruma düşen alanlardan çıkarak, kârlı alanlara yönelmeye başlarlar. Yeni kâr alanlarına yönelme ağır bastığında yatırım ve üretim artar, bir patlama yakın demektir. Bankalar bu gelişmelerden önce ve sonra yeni kredi araçlarının devreye girmesi, yeni bankaların kurulması vb. gibi spekülâtif çılgınlığı ateşleyecek ek önlemlerle, normal şartlarda bu tür davranışlardan uzak duran firma ve kişileri de içine alarak "çılgınlık" ve "balon" olarak adlandırılan irrasyonel davranışa kayar. Uzun süreli negatif balon ise çöküştür (Kindleberger, 2008: 22-25).

Minsky'nin analizinde kârlar, yatırım ve borçlanma eğilimi iç-içedir ve birlikte ele alınır. Girişimcinin uzun dönem beklentilerini, gelecekte yapacakları kârlar oluşturmakta, bu da yapacakları yatırımları, dolayısıyla borçlanma eğilimlerini belirlemektedir. Post-Keynesyen analizde ekonomide belirsizlik egemendir. Dolayısıyla belirsizlik ortamında elde edilecek kârlar, geçmişteki borç yükümlülüklerini karşılamadığı ölçüde ekonomide krizler oluşacaktır. Ekonomide firmalar üç farklı finansman yöntemiyle borçlanırlar. Hedge Finans, Spekülâtif Finans ve Ponzi Finanstır (Minsky, 1982 ve Pollin, 1997'den aktaran Cin, 2012: 75).

a). Hedge Finans; firmanın anapara ve borç ödemeleri, elde ettiği kârdan düşük olduğundan, borçlarını ödemekte herhangi bir sorunla karşılaşmıyorsa, bu

borçlanma tipi hedge finans olarak adlandırılmakta olup, borca konu olan projenin bu günkü değeri her zaman pozitiftir. Zamanla faiz oranları yükselirse, projenin bugünkü değerinin işareti değişmese de miktarı değişebilir.

b). Spekülatif Finans; firmanın belli bir zaman diliminde borçlar için yapacağı nakit ödemelerinin beklediği sermaye gelirlerini aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla firmanın kısa ve uzun dönemde beklediği kâr oranlarıyla, yüklendiği faiz yükünün karşılanamadığı durumlarda spekülatif süreç başlamaktadır. Bu durumda faiz yükü yeni krediyle finanse edilmektedir.

c). Ponzi Finans; kısa dönem nakit ödeme yükümlülükleri, tüm kısa dönem nakit gelirleri tarafından karşılanmadığında ortaya çıkmaktadır. Bu durumda firmanın borçlanma amacı geçmiş borçların ödenmesine yönelik olacaktır.

Minsky'e göre finansal kriz süreci şöyledir: Ekonominin genişleme dönemlerinde firmaların gerçekleştiren kârlarının beklenen kârları aşması, yatırım talebini uyarır. Genişleme dönemlerinde bankalar, bir yandan kredi şartlarını esnetirken, diğer yandan daha riskli finansman kaynaklarına yönelirler. Toplam krediler içindeki ponzi ve spekülatif finansman oranı arttıkça kırılganlık artacaktır. Bu oranın, firmanın ödeme yükümlülüklerini aşan bir noktaya ulaşması durumunda firma, borçlanma veya varlık satışına başvuracaktır. Bu ise firmaların sermaye kaybına yol açacaktır (Karabulut, 2002: 16-17). Spekülatif ve Ponzi Finans biçimlerinin ekonomide artması finansal kırılganlığı arttıracaktır. Kırılganlığın artması, Minsky anlamında iki bileşene sahip olmaktadır. Ekonomi oluşan şokları ememeyecek, emilemeyen bu şoklar ise finansal krizi teşvik edecektir (Pollin, 1997'den aktaran Cin, 2012: 75).

Minsky, merkez bankasının para piyasalarına son kredi verme fonksiyonu dâhil olmak üzere kamu müdahalelerinin, finansal istikrarsızlığı önlemenin tek yolu olduğunu belirtir. Bu tür müdahaleler olmadan, modern kapitalizm muhtemelen depresyonla sonuçlanacaktır ve kendini tekrar eden finansal çöküntülerle karşılaşması kaçınılmaz olacaktır (Fazzari, 1999: 12).

Post-Keynesyen okulun önemli bir temsilcisi olan Palley (2007: 2), finansal piyasalardaki güçlü aktörlerin iktisat politikası oluşum süreçlerindeki artan etkisine atfen finansallaşma kavramını kullanır. Buna göre, tüm bu etkiler ekonomik sistemde makro ve mikro düzeyde önemli değişimlere neden olmuştur. Bu bağlamda ilk önemli

etki, finans sektörünün reel sektöre göre öneminin artması olmuştur. İkincil bir etki olarak, reel kesimden finansal kesime kaynak transferinin olduğunu belirtmiştir. Bu etkilerin yanı sıra finansallaşmanın ücret durgunluğuna da katkıda bulunarak gelir eşitsizliğini artıracakı belirtilir. Ayrıca ekonomik aktivitelerin bu şekilde finansallaşmasının ekonomiyi borç deflasyonuna ve uzun süreli durgunluğa sürükleyebileceği vurgulanmaktadır (Üzar, 2018: 65).

Palley, özellikle hanehalkının borç gelir oranı ve şirketler kesiminin borç öz kaynak oranının son 20-30 yıllık dönemde önemli ölçüde arttığını belirterek, bu gelişmelerin giderek büyümenin sürükleyici gücü olduğunu, fakat finansal sistemi oldukça kırılganlaştırdığını belirtmiştir (Palley, 2007: 3). Palley'in finansallaşma ile ilgili tespitleri 2008 küresel krizinin oluşumu ve sonrasında meydana gelen deflasyonist süreçle birlikte daha da önem kazanmıştır.

Post-Keynesyen ekolün bir diğer temsilcisi olan Stockhammer (2016: 6-7), finansallaşmanın uluslararası çapta kayda değer etkilerinin olduğuna dikkat çeker. Buna göre, finansal küreselleşme sermaye faktörünün en etkin biçimde dağıtılmasına izin verecek ve bu döviz kurlarındaki oynaklığın artmasına neden olacak, sermaye akımlarının oynaklığı ise makroekonomik açıdan gelişmekte olan ülkelerde çok güçlü bir şekilde hissedilecektir. Sermaye akımlarıyla ilişkili krizlere 1994 Meksika, 1994 ve 2001 Türkiye, 1997/1998 Güney Doğu Asya Krizi ve 2001 Arjantin Krizi örnek gösterilebilir. Stockhammer (2010) 1980 sonrası dönemi, finans-baskılı birikim rejimi dönemi olarak tanımlar. Bu dönemde, artan borç miktarı nedeniyle ortaya çıkan finansal kırılganlık, sürüngen yapıları bir genel ekonomik performans çerçevesinde karşımıza çıkar.

Post-Keynesyen iktisatçılar özetle finansallaşma literatürüne çok değerli katkılar sunmaktadırlar. Bu katkılar şu alanlarda yoğunlaşmıştır (Koç, 2013: 28):

i. *“Finans sektörünün ekonomideki göreceli ağırlığının artması ile ilgili çalışmalar: (Epstein, 2005; Krippner, 2005, 2011; Palley, 2007).*

ii. *“Yükselen piyasa ekonomilerine” doğru akan sıcak para hareketlerinin oluşturduğu istihdam yaratmayan “Spekülatif-yönlü büyüme” kavramı: (Grabel, 1995).*

iii. *“Hissedar değeri” kavramı çerçevesinde finansal olmayan firmaların uzun vadeli sabit sermaye yatırımları yerine kısa vadeli spekülatif*

kazançlar peşinde koşmaları sonucunda, sermaye birikiminin tıkanması: (Lazonick ve O'Sullivan, 2000; Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008).

iv. Gelir dağılımının bozulması, emek gelirlerinin nisbi olarak sermaye gelirlerine göre gerilemesi: (Onaran, Stockhammer ve Grafl, 2009; Hein ve Treeck, 2010)''.

1.2.3. Neo Liberal İktisat Yaklaşımı

1970'lerde yaşanan petrol krizi ve uluslararası para sistemi sorunlarına ek olarak 1980'li yıllarda pek çok ülke stagflasyon ve dış borç sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Böylece Keynesyen ekonomi anlayışından neoliberal anlayışa doğru bir geçiş söz konusu olmuştur (Yıldırım, 2011: 5). 1980 yılından sonra ana akım ekonomi politikasına dönüşen neoliberal ekonomi politikaları, finans kapitalin dünya çapında genişlemesiyle küreselleşen dünyanın yeniden düzenlenmesinde öncü ve egemen görüş haline gelmiştir.

Finansal Liberalizasyon² kuramı teorik temelini McKinnon ve Shaw'ın 1973 yılındaki eserlerinden almıştır. Neoklasik finans teorisinin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonu olan kuram; finansal baskının kalkması ve finansal derinleşmenin sağlanması ile etkin kaynak dağılımının sağlanacağı ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağı önermesini getirir (Williamson ve Mahar, 2002: 8). McKinnon (1973: 55)'e göre gelişmekte olan ülkelerde yatırımları sınırlayan temel faktör, sermayenin marjinal verimliliği nedeniyle kârlı yatırım alanlarının kısıtlılığı değil, tasarruf miktarının ve ödünç verilebilir fon arzının düşük olmasıdır. Dolayısıyla tasarruf miktarının ve fon arzının artırılması için, pozitif reel faiz politikasının uygulanması, fon kısıtını ortadan kaldıracak ve yatırımları, bunun sonucunda da ekonomik büyümeyi teşvik edecektir.

Özetle Neoklasik iktisat teorilerinde finans, ekonominin ihtiyaçlarına cevap veren, kaynakların daha etkin şekilde dağılımını sağlamak suretiyle ekonomide büyümeyi ve etkinliği artıran bir role sahiptir (Orhangazi, 2017: 33).

² Liberalizasyon özetle, kredi kararlarının piyasaya bırakılmasıdır. Tam anlamıyla bir liberalizasyondan bahsedeceksek; devletin farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayırıcı nitelikte olmasını engelleyici, yabancı kuruluşların finansal sisteme girmesinin engellenmesinin azaltılması, yerleşiklerin de yabancı finansal piyasalara girmesinin önünün açılması ve bankalara kendi işlerinin bankanın kendi inisiyatifinde bırakılması gibi unsurları içermektedir (Williamson ve Mahar, 2002: 15-16).

1.3. FİNANSALLAŞMANIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Birinci Dünya Savaşı'na girilirken birçok ülke altın standardı denen para sistemini kullanıyordu. Kâğıt para, altın karşılığı olarak basılıyor ve döviz kuru altın kurundan oluşuyordu. Savaşın etkileriyle artan finansman ihtiyacını karşılamak isteyen Avrupa ülkeleri, bu uygulamayı terk ederek karşılıksız para basmaya başladı. Bu durum enflasyonun hızlanmasına, yatırımcıların para ve altınlarını, hala altın karşılığı para basmayı sürdüren ABD'nin bankalarına göndermelerine yol açtı. Altın servetinin yüzde 40'ının ABD'de birikmesiyle finans merkezi unvanı Londra'dan, New York'a geçti (Eğilmez, 2010: 57).

Altın Para Sistemi dünyanın istikrar içinde büyümesinde ve ticaretin gelişmesinde belirleyici olmuştu. 1870-1914 yılları arasında kesintisiz egemen olan bu sistem, savaş yıllarında askıya alınmıştı. Savaş sonrasında altın para sistemine geri dönüldü. İlk olarak 1919'da ABD, ardından 1925'te İngiltere ve son olarak 1928 yılına gelindiğinde, artık tüm ülkeler yeniden altın para sistemine dönmüşlerdi. Dünya para tarihindeki bu ikinci altın standardı denemesi başarılı olmamıştır. Önce "Büyük Buhan", sonra İkinci Dünya Savaşı sistemin sürdürülmesine izin vermedi. Altın paranın artık ulusal paraların ayrılmaz bir parçası olarak görevini yerine getiremediği görülmüştü. Aynı zamanda küresel arenada rezervlerin dağılımı açısından ciddi eşitsizlikler ortaya çıkmaktaydı. Zira 1913 yılında dünya rezervlerinin yüzde 24'üne ABD sahipken, bu oran 1923 yılına gelindiğinde yüzde 44 seviyesine gelmişti. İngiltere için ise bu oran yüzde 3'ten yüzde 9'a çıkmıştı (The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy From WW1 To The New Deal, 2020).

1929'da ABD'li yetkililer, kredileri kısıtlamaya karar verdiler. Bu adım, çöküş için gerekli ortamı oluşturmaya yetti ve Wall Street 3 Ekim 1929'dan itibaren düşüşe geçti. Bu düşüşle, yabancı yatırımcılar kâğıtlarını ellerinden çıkarmayı hızlandırdı. "Kara Perşembe" olarak anılan 24 Ekim 1929 Perşembe günü, 12 milyon hissenin satışa sunulması sonucu borsa dibe vurdu. Hisseler 1925'teki değerinin dörtte üçünü kaybetti (Nevins ve Commager,; İnalçık, 2017: 479-483).

Tablo 1'de 1929 Buhranının ABD ekonomisine etkileri görülmektedir. Görüldüğü üzere krizin etkisiyle ABD'de 1929 ile 1932 yılları arasında iflas eden banka ve şirket sayısı artmış, işsiz sayısı katlanarak artmış, ithalat ve ihracatta ciddi daralma yaşanmış ve yatırımlardaki düşüş milli geliri yaklaşık yarı yarıya azaltmıştır.

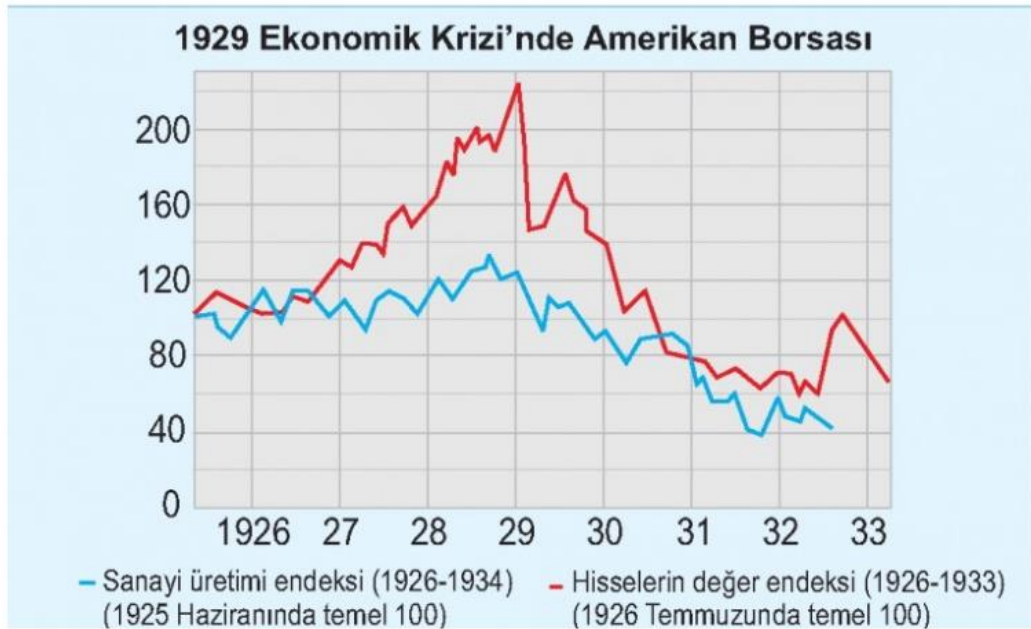
Tablo 1. 1929 Buhranının ABD Ekonomisine Etkileri

	1929	1930	1931	1932
İflas eden banka sayısı	642	1345	2298	-
İflas eden şirket sayısı	622.909	26.355	28.285	31.822
İşsiz sayısı (milyon)	1.5	4.5	7.7	11.9
İhracat (milyon dolar)	5.241	3.843	2.424	1.611
İthalat (milyon dolar)	4.399	3.061	2.091	1323
Milli gelir (milyar dolar)	87.4	75	59	41.7

Kaynak: (Langlois, 2003: 130).

Şekil 3'te ise 1929 ekonomik krizinde Amerikan borsasının durumu gösterilmektedir. Kriz öncesi dönemde artış trendi içerisinde olan sanayi üretimi endeksinde 1929 yılından sonra ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Şirketlerin aynı zamanda hisselerini borsada satma yoluna gitmesi, hisse senedi fiyatlarının hızla düşmesine neden olmuştur. 1929'da yüksek olan hisselerin değer endeksi, krizin etkisiyle 1932 yılına kadar ciddi bir düşüş sürecine girmiştir.

Şekil 3. 1929 Ekonomik Krizi'nde Amerikan Borsası



Kaynak: (Langlois, 2003: 130).

1930'lu yıllarda, başta ABD olmak üzere bütün dünya ekonomisinde etkisini gösteren Büyük Buhran ile ABD ekonomisi hızla küçülürken, milyonlarca insan işini

kaybetti. Uluslararası ticaret hızla daraldı. 1940'lı yıllardan itibaren, uygulamaya sokulan Keynesyen politikalar iktisadi büyümenin yeniden sağlanabilmesini amaçlıyordu ve bu politikaların önemli ayağını finansal düzenlemeler oluşturuyordu. Büyük Buhranda yaşanan finansal krizde, finansal sektörün büyük rolü olduğu inancından dolayı, bu sektöre güvenin kaybolması, düzenlemelerin finansal ağırlıklı olmasına katkıda bulundu (Orhangazi, 2008: 144).

İkinci Dünya Savaşı'nın ardından dünya ticaretinde yaşanan daralmalar, sınırlamalar ve savaş sonrası ekonomik etkiler, ülkeleri yeni bir uluslararası düzen arayışına itmiştir. Bu arayışa ABD ve İngiltere öncülük etmiş ve geniş bir katılım ile Bretton Woods müzakereleri başlatılmıştır. Bretton Woods müzakereleri, ABD ve İngiltere özelinde White ve Keynes'in hazırladıkları planların çatışması olarak da betimlenebilir. Savaş sonrası uluslararası ekonominin nasıl örgütlenmesi gerektiğine dair görüşmelerin yapıldığı Bretton Woods müzakerelerinde, etkisi bugün de devam eden ve dünya mali tarihine geçen önemli kararlar alınmıştır. Müzakerelerde Keynes ve White'in savunduğu iki temel görüşten ilki uluslararası sermaye hareketlerinin müdahaleci devlet politikalarının özerkliğini bozmasına izin verilmeyeceğidir. Keynes ve White sermaye denetimlerinin ikinci nedenini uluslararası mali düzenin istikrarlı bir döviz kuru rejimi ve liberal uluslararası ticaret düzeni ile uyumlu olmaması olarak göstermiştir (Helleiner, 1994: 33-34). Yaşanan tartışmaların ardından Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB) kurularak uluslararası düzeninin işleyişini belirleyen bugünkü yapılar oluşturulmuştur. Bretton Woods düzeni olarak adlandırılan yeni uluslararası düzen, ABD dolarını esas alan bir yapıda olduğundan anlaşmaya taraf olan ülke paraları da ABD dolarına bağlanmıştır. ABD doları ise bir ons altına sabitlenerek talepte bulunan ekonomiler için dolar karşılığında altın arz edilmekteydi (James, 2017: 6).

Kapitalist dünya sisteminin yeni gücü olan ABD'nin öncülüğünde, Bretton-Woods'ta mimarisi oluşturulan yeni dünya düzeni, İkinci Dünya Savaşı'nın sonundan, 1970'li yıllara kadar kapitalizmin "altın çağını" yaşamasını sağladı. Bu sistemle; ABD dolarının uluslararası ödeme aracı haline getirilmesi, ABD'ye gerçek anlamda hegemonik güç olma olanağı sağlamaktaydı. "Altın çağ" döneminde sermaye birikiminin hâlâ asli kaynağını, sınai kârlar oluşturmaktaydı (Koç, 2013: 20).

Bretton-Woods "Uluslararası Para İdare Sistemi"nin uygulandığı 1945-1971 dönemi dünya ekonomisinin yeniden yapılanma dönemine karşılık gelmektedir. Zira

bu dönemde IMF para krizlerinden korunmak için sermaye kontrollerini kabul etmiş ve hükümetlerin aktivist makro politikalar uygulayabilmelerini kolaylaştırmıştır (Yay, 2003: 17).

1960'ların sonlarından başlayarak 1970'lerin ortasında genelleşen yapısal kriz, yoğun sermaye birikim rejiminin krizidir. Fordist sermaye birikim rejimi, 1960'ların sonunda ABD ve Avrupa'da sermaye birikiminin aksamaya başlaması ve krize dönüşmesiyle birlikte, 1970'lerin sonunda borç kriziyle genel bir krize dönüştü. 1974'teki petrol krizinin etkisiyle oluşan ve bankalarında biriken petrol-dolar fonlarının değerlendirilmesi için merkez ülkeler, çevre ülkelere yönelerek uluslararası borç piyasalarını oluşturdu. Uluslararası borç piyasası böylece hızla büyümeye ve küreselleşmeye başladı (Demirer vd., 1999: 451). Bunun yanı sıra bu dönemde yaşanan iktisadi krizin nedenleri arasında; sosyal harcamaların artırılması, istihdamın büyümesi, vergi oranlarının artırılması ve devletin piyasada üretici olarak aktif rol alması da görüldü. Nitekim 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyonun derinleşmesinin en önemli nedeni petrol fiyatlarının yükselmesi olmuştur.

1970'li yılların başından itibaren dünya ekonomisinde kendisini şiddetle göstermeye başlayan krizin arka planında, kâr oranlarında yaşanan düşüş yatmaktadır. Sermaye birikiminin önünde bir engel olarak beliren kâr düşüşleri, kitlesel üretim ve kitlesel tüketime dayalı, esneklikten uzak olan Fordist üretim tarzı ile sosyal devlet odaklı kazanımlar sağlayan sendikal faaliyetler ve küresel piyasalarda yaşanan başta petrol fiyatlarının yükselişi ile kendini gösteren bir dizi konjonktürel sebepten kaynaklanmıştır. Tüm dünya ekonomisinde büyük bir çöküş yaratan 1970'lerin krizi, küresel ve yerel bazda yeniden bir yapılanmayı gerektirmiştir. Yaşanan bu dönüşümün temelinde ise, kâr oranlarının yeniden tesisi için bir strateji olarak uluslararası borçların artırılması ve kredilerin aşırı genişlemesini temel alan finansallaşma benimsenmiştir. Finansallaşma, ekonomide bir dizi neoliberal politika değişiklikleri ile sağlanmıştır (Taşdemir, 2013: 35).

1979'da İngiltere'de Margaret Thatcher, 1980'de ABD'de Ronald Reagan, 1982'de Almanya'da Helmut Kohl ve Türkiye'de 12 Eylül 1980'de Askeri Cunta'nın desteğindeki Turgut Özal örneğinde olduğu gibi, finans kapitalin çıkarlarını esas alan yasal düzenlemeler peş peşe uygulanmaya başlandı. Devletin ekonomiden elini çekmesi söylemi altında, aslında devletin tam olarak finansallaşma sürecine dâhil olması sağlandı. Bu bağlamda, bir yandan işçi sendikaları etkisizleştirilip grevler

yasaklanırken, diğer yandan arz yanlı iktisat adına sermayenin üzerindeki vergi yükü azaltılarak, dolaylı vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payı artırıldı. Sosyal devlet uygulamaları “kemer sıkma”, “mali disiplin” ya da “mali kural” adına yok edildi. Sosyal güvenlik, eğitim ve sağlık hizmetleri piyasa mekanizması içine çekilerek, hanehalkının bu hizmetlerden ücretsiz yararlanmasına son verildi. Finans piyasaları ekonominin merkezine yerleşti. Finans kapital, holdingler ve tröstler şeklinde örgütlenerek, finans piyasalarının her alanında faaliyet gösteren farklı finansal kurumlarını oluşturdu. Ekonomik konjonktürün yükseliş döneminde oluşan spekülasyon balonlarında, finans kapital, finansal kurumlar aracılığıyla borsalarda çok büyük kazançlar sağladı. Ancak oluşan balonların zamanı gelip patlaması sonucunda başta emekçi sınıflar olmak üzere, ülke çapında çok ciddi sıkıntılar yaşandı (Koç, 2013: 22).

1990’lı yıllar, dünyanın hızlı bir küreselleşme yaşamaya başladığı dönemdir. Bu süreçte bilişim teknolojisi alanında ortaya çıkan gelişmeler dikkati çekmektedir. Buna paralel olarak Sovyetler Birliğinin dağılması ile bağımsız devletlerin ortaya çıkışı, iki kutuplu bir dünyadan tek kutuplu bir dünyaya geçişi sağlamıştır (Seyidoğlu, 2003: 141). Ekonomide küreselleşme süreci ile ikili yapının oluşmasına söz konusu olmuş, mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonominin yanı sıra, spekülasyoncuların bulunduğu sanal ekonomi ortaya çıkmıştır. Küreselleşme ile finans sektörü sanayi yatırımının önüne geçmekle kalmamış ve gelir paylaşımında sermayenin emeğe baskınlığı artmış, kâr payları yükselmiştir (Stiglitz, 2002: 117).

2007-2008 yılında başlayan küresel finansal krizin temelleri, aşırı menkul kıymetleştirilen konut kredisi borçlarına dayanmaktadır. Ekonominin finans dünyasında yerini genişleterek büyümeye çalışması, kapitalizmin son aşaması olan finansallaşmanın beraberinde gelmesine yol açmıştır. Bu bağlamda finansallaşma, emperyalizmin daha ılımlı ve bir üst aşamasıdır (Orhangazi, 2008). Nitekim Yeldan (2009) 2008 krizinin, kendisinden önceki tüm krizlerden ayrılmasını sağlayan önemli bir özelliği olduğunu; “*insanlık tarihinde paranın hiçbir altın ya da değerli madenin standardına bağlı olmadığı hayali değerlerin hüküm sürdüğü bir finansallaşma sürecine denk gelmiştir*” şeklinde belirtir (Yeldan, 2009).

2. BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARI VE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve petrol krizlerinin yaşanmasının ardından başlayan enflasyonist süreç, fiyat istikrarını merkez bankalarının temel amacı haline getirmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması, ülke ekonomisinin refah seviyesinin yükselmesi, ekonomik büyümenin sağlanması ve iktisadi gücün elde edilmesi için önceliklidir.

17. yüzyıldan itibaren varlıklarını sürdürmekte olan merkez bankaları, bir ekonomide; hükümetleri finanse etmek, finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunmak, para basma ve para politikasını yürütmek, ulusal parayı tedavüle sürmek gibi görevleri yerine getirir. Merkez bankaları bunun yanı sıra para ve kredi hacmini düzenleyerek piyasa faiz oranlarını belirler ve fiyat istikrarını sağlamak ve ulusal paranın değerini korumak için çaba gösterir.

Merkez bankalarının bu görevleri yerine getirirken bağımsız bir yapıya sahip olmaları gerekmektedir. Merkez bankası bağımsızlığı, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankaları açısından politika etkinliğini artırmayı hedefleyen en önemli unsurdur. Merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankalarının güvenilirliğini ve kredibilitelerini yükselterek para politikasının etkinliğini ve başarısını artırmakta, fiyat istikrarı hedefine ulaşmalarını sağlayan bir ön koşul olarak değerlendirilmektedir.

2.1. FİYAT İSTİKRARI

Fiyatlar, genel fiyat düzeyi olarak yani belirli bir alanda ticareti yapılan tüm mal ve hizmetlerin ortalama fiyatı olarak ifade edilir. İstikrar ise bir sistemin geçici dalgalanmalar sonrasında hedeflenen bir dengeye geri döndürülme kabiliyeti anlamına gelir. Bu yüzden fiyat istikrarı, bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarında düşüş veya artış olmasına rağmen, tüm fiyatların ortalamasının istikrarlı olduğu durumu ifade eder (Bank of Japan, 2000: 5).

1970’lerin başından itibaren yaşanan yüksek enflasyon, işsizlik ve büyüme oranlarında düşme, ihtiyari para politikalarına şüphe duyulmasına yol açmıştır. Bu süreçte enflasyonun kalıcılık göstermesi, dünyada para politikasının öncelikli

hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda fikir birliği oluşturmuştur (Mishkin ve Posen, 1997: 11). 1970’li yıllarda ortaya çıkan petrol krizi İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra işsizliği en yüksek noktaya taşımış, enflasyon küresel ölçekte yükselirken kalıcı da olmuş, fiyat istikrarını sağlamakla görevli para otoritelerini sürdürülebilir büyümeyi destekleyen yeni politika arayışlarına yöneltmiştir (Takım, 2011: 16).

Fiyat istikrarının ne olduğu konusunda akademik alanda birbirine çok yakın fiyat istikrarı tanımları yapılmıştır. Literatürde geniş çapta atıf yapılan fiyat istikrarı tanımı ise ABD Merkez Bankası (FED) eski Başkanı Alan Greenspan tarafından yapılmıştır. Greenspan’a göre, fiyat istikrarı; *“ekonomik aktörlerin ileriye dönük yatırım, tüketim ve tasarruf gibi konularda karar alırken, genel fiyat seviyesindeki muhtemel değişiklikleri, artık dikkate almamaya başladıkları bir durumu”* ifade eder (Greenspan, 2001: 1).

Avrupa Merkez Bankası (ECB) da tüketici fiyat endeksi artış oranının yıllık bazda yüzde 2’nin altında ve yüzde 2’ye yakın bir seviyede olmasını fiyat istikrarı olarak yorumlar (Öğretmen, 2004). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da benzer şekilde; *“İktisadi birimlerin tüketim, yatırım ve tasarruf kararlarında dikkate almaya gerek duymayacakları ölçüde düşük düzeyde sürdürülen bir enflasyon oranı”* olarak tanımlamıştır (TCMB, 2006: 3).

Açıklamalara bakıldığında, fiyat istikrarı; fiyatlar genel seviyesinin karar birimlerinin kararlarını etkilemeyecek kadar kabul edilebilir bir seviyede artış göstermesi ve bunun süreklilik kazanması şeklinde tanımlanabilir. Hemen belirtmek gerekir ki; fiyat istikrarı fiyat düzeyinin sabit kalması anlamına gelmemekte, karar birimlerinin gerek üretim ve tasarruf gerekse yatırım alanındaki karar verme süreçlerini bozmayarak, önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanması ve sürdürülmesini ifade etmektedir (Telatar, 2002: 8).

Fiyat istikrarsızlığının bir diğer göstergesi ise fiyatlar genel seviyesinin düzenli ve sürekli azalması veya düşmesi şeklinde görülen deflasyondur. Deflasyon da enflasyon gibi ekonomi üzerinde olumsuz etkilere yol açar. Deflasyon ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasıyla kendini gösterir.

Fiyat hareketliliğinin korunması ve sürekliliğinin sağlanması, gelişmiş veya gelişmekte olan ülkeler açısından farklı sebeplere dayanır ve farklı tedbirlerin

alınmasını zorunlu kılar. Fiyat istikrarsızlığı, gelişmiş ülkelerde genellikle arazi sebeplere dayanırken, az gelişmiş ülkelerde yapısal sebepli olup uzun bir dönemi kapsar (Eker, Altay ve Sakal, 2004: 24). Çünkü az gelişmiş ekonomilerde çoğunlukla arz ve talep dengesi kurulamaz ve bu dengesizlikten dolayı özellikle enflasyon bu ülkelerde kronikleşmiş bir sorun durumundadır.

Diğer yandan, ülke ekonomilerindeki ekonomi politikalarının nihai amacının, ülkede yaşayan insanların toplumsal refah seviyesinin yükseltilmesinin olduğu genellikle kabul edilmektedir. Ülke ekonomilerinde toplumsal refah seviyesinin yükseltilebilmesi ise potansiyeline yakın düzeyde ekonomik büyüme hızlarının sağlanabilmesiyle ve sürdürülebilir kılınabilmesiyle sağlanabilmektedir. Sürdürülebilir ekonomik büyümenin temelinde ise makroekonomik istikrar bulunmakta ve fiyat istikrarı makroekonomik istikrarı sağlayan temel bileşenlerden biri olarak görülmektedir (TCMB, 2011: 5). Nitekim fiyat istikrarının gerçekleştiği ortamda, yatırım, tüketim ve tasarruf kararları ertelenmeden ve daha sağlıklı şekilde alınabilmektedir. Fiyat istikrarının sağlandığı böylesi bir ortamda yakalanan ekonomik istikrar, ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi için uygun bir makroekonomik ortam yaratmakta toplumsal refah düzeyi artırılabilir. Bu nedenle, merkez bankalarının toplumsal refah düzeyinin artırılabilmesine dönük en önemli katkıyı fiyat istikrarını sağlayıp sürdürebilmeleriyle verebilecekleri kabul edilmektedir (TCMB, 2019: 24).

Fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda, finansal istikrar da teşvik edilecektir. Zira bilindiği üzere, yüksek enflasyon geçmişine sahip ülkelerde borç sözleşmeleri daha kısa vadeli hale gelme eğilimindedir ve sıklıkla yabancı para cinsinden ifade edilmektedir. Borç sözleşmelerinin bu özellikleri, faiz oranlarında meydana gelen olası bir yükselme ve yurtiçi paranın değer kaybetmesi durumunda nakit akımında artışa ve finansal olmayan firmaların ve bankaların likidite problemlerine girmelerine yol açmaktadır. Nihayetinde de finansal sistemin kırılganlığı artmaktadır. Bu kapsamda fiyat istikrarı, daha uzun süreli borç sözleşmelerinin ortaya çıkmasına yol açtığından finansal istikrarı da teşvik edecektir. Buna ek olarak, daha önceden de ifade ettiğimiz gibi ulusal paranın satın alma gücünü koruması bağlamında fiyat istikrarı, güçlü bir ulusal paraya sahip olmak için gerekli bir koşul olarak karşımıza çıkmaktadır. Daha güçlü bir ulusal para ile bankalar, finansal olmayan firmalar ve de hükümet için yurtiçi

para cinsinden ifade edilen borç ile sermayeyi artırmaları daha kolay olacaktır ki, bu sonuçta finansal kırılganlığı azaltacaktır (Mishkin, 1997: 91).

2.1.1. Fiyat İstikrarının Önemi

Fiyat istikrarının sağlanamaması bir ülkede ekonomik, siyasi ve sosyal yapıya zarar vermektedir. Bu zararın boyutları ülke tecrübelerinde net bir şekilde görülmektedir. Fiyat istikrarının sağlanamamasının etkileri aşağıda sıralanmıştır (TCMBa, 2002);

- *“Enflasyonist ortamlarda, firma ve tüketiciler ya da kısaca ekonomide karar alan tüm birimler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edemezler ve sağlıklı karar alabilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar. Çünkü istikrarlı para, diğer bir deyişle istikrarlı fiyatlar iyi işleyen bir piyasa ekonomisinin temel taşıdır.*

- *Enflasyon, piyasadaki oyuncuların geleceği öngörememeleri ve gerekli bilgiye sahip olamamaları nedeniyle finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltır.*

- *Yüksek ve sürekli enflasyon yaşanan ortamlarda yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarında ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep ederler. Bunun sonucunda, yüksek risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyreder.*

- *Enflasyonun sonucu olan yüksek faizler, üretici açısından bakıldığında firmaların kredi taleplerini kısıtlarken, tüketiciler açısından bakıldığında özellikle sosyal adalet ile doğrudan ilişkili ve bir hak olan ev sahibi olmak gibi uzun vadeli finansman ihtiyacı gerektiren harcamaların ön koşulu niteliğindeki kredi piyasalarının gelişmesini ve tüketicilerin uzun vadelerde kredi sağlamalarını engeller.*

- *Enflasyon yatırımlar üzerinde bir çeşit vergi yüküdür. Bundan dolayı, yatırımcılar açısından ek bir maliyet anlamına gelen enflasyon, yatırımların dönemler itibariyle dalgalanmasına yol açtığından ekonomik büyüme oranında değişkenlik yaratır. Buna bağlı olarak, uzun vadede*

baktığımızda, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ortalama büyüme hızlarının düşük gerçekleştiği görülmektedir.

- Yüksek enflasyonun büyümeye bir diğer olumsuz etkisi, yatırımların verimliliği kanalıyla gerçekleşir. Ekonomik birimler, birikimlerini enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan yabancı para, gayrimenkul gibi alanlara kaydırır ve kaynaklarının büyük bir kısmını bu alana yöneltirler. Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik nedeniyle yatırımların vadeleri kısalmaya ve ekonomideki kaynaklar, tekrar ekonomideki üretken alanlara dönmez. Diğer bir deyişle, ülke ekonomisindeki toplam kaynaklar dikkate alındığında, ülkenin potansiyel üretiminden daha düşük miktarda üretmesine neden olur.

-Yüksek enflasyon işgücü piyasasının da etkin çalışmasını engeller. Böyle bir ortamda, iş arayanlar ve işverenler orta ve uzun vadede önlerini göremezler. İstikrarlı olmayan bir ekonomik ortamda, çalışmak isteyenler, bir de vasıfsız iseler, geç iş bulur ve işlerini erken kaybederler.

- Yüksek enflasyon yaşayan bir ekonominin dış piyasalarda rekabet gücü zayıflar ve ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlanır. Bunun yanı sıra, enflasyon nedeniyle yaşanan belirsizlik sonucunda uzun vadeli yabancı sermayenin ülkeye üretken alanlarda kullanılmak üzere girişi azalır. Ekonomiye yurt dışından gelen sermayenin büyük ölçüde kısa vadeli ve spekülatif olması dış şoklara karşı ülke ekonomisinin kırılgan olması sonucunu da beraberinde getirir.

- Bireyin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkar, enflasyon atalet kazanır.

- Yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde ekonomik politika uygulamalarının değiştirilme olasılığının daha yüksek olması gelecekle ilgili belirsizliği artırır. Bu belirsizliğin yarattığı şüphecilik ise politikaların başarıları önünde bir kısıt oluşturur. Dolayısıyla bir kısır döngü oluşur”.

2.1.2. Fiyat İstikrarının Para Politikasında Yeri

1970'li yıllardan bu yana literatürdeki gelişmeler ve enflasyonla mücadele deneyimlerinden çıkarılan dersler, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini ortaya koyar.

Öncelikle, iktisatçılar arasında uzun dönemde enflasyonun para politikası ile kontrol edilebileceği ve enflasyonun etkilenebileceği yönünde bir görüş birliği oluşmuştur. Ancak ne var ki, ilerleyen süreçte, ılımlı enflasyonun bile ekonomik etkinliği ve büyümeyi olumsuz etkilediği anlaşılmıştır (Özdemir, 2005: 11). Keynesyen iktisat politikalarının, yüksek enflasyon ve artan işsizlik sorunu yanında düşük büyüme sorununa çözüm üretememesi, ihtiyari para politikalarının sorgulanmasını da beraberinde getirmiştir. Buna alternatif olarak, Monetaristlerin öncüsü Friedman, kısa vadeli reel ekonomik değişkenleri yönetmede, etkilerinin ortaya çıkması bakımından uzun ve değişken zaman gecikmeleri olan para politikasının yetersiz kaldığını öne sürmüştür, ihtiyari para politikalarının yerine kuralla dayalı para politikası önermiştir (Eroğlu, 2008: 16).

Öte yandan, 1970 yılında yaşanan stagflasyon krizi, iktisat politikalarının önceliğini, yüksek enflasyon ve işsizliğe çözüm yönünde değiştirmiştir. Bütün ülkelerin ulaşmaya çalıştığı bir ekonomik istikrar göstergesi olarak fiyat istikrarı, merkez bankalarının birinci derecede ve öncelikli amacı haline gelmiştir. Para politikası stratejisinin fiyat istikrarını temel hedef edinmesi halinde, böyle bir durum, politika yapıcısını ve hükümeti hesap vermeye zorlamakta ve kurulan iletişimle uygulanan politikaların amacı konusunda, kamuoyunun kararları şekillendirilmektedir (Özdemir, 2005: 12).

Merkez bankalarının para politikasının uygulanmasında birincil hedef olarak fiyat istikrarını kabul etmesi farklı para politikası stratejilerini gündeme getirmiştir. Bu para politikası stratejileri; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Bu hedeflemelerin her biri ulusal paranın değeri üzerinde bir sınırlandırma getirilmesine yardımcı olurlar. Dolayısıyla bu hedeflemeler aynı zamanda para politikası için bir nominal çapa sağlar. Seçilen nominal çapanın taşınması gereken özellikler ise şunlar olmalıdır; (1) seçilen hedefin kolaylıkla kontrol edilebilmesi, (2) kamuoyunun anlayabileceği şeffaflıkta olması, (3) nihai amaçla yani

fiyat istikrarı ile güçlü bir ilişkisinin olması, (4) kısa aralıklarla gözlenebilir olmasıdır (Cukierman, 1999: 5).

2.1.2.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, bir ülkenin enflasyonunu düşürmek ve kontrol altına almak amacıyla ulusal parasının değerini bir başka ülkenin parasına endekslenmesiyle uygulanan parasal bir stratejidir. Döviz kuru hedefleme stratejisini kullanan ülkeler, yerel faiz oranlarını, para birimi çapa olarak seçilen ekonomideki gelişmelere göre belirlediğinden, döviz kuru hedeflemesi stratejisini kullanan ülkeler yaşanabilecek dışsal şoklara karşı para politikası araçlarını kullanamayarak açık piyasa işlemleri gerçekleştirememektedirler. Bu sebeple, döviz kuru hedefleme stratejisi az sayıda ülke tarafından kullanılmaktadır (Mishkin, 2006). Bu stratejinin birtakım avantajları vardır. Bunlar (Şıklar, 1999: 56):

- *“Merkez Bankasıncı döviz kuru çapası önceden taahhüt edildiği için zaman tutarsızlığı sorunu azalır,*
- *Para politikasının yürütülmesini otomatiğe bağlaması, yani yerli paranın değer kaybetmesi durumunda sıkılaştırılması, tersi durumda ise gevşetilmesi,*
- *Kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilir, basit ve açıktır”.*

Uygulayan ülkelere bakıldığında, döviz kuru hedeflemesi ile fiyat istikrarını sağlamada başarılı olan ülkeler görülse de genel olarak bu strateji de başarısız olmuştur. Bunun nedeni de döviz kuru hedeflemesinin önemli sakıncalarının olmasıdır. Bunlar (Malatyalı, 1998: 13):

- *“Spekülatif sermaye hareketleri olumsuz bir şekilde artar,*
- *Dövizine endekslenen ülkenin yaşadığı şok aynı anda yerli ülkeye de sıçar,*
- *İçsel ve dışsal şoklara karşı esneklik azalır,*
- *Ülke dışı ve ülke içi faiz oranı farklılığı zorluklara neden olur”.*

1999 yılında TCMB tarafından açıklanan kur ve para politikası uygulamasına göre 2000 yılından itibaren Türkiye’de döviz kuru hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Programın uygulanmaya başlamasından 18 ay sonra bant uygulamasına geçilmesi öngörülmüş ve bant aralığının genişliği kademeli olarak artırılarak kurun tamamen serbest dalgalanmaya bırakılması öngörülmüştür. Ancak Kasım 2000 ve

Şubat 2001 krizleri sonucunda döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır (Çolakoğlu, 2002). Türkiye’de programın başarısız olmasının en dikkat çekici sebepleri olarak, programa olan yurt içi ve yurt dışı güvenin yok olması, siyasi iktidarın mali politikaları uygulamada ve özelleştirmede verdiği sözleri yerine getirememesi gösterilebilir (Bay, 2017: 6).

2.1.2.2. Parasal Hedefleme

Enflasyon oranlarını azaltmak için para arzı, ticari bankaların rezervleri, parasal taban, serbest rezervler gibi parasal büyüklüklerin yükseliş seviyelerine merkez bankaları tarafından müdahale edilebilmesine parasal hedefleme denir (Yalta, 2011: 201). 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin önemini kaybetmesiyle birlikte merkez bankalarının yeni politika arayışına girmesi bu hedefleme stratejisinin yaygınlaşmasına neden olmuştur.

Almanya parasal hedefleme stratejisini uygulayan ilk ülke olmuştur. Bundesbank 1975 yılında ara hedef olarak parasal büyüklükleri ilan etmiştir. 1975 yılından günümüze kadar Almanya’da parasal hedefleme stratejisi uygulanmaya devam edilmiştir. Bu hedefleme stratejisini geçmişte uygulayan ülkeler; ABD, İsviçre, Almanya ve Fransa örnek olarak verilebilir (Aker, 2009: 83).

Parasal hedefleme sürecinde merkez bankası, hangi parasal büyüklüğü kontrol etmesi gerektiğini belirlemelidir. Merkez bankasının bu açıdan iki temel ölçütü söz konusudur (Keyder, 2002: 240):

- 1) *“Söz konusu büyüklüğün ekonomik faaliyet üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişkili olması,*
- 2) *Seçilecek olan büyüklüğün merkez bankasının para politikasını yürütebilmek için kullanabileceği tüm araçları içeriyor olmasıdır”.*

Parasal büyüklüğün nominal çapa olarak kabul edilmesinin bazı avantajları vardır. Bu avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Şıklar, 1999: 20):

- *“Öncelikle bazı parasal büyüklükler (özellikle dar tanımlılar) merkez bankası tarafından çabuk ve etkin bir şekilde kontrol edilebilmektedir.*
- *İkinci olarak, parasal büyüklükler, kısa gecikmelerle, doğruluk payı yüksek bir şekilde ölçülebilmektedir.*

- Üçüncü olarak, parasal büyüklük kısa sürede bilinir hale geldiği için, nominal çapa olarak kullanılması para politikasının şeffaflığını artırır. Parasal bir büyüklük para politikasının içinde bulunduğu durumla ve karar alıcıların niyetleriyle ilgili olarak kamuoyuna ve piyasalara anında sinyal verir ve böylece enflasyonist beklentilerin şekillenmesine yardımcı olur”.

Parasal büyüklüğün nominal çapa olarak kullanılmasının avantajlarının yanında bazı dezavantajları da mevcuttur (Bozkurt, 2006: 57):

- “İlk sorun uygun bir parasal büyüklüğün seçiminde yatmaktadır. Parasal büyüklük, ekonomi teorisinin mantığına uygun olmalıdır ve aynı zamanda ekonomik olarak nominal çıktı ve fiyatlar arasında istikrarlı bir bağın doğruluğunu göstermelidir. Finansal bir yenilik ortamında globalleşme ve piyasanın bilgisayarlaşması ile bu ilişki daha değişken olur ve bu nedenle önceden tahminde bulunmak daha zor olur.

- İkinci olarak, merkez bankasının seçilen parasal büyüklüğü yeterli bir şekilde kontrol edememesidir.

- Diğer bir sorun, parasal hedefin kamuoyu tarafından tam olarak anlaşılabilir olmamasıdır”.

TCMB ilk kez 1990 yılında parasal hedeflemeye dayalı bir program uygulamaya başlamıştır. Programda; “M1 (vadesiz mevduatlar ve dolaşımdaki para), M2 (M1+vadeli mevduat), M2Y (M2+Türkiye’de yerleşik olanların bankalardaki döviz tevdiat hesapları)” gibi parasal büyüklükler yerine “toplam bilanço büyüklüğü, iç yükümlülükler, iç varlıklar ve merkez bankası parası” ile ilgili bazı hedefler belirlenmiştir. 1990 yılında TCMB uyguladığı bu programla iç kredilerinin genişlemesini denetleyerek enflasyonu kontrol altına almayı hedeflemiştir. Başlangıçta programdan olumlu sonuçlar alınmış ancak 1990 yılında Irak’ın Kuveyt’i işgalinden dolayı ortaya çıkan olumsuz ekonomik ve politik ortam, 1991 yılının Ekim ayında yapılan erken genel seçimler nedeniyle uygulanan gevşek para ve maliye politikaları bu programın kesintiye uğramasına neden olmuştur (Bakır, 2007: 36-37).

Parasal hedefleme stratejisi 2000 yılında IMF ile yapılan destekleme düzenlemesi ile tekrar uygulamaya konulmuştur. Bu programda IMF, TCMB’nin net iç varlıklarına üst sınır koyarak parasal tabanının artırılmasını sınırlandırmıştır. Bunun sebebi ise TCMB’nin Hazineye kısa vadeli avans kullanarak bankalara fazla likidite

kullandırmasını önlemektir. Ancak bu program da enflasyonu düşürmekte başarısız oldu. Parasal hedeflemenin Türkiye’de olumlu sonuçlar vermemesinin bir nedeni olarak, parasal hedeflemenin uygulandığı dönemlerde mali disiplin sağlanamadığı için bütçe açıklarının artması, bu bütçe açıklarının finanse edilebilmesi için TCMB’nin Hazine’ye kısa vadeli avans vermesi, bunun da TCMB’nin net iç varlıklarını artırarak parasal genişlemeye sebebiyet vermesidir (Yalta, 2011: 202).

2.1.2.3. Enflasyon Hedeflenmesi

Enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının asli görevi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına dayalı olarak para politikasının belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi veya hedef aralığına dayandırılması ve kamuoyuna açıklanması şeklinde yerine getirilen bir politika uygulaması olarak tanımlanabilir (Acet, 2008: 73-74).

Literatürde açık enflasyon hedeflemesi ve örtük enflasyon hedeflemesi olmak üzere iki çeşit stratejiden söz edilmektedir. Açık enflasyon hedeflemesi merkez bankasının sadece hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak ya da enflasyonu, hedeflenen seviyeye yaklaştırmayı amaçlamaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası enflasyon hedefinin yanında diğer değişkenleri dikkate almaktadır (Demirhan, 2002).

Enflasyon hedefleme stratejisini diğer stratejilerden ayıran iki temel unsur bulunmaktadır (TCMB, 2005: 3):

1. *“Merkez bankaları tarafından uygulanan enflasyon hedefleme stratejilerinde, enflasyon hedefleri rakamsal olarak ilan edilmekte, bu hedeflere ulaşmak taahhüt edilmekte ve ilan edilen hedeflere ulaşamaması halinde kamuoyuna hesap verilmektedir.*

2. *Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi için belli bir zaman gerektiğinden, merkez bankaları cari enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmektedir. Bu nedenlerden dolayı merkez bankaları belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri halka açıklamaktadırlar. Tahmin edilen enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften uzaklaşma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır”.*

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanmasıyla birlikte bazı ögelere dikkat edilmesi gerekmektedir. Hedeflenen enflasyonun oranı ya da fiyat düzeyi alternatiflerinden hangisinin geçerli olacağı önemlidir. Enflasyon üzerinden hedefleme yapılacaksa ÜFE, TEFE, GSMH, TÜFE seçeneklerinden hangisinin üzerinden enflasyon oranının hesaplanacağı, nokta mı bant hedef mi seçileceği, hedeflemenin ne kadarlık bir süre için ilan edileceği gibi ana maddelerin ne olması gerektiğinin belirlenmesi önemli olmaktadır (Malatyalı, 1999: 8-9).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için uygulanacağı ekonominin ve ekonomi yönetiminin dört önemli şartı yerine getirmesi gerekmektedir. Bunlar (TCMB, 2006: 7):

- Para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması,
- Merkez bankası bağımsızlığı,
- Gelişmiş mali piyasalar,
- Mali baskınlığın olmamasıdır.

Türkiye açısından enflasyon hedefleme stratejisini ele aldığımızda; 9 Aralık 1999 tarihli IMF'ye sunulan niyet mektubunun Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçeceğine ilişkin ilk belirti olduğu söylenebilir. Bu niyet mektubu ile döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamaya konulmuş ve TCMB tarafından 2000 yılı için günlük döviz kurları önceden kamuoyuna açıklanmıştır. Her üç ayda bir, günlük döviz kurlarının üç aylık bir dönem için uzatılması ve 18 aylık dönemin sonunda genişleyen bant uygulamasının başlatılması öngörülmüştür. 2002 yılı Aralık ayı sonuna kadar uygulanması tasarlanan bu politika sonrasında, para politikasının enflasyon hedefine yönelik uygulanması planlanmıştır. Bu program tamamlanmadan ortaya çıkan Kasım krizi sonrası imzalanan niyet mektubunda ise merkez bankası bağımsızlığı ile para politikasının etkinliğini artıracak yasal düzenlemelerin yapılacağı ve döviz kuruna dayalı stratejiden enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği ifade edilmiştir (Yükseler, 2005: 28).

2002 yılında temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla TCMB örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamış ve bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için ön koşulların sağlanmasını ve para politikasının kurumsal alt yapısının iyileştirilmesi çerçevesinde önemli adımlar atmıştır. Nitekim bu süreç içerisinde TCMB, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını

daha net bir şekilde ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Enflasyon hedefleri bu dönemde yıllık bazda hükümet ile saptanmıştır. TCMB, 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde faiz oranlarını temel politika aracı olarak seçmiş, para tabanını da ek bir çapa olarak belirleyerek enflasyon hedeflerinin güvenilirliğini artırmayı amaçlamıştır. Faiz oranları parasal tabana ilave olarak bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması sonucunda ortaya çıkan likidite fazlalığını açık piyasa ve bankalar arası para piyasası işlemleri ile çekmeye çalışmıştır. Bu dönemde TCMB, bağımsızlığın beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliğini sağlamak amacıyla şeffaflığı artırıcı politikalar izlemeye başlamış, para politikası ve faiz oranlarına ilişkin kararlar ve kararların gerekçeleri detaylı basın duyurularıyla açıklanmaya başlanmıştır. 2006 yılında, enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulların büyük oranda gerçekleşmesini göz önünde bulundurarak TCMB açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır (TCMB, 2013: 16-17).

Tablo 2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Enflasyon Hedefleri (%)

Yıllar	Hedef	Gerçekleşme
2002	35	29,7
2003	20	18,4
2004	12	9,3
2005	8	7,7
2006	5	9,7
2007	4	8,4
2008	4	10,1
2009	7,5	6,5
2010	6,5	6,4
2011	5,5	10,4
2012	5	6,2
2013	5	7,4
2014	5	8,2
2015	5	8,8
2016	5	8,5
2017	5	11,92
2018	5	20,30
2019	5	11,84

Kaynak: TCMB Enflasyon Hedefleri. www.tcmb.gov.tr (21/02/2020)

Enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye deneyiminde, Tablo 2’de görüleceği üzere, yıllık enflasyonun 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla yüzde 35, yüzde 20, yüzde 12 ve yüzde 8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir. Geçen süre içerisinde enflasyon oranları hedeflerin altında gerçekleşerek 2001 yılındaki yüzde 68 seviyesinden, 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 7,7 seviyesine gerilemiştir (Kara ve Orak, 2008: 44).

Tablo incelendiğinde TCMB’nin 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürmede başarılı olduğu söylenebilir. Bu dönemde gerçekleşen enflasyon oranı hedefin altındadır. 2006 yılından itibaren ise sadece 2009, 2010 yıllarında enflasyon oranı hedefin altında kalmış, diğer yıllarda ise bu oran hedefin üzerinde gerçekleşmiştir.

2.2. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Merkez bankaları bir ülkenin ekonomisinin ve para politikasının geliştirilmesi ve uygulanması süreçlerinde çok önemli bir role sahiptirler. Merkez bankalarının bu mühim sorumlulukları, siyasetin önceliklerine göre hareket etmeleri yerine özerk bir kuruluş olarak ekonominin gereklerine göre hareket etmeleri yönündeki anlayışı doğurmuş ve merkez bankası bağımsızlığı kavramını gündeme getirmiştir (Kaykusuz, 2013).

Merkez bankası bağımsızlığı, literatürde ilk defa Ricardo’nun 1824 yılında yayımlanan “Milli Bir Bankanın Kurulmasına İlişkin Plan” isimli eserinde hükümetten ayrı olarak hareket eden farklı bir aracı kurumun para arzını sağlaması gerektiğini ifade etmesiyle ortaya atılmıştır (TCMB, 2012: 4). 1970’li yıllarda meydana gelen petrol krizlerinden sonra Avrupa başta olmak üzere birçok ülkede merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlayabilmeleri için bağımsız bir yapıya kavuşturulmaları gerekliliği teorik olarak dile getirilmektedir. Merkez bankasının bağımsız olabilmesinin gerekliliğinin fiyat istikrarının sağlanması ile doğrudan ilintili olduğu düşüncesinin esas nedeni, siyasi iradenin uyguladığı iktisadi politikaların enflasyona sebebiyet verebilecek potansiyeli olmasından kaynaklanmaktadır (Altuntaş, 2012: 12).

Alparslan ve Erdönmez (2000: 14)’e göre, merkez bankası bağımsızlığı, “*merkez bankasının fiyat istikrarını korurken uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulamasıdır*”. Oktar ise

merkez bankası bağımsızlığını; “*Merkez bankasının, para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, hedefleri doğrultusunda uygulayabilme, gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine veya inisiyatifine sahip olması*” şeklinde tanımlar (Oktar, 1996: 84).

Merkez bankası bağımsızlığı kavramı en geniş ifadeyle, iktidara getirilmiş hükümet kurma görevi verilmiş siyasetçilerin merkez bankalarına etki etmelerinin önüne geçilmesi, başka bir ifadeyle set çekilmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu minvalde yapılan yasal düzenlemelerle genel olarak merkez bankalarının; para politikalarını uygularken siyasi otoriteden talimat alması engellenmekte, hazineyi finansmanı yasaklanmaya çalışılmakta, yönetim kurulunda çalışanların görev sürelerinin artırılıp görevden alınma şartları zorlaştırılmaktadır. Bu şekilde alınan önlemler neticesinde siyasetçilerin merkez bankasının amaçları ve araçları üzerindeki müdahaleci isteklerinin engellenmesi hedeflenmektedir. Tüm bunların yanı sıra, para politikasının istihdam artırma gibi hedeflere yakın zaman diliminde varılamayacağı kabul görmesiyle birlikte merkez bankalarının yalnızca fiyat istikrarını sağlamayı odak haline getirmesi gerektiği fikri savunulmaya başlamaktadır (Ayhan ve Üstüner, 2010: 57-80).

2.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlık Türleri

Literatürde merkez bankası bağımsızlığını açıklamaya yönelik bazı bağımsızlık türleri bulunmaktadır. Bunlardan birincisi politik ve ekonomik bağımsızlık, ikincisi ise yasal ve fiili bağımsızlıktır. Ekonomik bağımsızlık da kendi içinde amaç bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

2.2.1.1. Politik Bağımsızlık

Politik bağımsızlık, merkez bankalarının para politikası hedeflerini hükümetten bağımsız yani hükümetin baskısı ve etkisinden uzak kalarak belirleyebilmesi olarak ifade edilmektedir (Kadyrova, 2009: 30). Politik bağımsızlığın ölçülmesinde kullanılan kriterler (i) atamalar, (ii) merkez bankasının hükümetle olan ilişkileri ve (iii) kurumsal düzenlemeler olmak üzere üç grupta toplanabilir.

Merkez bankalarının üst düzey personelin atanmasına yönelik maruz kalınan politik baskı, seçim dönemlerinde yaşanan olumsuz politik etki nedeniyle para

basılması, enflasyonun artması ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanamaması durumları politik bağımsızlığının sağlanabilmesi ile ortadan kalkmaktadır (Kahraman, 2007: 87).

2.2.1.2. Ekonomik Bağımsızlık

Para politikasının bağımsız olarak uygulanmasında politik bağımsızlık kadar merkez bankasının ekonomik bağımsızlığı da önem taşımaktadır. Ekonomik bağımsızlık, para politikası araçlarının merkez bankası tarafından herhangi bir kısıtlama olmaksızın kullanılabilir olmasını sağlar (Alparslan, 1997: 76).

Merkez bankasının ekonomik bağımsızlığının ölçülmesinde kullanılan kriterler parasal araçlar ve bütçedeki açıkların parasal finansmanı olarak iki grupta toplanmıştır. Birinci grupta bulunan kriterler merkez bankası tarafından kullanılan para politikası araçları ile alakalı olup ikiye ayrılmaktadır. Bu kriterlerden ilkinde göre, eğer merkez bankası diğer ticari banka senetlerine ait yeniden iskonto oranlarının belirlenmesi yetkisine sahip ise, bu durum merkez bankasının ekonomik bağımsızlık düzeyini üst seviyelere taşıyacaktır. Diğer kriter ise, idari sınırlamalar olup merkez bankasının yönetimi ile alakalı, özel bankalara verilen borç miktarındaki kısıtlamalar veya portföy sınırlamalarından oluşmaktadır. Eğer merkez bankası bankanın yönetiminden sorumlu tutulmuyorsa tamamen bağımsızdır. Ancak başka bir kurum ile yönetimi paylaşıyor ise kısmen bağımsız olmaktadır. Merkez bankası bankanın yönetiminden sorumlu tutulan yegâne kurum olarak gösteriliyorsa, bu durumda bağımsızlıktan bahsedilemez (Kaya, 2007: 43).

İkinci grupta yer alan kriterler de kendi içinde beşe ayrılmaktadır. İlk kriter, hükümete bütçe açıklarının finansmanı için merkez bankası kaynaklarından doğrudan kredi kullanılması yönünde kolaylık sağlanıp sağlanmadığını belirlemeye yöneliktir. Eğer kredi kolaylığı doğrudan sağlanmamışsa, bu durum merkez bankasının ekonomik bağımsızlığını yükselten bir faktör olarak kabul edilmektedir. İkinci kriter, hükümete bütçe açıklarını finanse etmesi için verilen kredilerin faiz oranlarının piyasa faiz oranlarından düşük olup olmadığıdır. Eğer verilen kredinin faiz oranı, piyasa faiz oranı seviyesinde ise bu durum ekonomik bağımsızlığı artırmaktadır. Üçüncü kriter, hükümete verilen krediler kısa bir vade için geçici olarak veriliyorsa, bu durum ekonomik bağımsızlığı daha da artıracaktır. Dördüncü kriter, hükümete verilen

kredinin tutarının sınırlı olmasının ekonomik bağımsızlığı yükseltmesidir. Beşinci ve son kriter ise, kamu kuruluşları tarafından çıkarılan borç senetlerinin birincil piyasada merkez bankası tarafından satın alınmaması halinde, bu durum merkez bankasının ekonomik bağımsızlığını yükseltecektir. Her bir kriter için puanlar verilerek merkez bankası bağımsızlığı ölçülmektedir (Kaya, 2007: 44).

2.2.1.2.1. Amaç Bağımsızlığı

Amaç bağımsızlığı, merkez bankasının uygulayacağı politikalarda esas aldığı temel amaçları veya hedefleri seçmekte bağımsız olmasını ifade eder (TCMB, 2012:2). Merkez bankasının amaç bağımsızlığı, bankanın temel amacı olarak tam istihdam, büyüme, fiyat istikrarı vb. birden çok seçenek arasından istediğini seçebilme serbestisi olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankalarının en önemli ve öncelikli temel amaçlarının fiyat istikrarı olduğu, tüm dünya tarafından genel kabul gören bir görüştür (Serdengeçti, 2005: 5-6).

2.2.1.2.2. Araç Bağımsızlığı

Fonksiyonel bağımsızlık diye de tabir edilen araç bağımsızlığı, nihai hedefi yasal düzenlemelerle belirlenmiş olan merkez bankasının bu hedefine ulaşmak üzere uygulayacağı yöntemler ve kullanmak istediği para politikası araçlarını siyasi iktidar ya da başka bir zümrenin onayına ihtiyaç duymadan serbest bir şekilde seçebilmesi ve seçtiği bu araçları dilediği gibi kullanabilmesi anlamı taşımaktadır. Bağımsızlık merkez bankaları açısından değerlendirildiğinde genellikle araç bağımsızlığı olarak ifade edilmektedir (TCMB, 2012: 2).

2.2.1.3. Yasal Bağımsızlık

Yasal bağımsızlık; politik baskılardan uzak tutmak amacıyla, merkez bankasının gerek yönetim gerekse yürütme ile ilgili her türlü eylemlerinde bağımsız hareket etmesinin, yasal güvence altına alınmasını ifade eder. Yasal bağımsızlık; başkanın atanması, görev süresinin belirlenmesi ve görevden alınması, para politikasının işleyişinde bankanın hangi düzeyde sorumlu olacağı, hükümete açılacak krediler için gerekli şartların belirlenmesi gibi hususları içerir (Oktar, 1996: 84-85).

2.2.1.4. Fiili Bağımsızlık

Fiili bağımsızlık ise merkez bankasının görev ve yetki anlamında kazanmış olduğu yasal bağımsızlığın uygulamadaki görünümünü ifade eder. Bunlar arasında, merkez bankası ve hükümetin diğer organları arasındaki gayri resmi anlaşmaları, protokolleri saymak mümkündür. Kısaca fiili bağımsızlık, yasal unsurların yerleşik alışkanlıkların belirleyicisi olduğu bağımsızlık türüdür (Aktan, Utkulu ve Togay, 1998: 115).

2.3. MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞININ ÖNKOŞULLARI

Merkez bankası bağımsızlığının gerçekleşebilmesi için gerekli önkoşullar hesap verebilirlik, şeffaflık, denetim başlıkları altında incelenebilir.

2.3.1. Hesap Verebilirlik

Bağımsız ve hesap veren bir merkez bankası kamuoyunda daha güvenilir olacaktır. Güvenilir bir merkez bankası, hedeflerine ulaşmada karar alıcıları daha kolay ikna edebilirken, hedeften sapmalar olduğunda kamuoyunda taahhütlerin yerine getirilmesi konusunda bir tereddüt oluşmasını önleyebilecektir. Hesap verme sorumluluğu çeşitli yollarla yerine getirilebilmektedir. Bunlar kanunla belirlenmiş yükümlülükler, iç ve dış denetimler ve merkez bankaları tarafından uygulanan şeffaflık ve iletişim politikaları olarak ifade edilebilir (TCMB, 2012: 10-11).

2.3.2. Şeffaflık

Merkez bankasının güvenilirliğini artırmanın ve korumanın en önemli yollarından biri olan şeffaflık, bağımsızlık ilkesini de tamamlayan en önemli etkenlerden biridir. Şeffaflık kavramı merkez bankasının faaliyetleri ve amaçları hakkında, tüm şahıs ve kuruluşların bilgi edinmesini sağlayacak şekilde, kamuoyunu raporlarla bilgilendirmesi olarak ifade edilmektedir (Yazgan, 2003: 66-67).

2.3.3. Denetim

Merkez bankası bağımsızlığının sağlanmasında ve bununla birlikte ekonomik sistemin istikrarlı hale gelmesinde gerekli önkoşullardan birinin de denetim olduğu genel kabul gören görüşler arasında gösterilmektedir. Bu anlamda merkez

bankalarının geleneksel fonksiyonu, finansal panikleri ve mevduat çözümlerini önlemek olduğu genel olarak kabul edilmektedir. Bu fonksiyonun yerine getirilmesinde gerekli en önemli faktörlerin; tutarlı düzenlemeler yapmak ve finansal kurumların denetiminin yapılmasını sağlamak olduğu belirtilmektedir (Barışık, 2004: 6).

2.4. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Merkez bankasının kurulmasıyla ilgili fikirler 1923 yılında İzmir İktisat Kongresi'nde tartışılmaya başlamıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile ilgili yasal altyapı oluşturulmuştur. Yasa tasarısı 11 Haziran 1930 tarihinde TBMM'den geçmiş ve 1930 yılında 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu Resmî Gazetede yayınlanmıştır. 3 Ekim 1931 tarihinde ise Banka faaliyetlerine başlamıştır (Sözer, 2013: 18).

Bağımsız bir merkez bankasına geçiş Nisan 2001'de yürürlüğe giren yeni kanunda öngörülen değişikliklere göre Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın başlıca görevi fiyat istikrarına ulaşmak ve onu korumak olarak belirlenmiştir. 1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesi ile belirtilen "*Bankanın temel görevi, bu Kanun hükümlerine göre ve ekonomik gelişmeye yardım etmek amacıyla, para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar göz önünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürütmek*" cümlesi, 4651 sayılı Kanun'un 4. maddesinde "*Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler*" olarak değiştirilmiştir (Kurtulan, 2010: 108).

4651 sayılı Merkez Bankası Kanunu ile getirilen temel değişiklikler belirtilen alt başlıklar şeklinde özetlenebilir:

- i. "*Araç Bağımsızlığı: Bir bağımsızlık ölçütü olarak, Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve Banka'nın para politikasının belirlenmesinde ve uygulamasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.*

ii. *Hesap Verebilirlik ve Kamuoyunun Bilgilendirilmesi:* Banka başkanı tarafından, banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulması öngörülmüştür.

iii. *Para Politikası Kurulu:* Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası kurulu oluşturulmuştur. Para Politikası Kurulu, Başkanın (Guvernör) başkanlığı altında Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşmaktadır.

iv. *Kamu Kesimine Kredi Açılmaması:* Bağımsızlığın sağlanması kapsamında Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır.

v. *Son Borç Verme Mercii:* Nihai mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, Merkez Bankası'na sisteme teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi sağlama imkânı getirmiştir.

vi. *Finansal Sistemin ve Ödeme Sisteminin Gözetimi:* Finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi kapsamında Banka'ya, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve mali sistemin taşıdığı risklerin belirlenmesi amacıyla, sistemi izleme ve değerlendirmeler yapma, mali sistemdeki risklerin sektörün geneline yayılmasını önlemek için gerekli tedbirleri alma yetkileri verilmiştir.

vii. *Görev Süreleri ve Güvencesi:* Başkan'ın görev süresine paralel olarak, Başkan Yardımcılarının görev süreleri üç yıldan beş yıla çıkarılmıştır. Ayrıca, Başkan da olduğu gibi Başkan Yardımcılarının sürelerinin bitiminden evvel değiştirilmelerinin mümkün olmadığı hükmü getirilerek, görev güvencesi sağlanmıştır" (Parasız, 2005: 293).

3. BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE DÖNEMLER İTİBARIYLA FİNANSALLAŞMA SÜRECİ

3.1. TÜRKİYE EKONOMİSİ VE FİNANSALLAŞMA

Bu bölümde Türkiye ekonomisinde yaşanan finansallaşma süreci dönemlere ayrılarak incelenmektedir. İlk olarak Türkiye ekonomisinin 1980 öncesi finansal yapısına kısaca değinildikten sonra, finansallaşmanın temellerinin atıldığı 1980’li yıllar, ardından 1990-2001, 2001-2009 ve 2010-2019 dönemleri ele alınmıştır.

3.1.1. 1980 Öncesi Dönem

1923 yılında Osmanlı İmparatorluğunun kalıntıları üzerinde kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nin temel sorunlarından biri, ekonominin geliştirilmesi ve ekonomik kalkınmanın sağlanmasıydı. Nitekim Mustafa Kemal Atatürk ekonomi seferberliğine 22 Şubat 1923 İzmir’de düzenlediği İktisat Kongresi ile başlamıştır. İktisat Kongresi’nin açılış konuşmasını yapan Mustafa Kemal Atatürk’ün ilk cümlesi “*Bir milletin doğrudan doğruya hayatıyla ilgili olan en önemli faktör, o milletin iktisadiyatıdır*” olmuştur (Çelebi, 2002: 18).

1930 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (1567 Sayılı TPKKK) çıkartılmıştır. Yasada öngörülen amaç, Türk parasının değerinin korunmasıdır. Bunun için de gerekli önlemleri alma yetkisi, Bakanlar Kurulu’na verilmiştir. Böylece 1930’larda başlayan bu uygulamalarla Türkiye’de kambiyo kontrolüne geçilmekte ve ülke bir anlamda mali piyasalar açısından dış dünyadan soyutlanmış olmaktadır. Özellikle 1962 yılında alınan 17 sayılı karar ile döviz ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar aşırı biçimde yoğunlaştırılmıştır (Seyidoğlu, 2003: 145).

Bankacılık alanında gerçekleşen en önemli gelişme 30 Haziran 1930 tarihinde 1715 sayılı yasayla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kurulması olmuştur. TCMB’nin kuruluşunda, 1929 ekonomik krizi öncesinde yaşanan dış ticaret güçlükleri ve Türk parasının hızla değer kaybı sorunları etkili olmuştur (Koçtürk ve Gölalan, 2010: 54).

1940-1950 döneminde de devletin öncülüğü devam etmiş ve karma ekonomi modeli uygulanmıştır. 1950-1960 döneminde ise ekonomik serbestleşmeye yönelme söz konusu olmuştur (Özmen, 2011: 43). Üzar (2014: 60)'a göre 1970'li yıllar, Türkiye'de henüz finansallaşmanın oluşmadığı, sanayileşme sürecine hız verilen yıllar olmuştur. 1963-1967 dönemini kapsayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, arkasından İkinci Kalkınma Planı (1968-1972), Üçüncü Kalkınma Planı (1973-1977) ve son olarak da Dördüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (1979-1983), sanayileşme sürecine yön verecek politikaların çerçevesini ve finansman kaynaklarını belirlemiştir.

Binay ve Kunter (1998: 5)'e göre, 1980 öncesinde Türkiye'de finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenmektedir:

“i. Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları negatifti.

ii. Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlamalar getirilmişti.

iii. Bireylerin, ellerinde döviz bulundurmaları yasaktı.

iv. Merkez bankası selektif kredi politikası yoluyla birçok sektöre sübvansiyon sağlamaktaydı.

v. Finansal piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buralardan elde edilen gelirler göreceli olarak daha fazla vergilendirilmekteydi.

vi. Aracılık hizmetlerinin maliyeti yüksekti.

vii. Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.

viii. Yabancı ve yerli bankaların sisteme katılmalarına önemli kısıtlamalar getirilmişti.

ix. Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları yüksekti.

x. Şirketlerin tahvil ihracı ve hisse senedi yoluyla finansman sağlaması para ve sermaye piyasalarının gelişmemiş olması dolayısıyla mümkün değildi”.

Türkiye ekonomisi için 1970-1979 arası yıllara ait bazı makroekonomik göstergeler Tablo 3'te yer almaktadır. Görüldüğü üzere 1970 yılında yüzde 5,8 olan büyüme oranı 1976 yılına kadar artış eğilimi sergilemiş, 1977 yılından itibaren büyüme hızında ciddi düşüş yaşanmış ve 1979 yılında yüzde -0,4 olmuştur. Bu

dönemde, petrol fiyatlarındaki artış, enflasyon oranlarının yükselmesine neden olmuştur. 1970 yılında yüzde 11,8 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, 1979 yılında yüzde 62'ye yükselmiştir. Enflasyon oranının yükselmeye başlaması ile 1970'li yıllarda reel faiz oranları negatif değer almaya başlamış ve 1970'te yüzde -0,7 olan reel faiz oranı 1979 yılında yüzde -31,7'ye kadar düşmüştür. Toplam kredilerin hasıladaki payı 1970 yılında yüzde 17,7 iken, 1979 yılında yüzde 15,5'e düşmüştür.

Sabit sermaye yatırımlarının hasılaya oranı 1970 yılında yüzde 21,8 iken 1977'de yüzde 27,2'ye yükselmiş, 1979'da ise yüzde 21,6'ya düşmüştür. Kamu sektörü yatırımlarının hasılaya oranı 1970 yılında yüzde 6,7 iken, 1979'da yüzde 7,9'a yükselmiştir. Özel sektör yatırımlarının hasılaya oranı ise 1970'te yüzde 14,9 iken, 1979'da yüzde 13,6 düzeyine gerilemiştir.

Tablo 3. 1970 -1979 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler

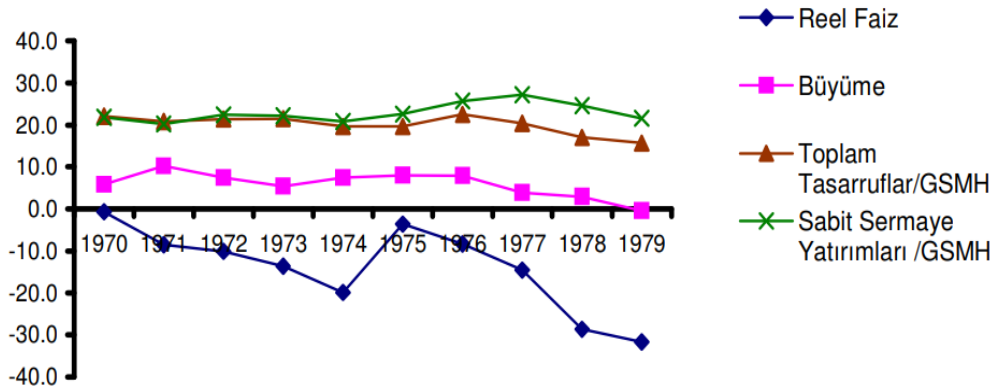
	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
REEL EKONOMİ										
GSMH (Bin YTL)	208	261	314	399	538	691	868	1,108	1,646	2,877
GSMH (Milyon USD)	18	17	22	29	39	48	55	62	68	77
Kişi Başına GSMH (USD)	539	476	592	734	980	1,184	1,312	1,467	1,567	1,877
Büyüme (% Artış)	5.8	10.2	7.4	5.4	7.4	8.0	7.9	3.9	2.9	-0.4
ENFLASYON (% Artış)										
TÜFE (Yıl Sonu)	11.8	21.8	15.3	15.8	15.4	19.0	16.4	22.5	53.3	62.0
FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİŞİM (% Artış)										
Mevduat Faiz	9.0	9.0	9.0	7.0	9.0	9.0	9.0	9.0	12.0	20.0
İnterbank Gecelik Faiz	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DİBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Reel Faiz	-0.7	-8.5	-10.1	-13.6	-19.9	-3.6	-8.3	-14.6	-28.6	-31.7
KAMU MALİYESİ (% Artış)										
KKBG/GSMH	-	-	-	-	-	4.8	6.8	8.1	3.2	7.2
İç Borç Stoku/GSMH	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	-	-	-	-	-	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
Faiz Dışı KKBG/GSMH	-	-	-	-	-	4.2	6.3	7.7	2.8	6.6
YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yabancı Portföy Yatırımları	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)										
M2/GSMH	21.3	21.7	22.6	22.6	21.1	21.2	20.9	22.0	19.9	18.3
M2Y/GSMH	21.3	21.7	22.6	22.6	21.1	21.2	20.9	22.0	19.9	18.3

Krediler/GSMH	17.7	16.7	18.4	19.4	18.7	20.9	22.0	21.5	18.0	15.5
BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)										
Krediler/Mevduat	142.2	121.8	117.5	120.9	133.6	144.4	165.0	162.9	152.7	136.8
TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)										
Toplam Tasarruflar/GSMH	22.1	20.8	21.4	21.5	19.6	19.6	22.5	20.4	17.0	15.7
TL Mevd./Toplam Mevd.	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
DTH/Toplam Mevduat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Topl.Tas. Artış Hızı	-	33.3	29.6	28.4	22.4	32.5	21.5	29.9	30.7	60.7
TOPLAM YATIRIM (% Artış)										
Sabit Sermaye Yatırımları/GSMH	21.8	20.2	22.4	22.2	20.8	22.6	25.7	27.2	24.6	21.6
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	6.7	6.1	6.4	6.3	6.5	8.0	8.9	10.0	8.4	7.9
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	14.9	13.8	15.9	15.8	14.3	14.6	16.8	17.1	16.2	13.6

Kaynak: Musullugil (2007: 121).

Şekil 4'te görüleceği üzere 1970-1979 yılları arasında reel faiz oranlarındaki düşüşle birlikte tasarruflar azalmış ve yatırımlar düşmüş bu ise büyüme hızında azalmaya neden olmuştur.

Şekil 4. 1970-1979 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler



Kaynak: Musullugil (2007: 122).

3.1.2. 1980-1989 Dönemi

Dönemin ilk yıllarında uygulamaya konan 24 Ocak Programı, bir yandan dış ödemeler sorunları nedeniyle tıkanan ekonominin önünün açılması için IMF tarafından tüm az gelişmiş ülkelere önerilen standart istikrar paketi özelliğini gösterirken, diğer yandan da yapısal uyum programı olarak bilinen, ulusal sınırlar içinde sermayenin

akışkanlığının önündeki engelleri kaldıran düzenlemeleri içermektedir (Boratav, 2008: 149).

24 Ocak istikrar tedbirleri ile aşağıdaki hedeflerin gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır (Şamiloğlu, 2002: 9-48):

- “*Mal darlıklarını gidermek, kuyrukları kaldırmak,*
- Enflasyonu aşağı çekmek,*
- İhracatı arttırmak, dış ticaret açığını azaltmak,*
- Büyüme hızını pozitif yapmak ve yükseltmek,*
- Piyasa ekonomisine işlerlik kazandırmak,*
- Para arzının kısılması ve serbest faize geçilmesi,*
- Türk lirasının yüksek oranda devalüe edilmesi,*
- Kamu harcamalarının kısılması, bütçe açığının kapatılması,*
- KİT'lere açıklarını kapatmaları için zam yapma yetkisinin verilmesi,*
- Sübvansiyonların asgariye indirilmesi ve fiyat kontrollerinin azaltılması,*
- Esnek kur, günlük döviz kuru uygulamasına geçilmesi,*
- Yabancı sermaye girişini hızlandıracak önlemlerin alınması,*
- İhracata dayalı sanayileşmeyi özendirirken, ihracata (vergi indirimi, ucuz kredi ve döviz kullanma kolaylıkları) sürekli destek verilmesi”.*

Hükümet 24 Ocak kararları ile belirlenen bu hedeflere ulaşmak amacıyla birtakım uygulamalar gerçekleştirmiştir. Bu doğrultuda, faiz oranları artırılmış, özel kesim sübvansiyonları, merkez bankası avansları ve emisyon hacmi aşağı çekmiştir. Bununla birlikte, Türk lirası yabancı paralar karşısında yüzde 48,6 oranında devalüe edilerek 1\$ = 47,80 TL'den, 1\$ = 71,40 TL'ye çıkarılmıştır. Aynı zamanda ihracat gelirleri vergi dışı tutulmuş, ihraç ürünlerine uygulanan vergiler iade edilmiş ve ihracat kredilerine uygulanan vergiler kaldırılmıştır (Karluk, 1997: 386-387).

24 Ocak Kararlarının en önemli iki ayağını dış ticarete ve finansal piyasalardaki serbestleşme politikaları oluşturmuştur. Finansal serbestleşme çerçevesinde yapılan reformların temel amacı, Türkiye ekonomisinin içine düştüğü kaynak-kullanım dengesini giderebilmek için yurt içinde bulunan mali kaynakların ihtiyaç duyulan kullanım alanlarına doğru harekete geçirilmesi ve bu yolla ekonomik büyümeye hız verilmesidir (Günçavdı ve Küçükçiftçi, 2002: 89).

1980'lerden sonra banka kuruluşlarının üzerindeki kısıtlamaların gevşetilmesiyle birlikte bu dönemde pek çok holding, banka sermayesini kendi sermayesi içine katma çabasına girince para ve sanayi sermayesinin bütünleşmesi yeni bir ivme kazanmıştır (Gültekin-Karakaş, 2009: 160). Yeldan'a göre, bu dönemde Türk finansal sisteminin gelişimini üç ana süreç oluşturmuştur: “(1) finansal serbestleşme çerçevesinde oluşturulan araçların büyük kısmının kamu kesimi açığının finanse edilmesi için yaratılan menkul kıymetlerin oluşturması; (2) TL'nin yabancı para birimleri ile ikamesinin doğurduğu tehdit; (3) spekülatif kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal finans piyasalarında ve reel ekonomide sebep olduğu istikrarsızlıktır” (Yeldan, 2012: 129-130).

Türkiye ekonomisinde finansallaşmanın birinci dönemini oluşturan 1980-89 arası yıllarda, ulusal sınırlar içinde sermayenin önündeki engelleri kaldıran iç finansal liberalizasyon süreci finansallaşmanın altyapısını oluşturma dönemi olarak adlandırılabilir. Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon süreci 1980'lerin ilk yıllarında sermaye piyasasının kurulmasıyla başlamıştır. Ardından 1980-1983 yıllarında patlak veren bankerler krizi nedeniyle tam liberalizasyon süreci ileriki yıllara kadar uzamıştır. Türkiye için 1981-1988 dönemi liberalizasyonun ilk aşamasını oluşturmuştur. Bu dönemde 1983 yılı sonunda çıkarılan 30 sayılı karar ile sermaye hareketleri tam olmasa da serbestleştirilmiştir. 1989 yılında dış sermaye girişlerinin serbestleştirilmesini öngören 32 sayılı karar ile liberalizasyonun ikinci aşaması gerçekleşmiştir. Bu karar ile sermaye hareketleri tamamen serbestleştirilmiştir.

1989 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı kararname ile ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmaları önündeki engel kaldırılmış ve finansal liberalizasyon amaçlarında da ifade edildiği gibi TL'nin konvertibilitesi, 1989 yılında ilan edilmiş ve daha esnek bir döviz kuru sistemine geçilmiştir (TCMB, 2002:16). Bu kararname ile tam liberalizasyona gidilerek Türkiye'deki yerleşiklerin bankalardan veya özel finans kurumlarından herhangi bir sınırlamaya maruz kalmaksızın döviz işlemleri yapma hakkı elde edilmiştir. Aynı zamanda yabancı yatırımcılara da devlet tarafından iç borçlanma kağıtları alma imkânı sağlanmış ve ayrıca bankalar ve özel finans kurumlarına da yurtdışından borçlanma imkânı verilmiştir. Sermaye piyasası üzerindeki engellerin kaldırılmasının yanı sıra en önemlisi de kısa vadeli sermaye (portföy yatırımları) üzerindeki yasal engellerin kaldırılması olmuştur (Tellalbaş, 2011: 102).

Mangır Türkiye’de liberalizasyon sürecini 1989 yılı sermaye hareketleri serbestleştirilmesi dönemine kadar aşağıdaki gibi özetlemiştir (Mangır, 2006: 463):

- 1980: Hisse senedi piyasası üzerindeki fiyat kontrolleri kaldırılmıştır.
- 1980: Faiz hadleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır.
- 1981: İthal ikameci dönem sona ermiştir.
- 1982: Sermaye piyasası kurulmuştur.
- 1984: Döviz kuru işlemlerine son verilmiştir.
- 1985: Banka kanunu yürürlüğe girmiştir.
- 1986: İnterbank para kurulu açılmıştır.
- 1987: Açık piyasa işlemleri başlamıştır.
- 1988: Efektif döviz piyasası kurulmuştur.
- 1989: Altın piyasası kurulmuştur.
- 1989: Sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır.

Türkiye ekonomisinde finansallaşmanın birinci dönemini oluşturan 1980-89 arası yıllara ait bazı makroekonomik göstergeler Tablo 4’te yer almaktadır. Buna göre, 1980-1989 döneminde Türkiye ekonomisine ait büyüme oranlarına baktığımızda 1980 yılında ekonomide yüzde -2,8 oranında bir daralma yaşanmış, 1987’de yüzde 9,8 olan büyüme oranı 1989’da yüzde 1,6 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde hasıla istikrarlı bir şekilde artmış; 1980 yılında 70 milyar dolar iken, 1989 yılında 109 milyar dolara yükselmiştir. Enflasyon oranı ise 1980 yılında aşırı yükselerek üç haneli rakama ulaşmıştır. 24 Ocak kararlarından sonra, enflasyon oranlarında düşüş olsa da 1983 yılından itibaren enflasyon yeniden yükselişe geçmiş ve yüksek enflasyon sorunu kronik bir hal almaya başlamıştır. 1980’de yüzde 101,4 olan enflasyon oranı dönem içerisinde dalgalı seyretmiş ve 1989’da yüzde 63,3 olmuştur. 1980 yılında yüzde 13,6 olan iç borç stoku/hasıla oranı yıllar içerisinde artış eğiliminde olmuş ve 1989 yılında yüzde 18,2 olmuştur. Kredilerin hasıla içerisindeki payı 1980 yıllarda yüzde 14,9 iken, 1989 yılında yüzde 15,9’a yükselmiştir.

32 sayılı kararlarla birlikte Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye hareketlerinde büyük bir artış yaşanmıştır. Dolaysız yatırım girişleri 1984 yılında 113 milyon dolar iken, 1989’da 663 milyon dolara çıkmıştır. Portföy yatırımları ise 1986 yılında 146 milyon dolar iken 1989 yılında 1,445 milyon dolara ulaşmıştır.

Sabit sermaye yatırımlarının hasılaya oranı 1980 yılında yüzde 21,8 iken 1989’da yüzde 22,5’e yükselmiştir. Kamu sektörü yatırımlarının hasılaya oranı 1980

yılında yüzde 8,7 iken, 1989’da yüzde 7,5’e düşmüştür. Özel sektör yatırımlarının hasılaya oranı ise 1980 yılında yüzde 13,1 iken, 1989’da yüzde 15,0 olmuştur. Özel sektör sermaye yatırımlarının kamu kesimi sermaye yatırımlarından daha fazla olmasının en önemli nedeni, bu dönemde özel sektörün yatırıma teşvik edilmesi ve özel sektörün getirilerinin yüksek yatırımlara yönelmesidir.

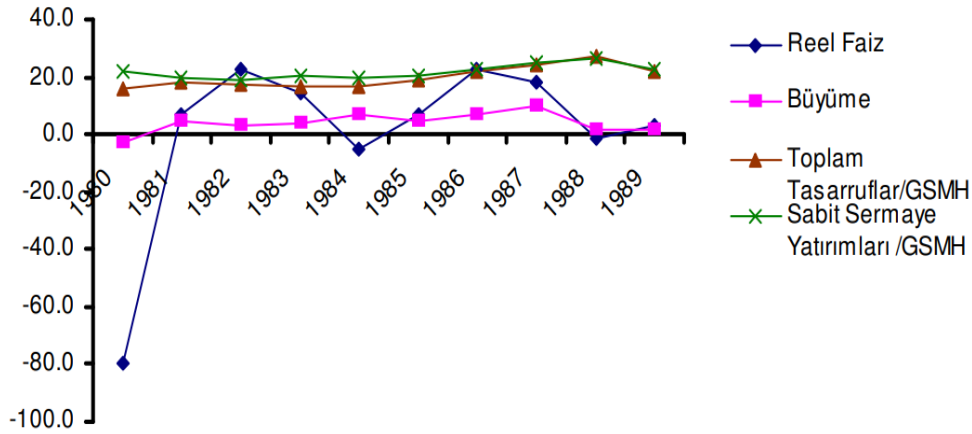
Tablo 4. 1980 -1989 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
REEL EKONOMİ										
GSMH (Milyon YTL)	5	8	11	14	22	35	51	75	129	230
GSMH (Milyar USD)	70	73	66	62	61	68	76	88	91	109
Kişi Başına GSMH (USD)	1,540	1,570	1,375	1,264	1,204	1,330	1,463	1,636	1,685	1,959
Büyüme (% Artış)	-2.8	4.8	3.1	4.2	7.1	4.3	6.8	9.8	1.5	1.6
ENFLASYON (% Artış)										
TÜFE (Yıl Sonu)	101.4	34.0	28.4	31.4	48.4	45.0	34.6	38.9	73.7	63.3
FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİM (% Artış)										
Mevduat Faiz	33.0	35.0	50.0	45.0	45.0	55.0	48.0	58.0	68.6	66.3
İnterbank Gecelik Faiz	-	-	-	-	-	-	39.1	42.4	46.8	26.9
DİBS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	59.8
Reel Faiz	-79.7	6.7	22.8	14.5	-4.9	6.8	22.7	17.8	-1.3	3.0
KAMU MALİYESİ (% Artış)										
KKBG/GSMH	8.8	4.0	3.5	4.9	5.4	3.6	3.7	6.1	4.8	5.3
İç Borç Stoku/GSMH	13.6	12.4	12.6	22.8	20.9	19.7	20.5	23.0	22.0	18.2
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	0.6	0.9	0.8	1.5	2.0	1.9	2.6	3.0	3.9	3.6
Faiz Dışı KKBG/GSMH	8.2	3.0	2.7	3.4	3.4	1.7	1.1	3.1	1.0	1.7
YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	-	-	-	-	113	99	125	115	354	663
Yabancı Portföy Yatırımları	-	-	-	-	-	-	146	307	1,184	1,445
FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)										
M2/GSMH	17.4	21.3	25.2	25.0	24.8	24.2	23.8	23.5	21.1	20.5
M2Y/GSMH	17.4	21.3	25.2	25.0	26.0	26.3	28.5	30.7	28.4	26.6
Krediler/GSMH	14.9	16.4	17.0	17.3	14.1	15.7	19.6	21.4	17.6	15.9
BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)										
Krediler/Mevduat	129.7	103.6	91.0	92.0	73.6	67.1	79.4	80.2	72.7	69.0
TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)										
Toplam Tasarruflar/GSMH	16.0	18.3	17.1	16.5	16.5	18.9	21.9	23.9	27.2	22.1
TL Mevd./Toplam Mevd.	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	87.2	82.6	75.4	72.9	75.7
DTH/Toplam Mevduat	-	-	-	-	-	12.8	17.4	24.6	27.1	24.3
Topl.Tas. Artış Hızı	72.4	102.5	56.2	30.8	61.6	85.5	51.1	56.0	60.9	65.5
TOPLAM YATIRIM (% Artış)										
Sabit Sermaye Yatırımları/GSMH	21.8	19.8	19.2	20.1	19.3	20.1	22.8	24.6	26.1	22.5
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	8.7	9.0	8.2	8.7	8.0	9.2	10.2	10.0	8.9	7.5
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	13.1	10.8	11.0	11.4	11.3	11.0	12.6	14.7	17.3	15.0

Kaynak: Musullugil (2007: 133-134).

Şekil 5'te görüleceği üzere 1980-1989 yılları arasında yüksek enflasyon ve reel faiz oranlarındaki dalgalanmalar, tasarruf ve yatırımların yetersiz olması büyüme hızının belirgin bir şekilde düşmesi ile sonuçlanmıştır.

Şekil 5. 1980-1989 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler



Kaynak: Musullugil (2007:134).

3.1.3. 1990-2001 Dönemi

Finansallaşmanın ikinci dönemi oluşturan 1990-2001 yılları, sermaye açısından son derece önemli bir süreci oluşturmaktadır. Nitekim 1989 Ağustos'unda hükümetçe alınan 32 sayılı kararla Türkiye'deki sermayenin, uluslararası finans sermayesine eklenmesinin önündeki engeller kaldırılmıştır. 1990'larda Türkiye ekonomisi, düşük kur-yüksek faiz politikalarıyla sermaye akımlarını teşvik etmek suretiyle kamu kesimindeki açıklarını finanse etmeye çalışmıştır. Sözü edilen politika, büyük ölçüde bankacılık sektörü üzerinden yürütülmüştür (Aklan, 2002: 45)

1990 yılında Körfez Savaşı'nın çıkması ve 1991'de genel seçimlerin yapılması kamu kesimi açıklarının hızla artmasına neden olmuş, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)'nin hasılaya oranı artmıştır. Bu olumsuz gelişmeleri ortadan kaldırmak ve ekonomiyi tekrar istikrarlı bir yapıya kavuşturmak amacıyla 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Kararları alınarak yürürlüğe konulmuştur (Karluk, 2009: 422). Alınan kararlarla belirlenen hedefler; enflasyonu düşürme, TL'nin değerini artırma, ihracatı artırarak sürdürülebilir bir yapı sağlamaktır. Bu hedeflere gidilecek yolda da kamu kesimi açıklarının düşürülmesi ve çeşitli yapısal düzenlemeler olacaktır. Ayrıca

bu istikrar programının temelinde kamunun bazı ekonomi kuruluşlarının özelleşmesi de yer almaktadır (Turan, 2011: 63).

Türkiye ekonomisinde finansallaşmanın ikinci dönemine ait bazı makroekonomik göstergeler Tablo 5’te yer almaktadır. 1990’lı yıllarda Türkiye ilk ciddi krizle 1994 yılında karşı karşıya kalmıştır. 1990 yılında yüzde 9,4 oranında büyüyen Türkiye ekonomisinde 1994 yılına gelindiğinde, krizin de etkisiyle yüzde 6,1 oranında bir daralma yaşanmıştır. Krizden sonra büyüme tekrar sağlansa da 1999 yılına gelindiğinde ekonomi tekrar yüzde -6,1 oranında küçülmüştür. Hasıla ise 1994’te bir azalma olsa da genel olarak artış eğiliminde olmuştur; 1990 yılında 152 milyar dolar iken, 1999 yılında 188 milyar dolara yükselmiştir. Enflasyon oranı 1990 yılında yüzde 60,3 iken 1994 yılında krizin de etkisi ile üç haneli rakamları görmüş ve yüzde 106,3’e yükselmiş, 1999 yılında ise yüzde 64,9 olmuştur. 1990 yılında yüzde 14,4 olan iç borç stoku/hasıla oranı yıllar içerisinde artış eğiliminde olmuş ve 1999 yılında yüzde 29,3 olmuştur. Kredilerin hasıla içerisindeki payı 1990 yıllarda yüzde 16,4 iken, 1999 yılında yüzde 20,6’ya yükselmiştir.

Yabancı sermaye girişleri açısından doğrudan yatırım girişi 1990 yılında 684 milyon dolar iken, 1999’da 783 milyon dolara çıkmıştır. Portföy yatırımlarında ise ciddi bir artış yaşanmıştır. 1990 yılında 681 milyon dolar olan portföy yatırımları 1994 yılında 703 milyon dolar, 1999 yılında ise 4,188 milyon dolara ulaşmıştır. Sabit sermaye yatırımlarının hasılaya oranı 1990 yılında yüzde 22,6 iken, 1999’da yüzde 22,1 olarak gerçekleşmiştir. Kamu sektörü yatırımlarının hasılaya oranı 1990 yılında yüzde 7,0 iken, 1999’da yüzde 6,6’ya düşmüştür. Özel sektör yatırımlarının hasılaya oranı ise 1990 yılında yüzde 15,7 iken, 1999’da yüzde 15,5 olmuştur.

Tablo 5. 1990-1999 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler

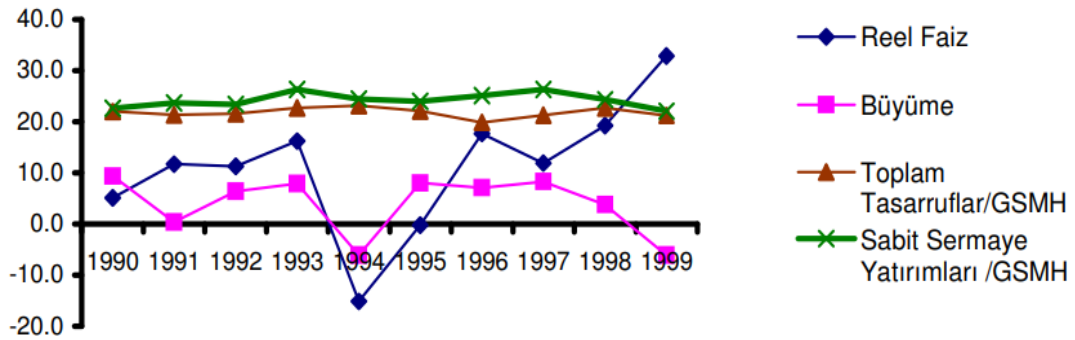
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
REEL EKONOMİ										
GSMH (Milyon YTL)	397	634	1,104	1,997	3,888	7,855	14,978	29,393	53,518	78,283
GSMH (Milyar USD)	152	152	161	182	131	172	185	194	206	188
Kişi Başına GSMH (USD)	2,682	2,621	2,708	3,004	2,184	2,759	2,928	3,079	3,255	2,879
Büyüme (% Artış)	9.4	0.4	6.4	7.9	-6.1	8.0	7.1	8.3	3.8	-6.1
ENFLASYON (% Artış)										
TÜFE (Yıl Sonu)	60.3	65.9	70.1	66.1	106.3	88.0	80.4	85.7	84.7	64.9
FAİZ ORANLARINDAKİ DEĞİM (% Artış)										
Mevduat Faiz	57.3	66.0	73.6	74.4	102.6	91.6	92.8	93.0	93.3	85.5
İnterbank Gecelik Faiz	62.7	59.9	67.8	69.9	92.1	106.3	74.3	77.9	79.0	69.9
DİBS	54.0	80.5	87.7	87.6	164.4	121.9	135.2	127.2	122.5	109.5

Reel Faiz	5.1	11.7	11.2	16.2	-15.1	-0.2	17.7	11.9	19.3	32.8
KAMU MALİYESİ (% Artış)										
KKBG/GSMH	7.4	10.2	10.6	12.0	7.9	5.0	8.6	7.7	9.4	15.5
İç Borç Stoku/GSMH	14.4	15.4	17.6	17.9	20.6	17.3	21.0	21.4	21.7	29.3
Konsolide bütçe faiz ödemeleri/GSMH	5.1	6.1	6.1	8.2	10.8	9.5	11.5	8.9	12.6	15.3
Faiz Dışı KKBG/GSMH	2.3	4.0	4.4	2.0	-4.6	-4.5	-2.9	-1.2	-3.3	0.2
YABANCI SERMAYE GİRİŞLERİ (Milyon USD)										
Dolaysız Yatırımlar Giriş	684	810	844	636	608	885	722	805	940	783
Yabancı Portföy Yatırımları	681	714	3,165	4,480	1,123	703	1,950	2,344	5,089	4,188
FİNANSAL DERİNLİK (% Artış)										
M2/GSMH	18.0	18.5	17.3	14.1	16.2	16.0	2.0	19.2	21.3	28.1
M2Y/GSMH	23.5	26.5	26.6	23.7	30.7	30.7	35.9	36.3	37.8	51.3
Krediler/GSMH	16.4	16.0	16.8	17.1	14.8	17.1	20.7	24.5	20.7	20.6
BANK. SEKT. ARACILIK FONK. (% Artış)										
Krediler/Mevduat	80.2	71.5	73.2	84.0	55.2	62.4	60.0	69.1	59.1	42.2
TOPLAM TASARRUFLAR (% Artış)										
Toplam Tasarruflar/GSMH	22.0	21.4	21.6	22.7	23.1	22.1	19.9	21.3	22.7	21.2
TL Mevd./Toplam Mevd.	75.1	67.6	62.5	56.8	49.9	49.1	51.6	49.6	55.4	54.1
DTH/Toplam Mevduat	24.9	32.4	37.5	43.2	50.1	50.9	48.4	50.4	44.6	45.9
Topl. Tas. Artış Hızı	50.9	79.4	75.4	60.3	155.5	101.7	138.5	100.7	80.8	103.6
TOPLAM YATIRIM (% Artış)										
Sabit Sermaye Yatırımları /GSMH	22.6	23.7	23.4	26.3	24.5	24.0	25.1	26.3	24.3	22.1
Kamu Sektörü Yatırımları/GSMH	7.0	7.5	7.4	7.2	4.9	4.2	5.1	6.1	6.3	6.6
Özel Sektör Yatırımları/GSMH	15.7	16.2	16.0	19.1	19.6	19.8	20.0	20.2	18.1	15.5

Kaynak: Musullugil (2007: 142-143).

Şekil 6’da görüleceği üzere, 1990’lı yıllarda yaşanan krizler, yüksek enflasyon, reel faiz oranındaki ciddi artış, tasarruf ve yatırımların yetersiz olması büyüme hızının 1994 ve 1999 yıllarında negatif değerler alması, yani ekonominin küçülmesiyle sonuçlanmıştır.

Şekil 6. 1990-1999 Yılları Arasında Büyüme, Reel Faiz, Toplam Tasarruf ve Sabit Sermaye Yatırımlarındaki Gelişmeler



Kaynak: Musullugil (2007: 143).

3.1.4. 2001-2009 Dönemi

2000'lerde Türkiye ekonomisinde enflasyona dayalı yeni bir program geliştirildi. Politikaların, performans kriterleri ve stratejik hedefler ile planlı yapısal reformlarla desteklendiği program üç ana başlık üzerine kuruluyor gibi görünmektedir: (i) kamu sektörü reformu; (ii) döviz kurunun nominal oranına dayalı bir parasal program, (iii) sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım için yapısal dönüşümler (Yeldan, 2004: 161). Bu kapsamda Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ana stratejisi üç başlık altında toplanabilir:

- 1) *Finansal piyasalardaki istikrarsızlığı azaltacak önlemler,*
- 2) *Para ve döviz piyasasında istikrar sağlayacak önlemler,*
- 3) *Makroekonomik dengelerin kurulmasına yönelik önlemler.*

Bu temel ilkeler çerçevesinde programın hedefleri (Erdönmez, 2003: 38) şu şekildedir:

1. *Dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadelenin kararlı bir biçimde sürdürülmesi,*
2. *Bankacılık sektörünün, kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı şekilde yeniden yapılandırılması ve böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı ilişkiler kurulması,*
3. *Kamu finansman dengesinin bir daha bozulmayacak şekilde güçlendirilmesi,*
4. *Enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikasının sürdürülmesi,*
5. *Bütün bunların etkin, esnek ve şeffaf bir yapıda gerçekleştirilmesini sağlayacak yapısal unsurların yasal altyapısının oluşturulmasıdır.*

Ekonomide planlı programa geçilmesiyle beraber Türkiye bu programdan olumlu sonuçlar almaya başlamıştır. 2001 krizinin yarattığı olumsuz etkilere karşılık, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programıyla yaşanan olumsuz olaylar bir nebze olsun toparlanmaya başlamıştır. Programdan sonra hasılda yüzde 7,8, sanayi üretiminde ise yüzde 8,7 düzeyinde artış meydana gelmiştir. İhracat önceki dönemlere baktığımızda yüzde 14,1 oranında artmış ve 35,8 milyar dolar olmuştur (Kol ve Karaçor, 2012: 391).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri Türkiye'de finans sektörü üzerinde derin hasarlar bırakmış; özellikle bankacılık sektöründe köklü bir değişimi beraberinde

getirmiştir. Bu dönemde çok sayıda banka Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiş, kapanmış ya da birleşme yolu ile tasfiye olmuştur (Oğuz ve Canan, 2016).

Krizleri takiben ekonomi yönetiminde koordinasyonun artırılması, kamu bankalarının sistem üzerindeki etkinliğinin azaltılması, finansal kurumların güçlendirilmesi gibi amaçlarla 2000'li yılların başında birçok yasal düzenleme hayat geçirilmiştir. Bu düzenlemelerle birlikte BDDK'nin yetkileri artırılmış, kredi tanımlaması değiştirilmiş, bankaların öz kaynak yapısına yönelik yeni kurallar getirilmiş, denetimde uluslararası standartlara uyumlaştırmalar yapılmıştır (BDDK, 2009: 7). 2000 yılında toplam 79 olan banka sayısı krizlerin etkisiyle 2005'te 51'e kadar gerilemiş; sonrasında ise önemli bir değişim göstermemiştir (TBB, 2016: 6).

Bu dönemdeki bir diğer önemli düzenleme TCMB kanununun değiştirilmesi ve bağımsızlığın sağlanmasıdır. Böylece fiyat istikrarını sağlamak temel görev olarak belirlenmiş, kamu bankalarına kaynak aktarma zorunluluğu kaldırılmıştır (BDDK, 2009: 26). Finansal piyasalardaki gelişmeler arasında 2003'te Bireysel Emeklilik Sisteminin, 2005 yılında İzmir'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyete geçmesi gösterilebilir. 2001 yılında kurulan Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., 2005 yılında yapısal bir düzenlemeden geçmiştir. Nisan 2013'te faaliyet iznini alan Borsa İstanbul ile sermaye piyasalarında yeni bir dönem başlamıştır. Böylece İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın, İstanbul Altın Borsası'nın ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nın hukuki varlıkları sona ermiş, Borsa İstanbul bünyesinde birer alt piyasa olacak şekilde toplanmışlardır (Oğuz ve Canan, 2016).

Türkiye, 2002-2008 yılları arasında küresel yüksek likidite ve büyümeden faydalanmıştır. 2002 sonrasında ABD'de para politikasında genişlemeci şekilde devlet tahvillerinin FED tarafından satın alınması suretiyle küresel piyasalara güçlü bir likidite sağlanmış ve bütün dünyada Çin'in desteği ile 2008'e kadar yılda yüzde 5'lik bir gelir artışı söz konusu olmuştur. Makro göstergelerdeki olumlu seyre karşın, cari işlemler açığı dönem boyunca artmaya devam etmiştir. Artan küresel para arzına ek olarak IMF programı gereği yüksek reel faiz verilmesi neticesinde TL dolar karşısında sürekli olarak değerlenmiştir. Dış borçlar ve sıcak para hareketlerindeki artış, doğrudan sermaye yatırımlarındaki artış, özelleştirmelerin de etkisi ile ihracatın ithalat bağımlılığının artması, kurlardaki TL lehine olan trend neticesinde dış kaynak bağımlılığı bu dönem boyunca artmış, cari açık özel sektörün bankalar kanalıyla yurtdışından borçlanması ile finanse edilir hale gelerek, ülke ekonomisi ve bankacılık

sektörü döviz kuru şoklarına karşı yeniden kırılgan hale gelmiştir. 2008'e kadar Türkiye, IMF politikalarının etkisiyle enflasyon ve kamu borcu konularında başarılı olmuş, ancak hızlı özelleştirmeler sonucunda imalat sanayii zarar görmüş ve ülkenin ithalata bağımlılığı artmıştır. Sonuç olarak, Türkiye IMF programları ile sağladığı düşük enflasyonun bedelini imalat sanayi ile ödemiş ve 1930'lu yıllarda yapılan sanayi ve tarım yatırımlarına darbe vurulmuştur. Özellikle bankaların yurtdışı borçlanması ile sağladığı büyük fonlar ile dış ticaret açığı körüklenmiş ve açık borçlanma ile finanse edilmiştir. Artan dış açıkların etkisi ile 2010 yılından sonra yeniden kırılganlık arz etmiştir (Kazgan, 2013: 312-343).

Tablo 6'da 2000–2009 yılları arasındaki ekonomik göstergeler yer almaktadır. Buna göre, 2008 yılında küresel finans krizine önlemler kapsamında gelirleri azaltan ve harcamaları artıran tedbirlerin uygulanması sonucunda bütçe dengesi olumsuz etkilenmiş, 2008 yılında bütçe açığının hasıla içindeki payı yüzde 1,8 seviyesine gelmiştir. Kriz yılı olan 2009 yılında bütçe açığının hasıla içindeki payı yüzde 5,3'e yükselmiştir.

2000 yılında yüzde 39 olan enflasyon oranı krizin de etkisiyle 2001 yılında yüzde 68,5'e yükselmiş ve bu dönemden sonra düşüş eğilimine girmiş ancak 2008 krizinin etkisiyle yüzde 10,4'e yükselmiştir. 2000 yılının başında yüzde 6,6 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, kriz dönemlerinde 2001'de yüzde -6,0 ve 2009'da yüzde -4,7 oranında küçülmüştür.

İthalat ve ihracatta ise hep artış olmuş; 2000 yılında 27.775 milyon dolar olan ihracat 2009 yılında 102.143 milyon dolara ulaşmıştır. 2000 yılında 54.503 olan ithalat ise 2009 yılında 140.929 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

Bu dönemde iç ve dış borçlarda ciddi artış olmuş; 2000 yılında 58.395 milyon dolar olan iç borç 2009 yılına gelindiğinde 219.170 milyon dolara yükselmiş. Dış borç ise 2000 yılında 43.636 milyon dolar iken 2009'da 74.054 milyon dolara ulaşmıştır. Bu yıllar arasında ithalatın ihracattan fazla olmasından dolayı dış ticaret dengesi hep açık vermiş; 2000 yılında -26.728 milyon dolar, 2009'da ise -38.786 milyon dolar olmuştur.

Tablo 6. 2000-2009 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Büyüme										
GSYH (Cari Fiy. 2009 bazlı) (Milyon TL)	170,667	245,429	359,359	468,015	577,023	673,703	789,228	880,461	994,783	999,192
GSYH (2009 Bazlı) (%)	6.6	-6.0	6.4	5.6	9.6	9.0	7.1	5.0	0.8	-4.7
Fiyat (Yüzde Değişme)										
GSYH Deflatörü (2009 bazlı)				23.3	12.4	7.1	9.4	6.2	12.0	5.4
Yİ-ÜFE Yıllık Ortalama	51.4	61.6	50.1	25.6	11.1	5.9	9.3	6.3	12.7	1.2
Yİ-ÜFE Yıl Sonu	32.7	88.6	30.8	13.9	13.8	2.7	11.6	5.9	8.1	5.9
TÜFE Yıllık Ortalama	54.9	54.4	45.0	25.3	10.6	8.2	9.6	8.8	10.4	6.3
TÜFE YIL SONU	39.0	68.5	29.7	18.4	9.4	7.7	9.7	8.4	10.1	6.5
Ödemeler Dengesi (Milyon \$)										
İhracat (FOB) (Bavul Ticareti Hariç)	27,775	31,334	36,059	47,253	63,167	73,476	85,535	107,272	132,028	102,143
İthalat (CİF)	54,503	41,399	51,554	69,340	97,540	116,774	139,576	170,063	201,964	140,929
Dış Ticaret Dengesi	-26,728	-10,065	-15,495	-22,087	-34,373	-43,298	-54,041	-62,791	-69,936	-38,786
Cari İşlemler Dengesi	-9,920	3,760	-626	-7,554	-14,198	-20,980	-31,168	-36,949	-39,425	-11,358
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-3.7	1.9	-0.3	-2.4	-3.5	-4.2	-5.7	-5.5	-5.1	-1.8
Merkezi Yönetim Bütçesi (Milyon TL)										
Bütçe Açığı	13,115	28,556	40,184	40,208	29,128	6,903	4,643	13,708	17,432	52,761
Faiz Dışı Denge	7,309	12,482	11,544	18,319	27,363	38,777	41,320	35,045	33,229	440
Bütçe Açığı / GSYH (%)	7.7	11.6	11.2	8.6	5.0	1.0	0.6	1.6	1.8	5.3
Faiz Dışı Denge / GSYH (%)	4.3	5.1	3.2	3.9	4.7	5.8	5.2	4.0	3.3	0.0
Merkezi Yönetim İç ve Dış Borç Stokları										
İç Borçlar (milyon TL)	36,421	122,157	149,870	194,387	224,483	244,782	251,470	255,310	274,827	330,005
İç Borçlar (milyon \$)	58,395	99,720	99,526	167,262	167,262	182,428	178,906	219,207	181,728	219,170
Dış Borçlar (milyon TL)	27,347	56,022	93,242	88,847	92,489	87,157	94,032	78,552	106,002	112,044
Dış Borçlar (milyon \$)	43,636	45,513	61,623	68,583	64,714	64,643	66,576	67,120	69,757	74,054
İç Borçlar / GSYH (%)	21.3	49.8	41.7	41.5	38.9	36.3	31.9	29.0	27.6	33.0
Dış Borçlar / GSYH (%)	16.0	22.8	25.9	19.0	16.0	12.9	11.9	8.9	10.7	11.2

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, TCMB.

3.1.5. 2010-2019 Dönemi

Küresel krizin ardından toparlanmaya başlayan Türkiye ekonomisi 2010 yılından itibaren özel sektör önderliğinde ve iç talepten kaynaklanan bir büyüme sürecine girmiştir. 2012 yılında ekonomide “yeniden dengelenme” politikası uygulanmaya başlanmış ve küresel talebin hâlâ düşük seviyede seyretmesinin etkisiyle ekonomi yüzde 2,2 büyümüştür. 2013 yılının ilk yarısında özel sektör yatırımları zayıf seyrini sürdürmekteyken dış talebin büyümeye katkısı ise azalıp negatif olmuştur. Özel tüketim, bu dönemde yeniden büyümenin itici gücü haline gelmiştir. 2014 yılında yurt içi siyasi risklerin yanı sıra Suriye, Irak, Rusya ve Ukrayna’daki gerginlikler nedeniyle jeopolitik açıdan riskli bir görünüm oluşmuştur. Avrupa Birliği bölgesindeki durgunluğa iç talepte yaşanan durgunluğun eşlik etmesi ve petrol fiyatlarındaki düşüşler sonucunda cari işlemler açığının 46,5 milyar dolara gerilemesi söz konusu olmuştur. 2015 yılı, terör eylemlerinin şiddetini artırdığı ve Suriye’de süregelen savaş nedeniyle bölgesel açıdan riskli bir konumda olan Türkiye, Rusya ile Suriye yüzünden siyasi gerilimler yaşamış ve haliyle bu gelişmeler ekonomide beklentiler üzerinde negatif yönde etki etmiştir.

2017 yılında iç talebi artırmaya yönelik olarak alınan tedbirler büyüme üzerinde oldukça etkili olmuştur ve ekonomi yüzde 7,4 oranında büyümüştür. 2018 yılına hızlı başlayan Türkiye ekonomisi ilk çeyrekte yüzde 7,3 büyüdü. Ancak küresel sermayenin gelişmekte olan ülkelerden çıkış göstermesi ve Türkiye’ye özel bazı siyasi belirsizlikler ekonomiyi ciddi bir finansal şok ile karşı karşıya bırakmıştır (TÜSİAD, 2019: 9).

2018 yılına damgasını vuran en önemli gelişme, Türkiye ekonomisinde 2009’dan beri yaşanan ekonomik kriz olmuştur. Ağustos ayında yaşanan kur şoku ve onu izleyen ekonomik daralma, büyük bir işsizlik, yüzde 50 kur artışı ve yüzde 25’e yaklaşan yüksek enflasyon yaratmıştır. Ekonominin yeniden dengeye nasıl oturacağı, enflasyonun nasıl düşürüleceği ve yeniden ve hızlı bir şekilde büyümeye dönüleceği en büyük tartışma konularıdır. Reel kesimin finansmana erişimi oldukça kısıtlanmış, faizler artmıştı. Daha yeni yapılmış bir genel seçimi takiben 2019’un ilk çeyreğinde bir de yerel seçim olması siyasi belirsizliği artırıyordu. Dış politikada ise Orta Doğu’daki karmaşanın yanında Amerika’nın Türkiye’ye karşı ekonomik yaptırım tehditleri, S400 savunma sistemlerinin teslim tarihi yaklaştıkça artıyordu. 2018’de kur şoku yaşandığında özel sektör önemli bir dış borç ve açık döviz pozisyonu taşıyordu.

Kredi mevduat oranı yüzde 120'ye TL cinsinden ise yüzde 150'ye çıkmıştı. Yabancı para cinsinden borcunu çevirmek için TL gelire dayanan firmalar için zorluk başlamıştı. Diğer firmalar da bankalardan yükselen faizler nedeniyle finansman sağlamakta zorlanıyordu. Bu ortamda hem reel sektör hem de bankalar yüklü miktarda borç geri ödemesi yaptılar. Ekonomide dengelenme dediğimiz hareket piyasa yoluyla yapılmaya bu vesileyle başladı. Şirket kesimi borç geri ödemek için yatırımları ve işletme sermayelerini küçülttüler. Öz sermaye-dış kaynak oranlarını düzeltmeye çalıştılar. Bu da doğal olarak üretimin düşmesi ve istihdamın azalmasına yol açtı (TÜSİAD, 2020:10).

2018 yılı küresel finansal piyasalarda yüksek dalgalanmaların yaşandığı bir dönem olmuştur. İkinci çeyreğinde Amerikan Merkez Bankası'nın planlanandan daha hızlı faiz artırabileceği beklentisi ile ticari gerilimlere yönelik artan endişeler küresel risk iştahını zayıflatmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin risk primlerini artıran bu gelişmeler, Türkiye'de finansal piyasaları, yüksek enflasyon, cari işlemler açığı ve dış finansman ihtiyacı gibi kırılganlıklar nedeniyle daha fazla etkilemiştir. Öte yandan son dönemde ABD ile ilişkiler yurt içi finansal piyasaları olumsuz yönde etkileyen bir diğer önemli faktör olmuştur.

2019 yılı başında kamu bankaları devreye girerek reel sektöre önemli ölçüde kredi vermeye başladı. Avantajlı faiz oranlarıyla 5 ay gibi kısa bir sürede piyasaya yaklaşık 178 milyar TL kredi kullanıldı. Bunun 116 milyar TL'si kamu bankalarından, 62 milyar TL'si ise özel bankalardan sağlandı. Aynı dönemde Bankalar Birliği nezdinde başlatılan bir girişim ile büyük ve çok paydaşlı kredilerin yapılandırılması için bir çerçeve antlaşma hazırlandı. Bu anlaşmanın da uygulamaya girilmesiyle bankalarda yeniden yapılandırmalar hız kazandı (TÜSİAD, 2020: 10).

Türkiye ekonomisinde 2010-2019 dönemine ait bazı makroekonomik göstergeler Tablo 7'de yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere 2010 yılında yüzde 8,5 oranında büyüyen Türkiye ekonomisinde 2018 Ağustos ayında yaşanan kur şokunun etkisiyle büyüme hızı düşmüş ve 2019 yılında yüzde 0,9 olmuştur. 2010 yılında yüzde 6,4 olan enflasyon oranı ise 2018'de yüzde 20,3'e yükselmiş, 2019'da yüzde 11,8 olmuştur. 2010 yılında 113.883 milyon dolar olan ihracat 2019 yılında 180.839 milyon dolara ulaşmıştır. 2010 yılında 185.544 olan ithalat ise 2019 yılında 210.343 milyon dolara ulaşmıştır. Dış ticaret dengesi bu yıllarda hep açık vermiş; 2010 yılında -56,325 milyon dolar, 2019'da ise -16,642 milyon dolar olmuştur.

Tablo 7. 2010-2019 Yıllarına Ait Bazı Makroekonomik Göstergeler

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Reel Kesim										
GSYH (Yıllık Reel Yüzde Değişim)	8.5	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.5	2.8	0.9
GSYH (Milyon \$)	772,367	831,691	871,123	950,355	934,857	861,879	862,746	852,618	789,043	753,693
Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi										
Cari İşlemler Dengesi (Milyon \$)	-44,620	-74,402	-47,960	-55,858	-38,848	-27,314	-26,849	-40,584	-20,745	8,691
Cari İşlemler Dengesi / GSYH	-5.8	-8.9	-5.5	-5.9	-4.2	-3.2	-3.1	-4.8	-2.6	1.2
Dış Ticaret Dengesi (Milyon \$)	-56,325	-89,160	-65,367	-81,885	-66,572	-49,009	-39,923	-58,575	-40,767	-16,642
İhracat (FOB, Milyon \$)	113,883	134,906	152,462	161,481	166,506	150,981	149,246	164,495	177,169	180,839
İthalat (CIF, Milyon \$)	185,544	240,839	236,544	260,823	251,141	213,619	202,189	238,715	231,152	210,343
Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) Net (Milyon \$)	-7,617	-13,812	-9,638	-9,927	-6,287	-14,167	-10,791	-8,398	-9,374	-5,507
Portföy Yatırımları Net (Milyon \$)	-16,083	-22,204	-41,029	-24,020	-20,216	15,349	-6,412	-24,063	3,115	1,246
Diğer Yatırımlar Net (Milyon \$)	-34,240	-28,303	-19,992	-40,762	-15,426	-10,562	-5,341	-6,169	5,733	-1,506
Kamu Maliyesi										
Merkezi Yönetim Toplam Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar TL)	474.1	519.1	532.9	586.2	612.5	678.2	760.0	876.5	1067.1	1328.8
GSYH'ye Oran	40.9	37.2	33.9	32.4	30.0	29.0	29.1	28.2	28.7	31.0
Merkezi Yönetim İç Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar TL)	352.8	368.8	386.5	403.0	414.6	440.1	468.6	535.4	586.1	755.1
GSYH'ye Oran	30.4	26.4	24.6	22.3	20.3	18.8	18.0	17.2	15.7	17.6
Merkezi Yönetim Dış Borç Stoku (Dönem Sonu, Milyar TL)	120.7	150.3	146.4	183.2	197.9	238.1	291.3	341.0	481.0	573.8
GSYH'ye Oran	10.4	10.8	9.3	10.1	9.7	10.2	11.2	11.0	12.9	13.4
Mali Piyasalar										
M2 (Yıllık Yüzde Değişim)	19.0	13.2	12.5	21.5	11.9	17.4	17.6	15.5	19.4	26.6
M3 (Yıllık Yüzde Değişim)	18.3	13.7	13.1	20.1	11.8	16.5	17.2	15.5	18.6	29.5
Faiz Oranları (Yüzde)										
TCMB Gecelik Borç Alma Faiz Oranları	1.50	5.00	5.00	3.50	7.50	7.25	7.25	7.25	22.50	10.50
TCMB Gecelik Borç Verme Faiz Oranları	9.00	12.50	9.00	7.75	11.25	10.75	8.50	8.50	25.50	13.50

TCMB 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranları	6.50	5.75	5.50	4.50	8.25	7.50	8.00	8.00	24.00	12.00
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Maliyeti	-	9.04	5.55	7.10	8.51	8.81	8.31	12.75	24.06	11.43
Merkez Bankası Döviz Rezervleri (Dönem Sonu, Milyon \$)	80,696	78,330	100,320	112,003	106,315	92,923	92,051	84,111	71,980	81,240
Fiyatlar										
TÜFE (2003=100, Dönem Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	6.40	10.45	6.16	7.40	8.17	8.81	8.53	11.92	20.30	11.84
Yİ-ÜFE (2003=100, Dönem Sonu, Yıllık Yüzde Değişim)	8.87	13.33	2.45	6.97	6.36	5.71	9.94	15.47	33.64	7.36

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, TCMB.

3.2. FİNANS SEKTÖRÜNÜN GÖRÜNÜMÜ

Bir ekonomide finans sektörü; bankacılık, sermaye piyasaları, finansal kiralama, faktöring, finansman şirketleri, varlık yönetim şirketleri, ödeme sistemleri, sigortacılık ve bireysel emekliliği içeren birçok alt sektörü ve kurumu kapsar.

Türkiye’de finansal sistem içinde bankacılık sektörünün ağırlığı oldukça yüksektir. Tablo 8’e göre 2019 sonu itibarıyla bankacılık sektörü finansal sistemin yüzde 81’ini oluşturmaktadır. Bu ise sermaye piyasalarının tam olarak gelişmediğini ve halkın tasarruflarının bankalarda toplandığını ve Türkiye’nin finansallaşmasının daha çok bankacılık faaliyetleri üzerinden gerçekleştiğini göstermektedir.

Tablo 8. Türkiye’de Finansal Kuruluşların Aktif Büyüklüğü (Aralık 2019, milyar TL)

Sektör	Tutar	Toplam İçindeki Pay (%)
Bankalar	4.491	81
Portföy yönetim şirketleri	268	5
Sigorta şirketleri	232	4
İşsizlik sigortası fonu	200	4
Emeklilik yatırım fonları	122	2
Gayrimenkul yatırım ortaklıkları	81	1
Finansal kiralama şirketleri	58	1
Faktöring şirketleri	37	1
Finansman şirketleri	26	0
Aracı kurumlar	28	1
Reasürans şirketleri	5	0
Girişim sermayesi*	2	0
Menkul kıymet yatırım ortaklıkları	0,6	0
Toplam	5,529	100

Kaynak: (TBB, 2019).

Türk finans sektöründe 1989 yılında finansal piyasaların serbestleştirilmesiyle yerli bankalar ve finans kurumlarının yanı sıra yabancı bankalar ve finans kurumları faaliyette bulunmaya başlamıştır. Tablo 9’da görüldüğü üzere 1980 yılında 12’si kamusal sermayeli, 24’ü özel sermayeli, 4’ü yabancı sermayeli olmak üzere toplam 40 mevduat, 3 kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplamda 43 banka mevcuttu. 1990 yılına gelindiğinde ise toplam banka sayısı 66’ya yükselmiştir.

Tablo 9. Türk Bankacılık Sektörü Banka Sayıları (1980-2019)

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014	2019
Mevduat Bankaları	40	47	56	55	61	34	32	34	34
Kamusal Sermayeli	12	12	8	5	4	3	3	3	3
Özel Sermayeli	24	20	25	32	28	17	11	11	9
TMSF’ye Devredilen Bankalar	-	-	-	-	11	1	1	1	1
Yabancı Sermayeli	4	15	23	18	18	13	17	19	21
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	3	3	10	13	18	13	13	13	13
Katılım Bankaları	-	-	-	-	-	4	4	4	6
Toplam	43	50	66	68	79	51	49	51	53

Kaynak: TBB, BDDK verilerinden derlenmiştir.

2019 yılı sonunda Türk bankacılık sektöründe; 3’ü kamusal sermayeli, 9’u özel sermayeli, 21’i yabancı sermayeli olmak üzere toplam 34 mevduat, 13 kalkınma ve yatırım, 6 katılım bankası olmak üzere toplamda 53 banka yer almaktadır.

Tablo 10’da 2008 krizinden sonra bankacılık sektöründe şube ve personel sayılarında yaşanan gelişmeler yer almaktadır. Buna göre, krizden sonra Türkiye’de bankalar şube ve personel sayılarını artırmaya devam etmişlerdir. Şube sayısındaki genişleme 2013 yılına kadar devam etmiş olup, sonrasında 2 yıl kadar yatay seyretmiş ve 2016 yılından itibaren ise düşmeye başlamıştır. Personel sayısı da aynı şekilde 2015 sonuna kadar düzenli olarak artmış, 2016 ile azalmaya başlamıştır. 2019 yılı sonu itibariyle bankacılık sektöründe 11.378 banka şubesi mevcuttur ve bu sektörde 205.000 personel istihdam etmektedir.

Tablo 10. Türkiye’de Banka Şube ve Personel Sayıları (2010-2019)

Yıllar	Şube Sayısı*	Personel Sayısı
2008	9001	171 598
2009	9236	172 402
2010	9.465	178504
2011	9.833	181 418
2012	10.234	186 098
2013	11.023	197 465
2014	12.210	217 000
2015	12.269	218 000
2016	11.740	211 000
2017	11.582	208 000
2018	11.576	208 000
2019	11.378	205 000

*K.K.T.C ve yabancı ülkelerdeki şubeler dahil

Kaynak: TBB, BDDK verilerinden derlenmiştir.

Son zamanlarda şube ve personel sayısındaki azalmanın nedeni teknolojinin gelişmesiyle birlikte internet ve mobil bankacılığın yaygınlaşmasıdır. Nitekim Tablo 11’e göre Aralık 2019 itibariyle dijital bankacılık işlemlerini kullanan aktif müşteri sayısı 51 milyon kişiye ulaşmıştır. Müşterilerin yüzde 96’sı bireysel, yüzde 4’ü kurumsaldır. 2019 yılında internet bankacılığı işlem hacmi yüzde 18 artarak 6,4 trilyon TL olurken, mobil bankacılık işlem hacmi yüzde 31 artış ile 4,7 trilyon TL olmuştur (TBB, 2019).

Tablo 11. Dijital Bankacılık Seçilmiş Göstergeler

	2017	2018	2019
Aktif müşteri sayısı (bin kişi)	34.990	44.182	51.014
İşlem Hacmi (Milyar TL)			
İnternet Bankacılığı	4.630	5.570	6.420
Mobil Bankacılık	2.126	3.543	4.658

Kaynak: TBB raporlarından derlenmiştir.

Tablo 12’de yer alan Bankalararası Kart Merkezi’nin (BKM) verilerine göre, 2019 yılında POS sayısı 1.599.481, ATM sayısı ise 53.024 olmuştur. Toplam kredi kartı 69.825.826 toplam banka kartı ise 166.211.057 olmuştur. POS ve banka kartı rakamlarındaki artış, 2008 yılında yapılan yasal düzenleme ile çalışanların maaşlarının banka kanalı ile ödenme zorunluluğunun getirilmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 12. 2011-2019 Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Kartlı Ödeme Sistemine İlişkin Veriler

Dönem	POS Sayısı	ATM Sayısı	Kart Sayısı	
			Toplam Kredi Kartı	Toplam Banka Kartı
2011	1.976.843	32.462	51.360.809	81.879.926
2012	2.134.444	36.334	54.342.148	91.263.042
2013	2.293.695	42.011	56.835.221	100.164.954
2014	2.191.382	45.576	57.005.902	105.513.424
2015	2.158.328	48.277	58.215.318	112.383.854
2016	1.746.220	48.421	58.795.476	117.011.685
2017	1.656.999	49.847	62.453.610	131.593.443
2018	1.586.747	51.941	66.304.603	146.375.337
2019	1.599.481	53.024	69.825.826	166.211.057

Kaynak: BKM raporlarından derlenmiştir.

Tablo 13’te Türk bankacılık sektöründe yoğunlaşma oranları yer almaktadır. Buna göre 2019 yılı itibariyle, ilk beş bankanın aktiflerinin sektör payı yüzde 56 düzeyindedir. Mevduat hacmine göre ilk beş bankanın toplamdaki payı değişmezken, krediler içindeki payları 2 puan artmıştır. İlk on bankanın toplam aktifler içindeki payları yüzde 86 seviyesindedir. Bu bankaların toplam mevduat içindeki payı yüzde 88 olurken; krediler içindeki payları ise yüzde 87 seviyesine gelmiştir.

Tablo 13. 2002-2019 Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Yoğunlaşma (%)

	2002	2005	2007	2010	2015	2016	2017	2018	2019**
İlk beş banka*									
Aktif	58	63	62	63	58	57	56	56	56
Mevduat	61	66	64	66	60	60	60	61	61
Kredi	55	56	57	57	56	56	55	56	58
İlk on banka*									
Aktif	81	85	85	87	85	85	85	86	86
Mevduat	86	89	89	91	89	90	91	88	88
Kredi	74	80	83	86	84	84	84	86	87

* Toplam aktiflere göre, ** Eylül 2019

Kaynak: TBB raporlarından derlenmiştir.

Aşağıda yer alan Tablo 14’te izleneceği gibi, zaman içerisinde Türk bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünde sürekli artış gözlemlenebilmektedir. Türk bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü 2010 döneminde 1.007 milyar TL iken 2019 yılında 4.491 milyar TL olmuştur.

Tablo 14. Türk Bankacılık Sektörünün Seçilmiş Bilanço Kalemleri (2010-2019 milyar TL)

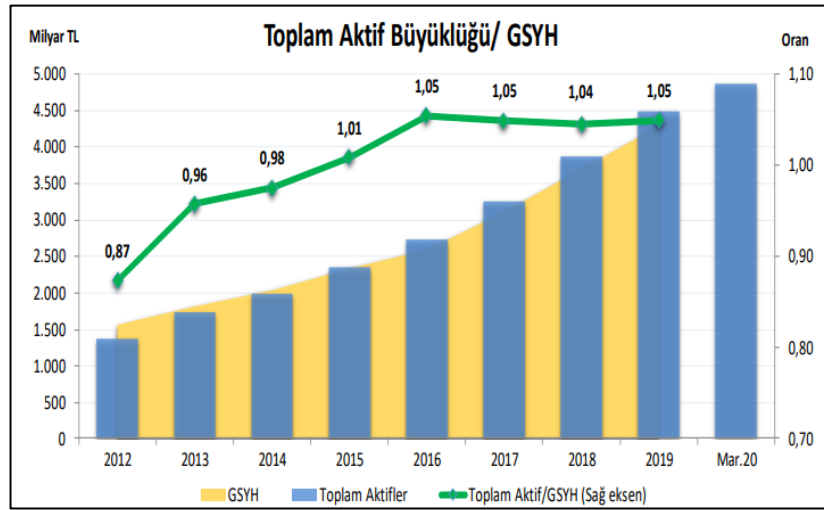
Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Varlıklar										
Nakit ve Nakit Benzeri Kalemler*	107	116	104	125	124	151	222	262	295	450
Zorunlu Karşılıklar	-	50	99	155	172	206	184	227	261	193
Krediler	525	682	794	1.047	1.241	1.485	1.734	2098	2.353	2.656
Takipteki Alacaklar (Brüt)	19	19	23	29	36	48	58	64	74	151
Menkul Değerler	287	285	269	286	302	330	352	402	432	661
Diğer Aktifler	69	65	81	90	119	186	238	270	331	530
Toplam Aktifler	1.007	1.217	1.370	1.732	1.994	2.357	2.731	3.258	3.672	4.491
Yükümlülükler										
Mevduat	617	695	771	945	1053	1.245	1.454	1.711	1.899	2.567
Bankalara Borçlar	104	183	196	294	293	361	418	475	581	533
Repo İşlemleri	57	96	79	119	137	157	138	99	210	154
İhraç Edilen Menkul Kıymetler	3	18	37	60	89	98	116	145	176	194
Özkaynaklar	134	144	181	193	232	262	300	359	395	492
Diğer Yükümlülükler	92	81	76	121	190	234	305	468	411	552
Toplam Yükümlülükler	1.007	1.217	1.370	1.732	1.994	2.357	2.731	3.258	3.672	4.491

* Nakit, Merkez Bankası, Para Piyasası ve Bankalardan alacaklar kalemlerinin toplamından oluşmaktadır.

Kaynak: BDDK raporlarından derlenmiştir.

Şekil 7’de ise bankacılık sektörünün aktif büyüklüğünün hasılaya oranı gösterilmektedir. Buna göre, 2019 yılı itibarıyla sektörün aktif büyüklüğünün hasılaya oranı 1,05 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 7. Türk Bankacılık Sektörü Aktif Büyüklüğünün GSYH'ye Oranı



Kaynak: BDDK

Finansallaşmanın yaygınlaşması ile krediler ve kredi kartları günlük yaşamın birer parçası haline gelmişlerdir. Türkiye’de de kredi ve kredi kartı kullanımını sürekli olarak artış eğilimindedir. Tablo 15’te bankacılık sektöründe 2010-2019 döneminde türlerine göre kredilerin gelişimi yer almaktadır. Aralık 2019 döneminde ticari ve kurumsal krediler 1.457 milyar TL, KOBİ kredileri 615 milyar TL ve tüketici kredileri ve kredi kartları 585 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 15. 2010-2019 Türk Bankacılık Sektöründe Krediler (Milyar TL)

Yıllar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ticari ve Kurumsal Krediler	228	296	329	444	551	711	894	1.097	1.278	1.457
KOBİ Kredileri	125	163	200	271	333	389	421	513	612	615
Mikro İşletmeler	43	55	54	71	88	99	110	134	174	178
Küçük İşletmeler	32	43	63	86	111	133	140	166	195	191
Orta ve Büyük İşletmeler	51	65	83	115	133	157	171	213	244	246
Tüketici Kredileri ve Kredi Kartları, Bireysel Krediler	173	224	266	332	356	385	420	489	505	584
Konut	61	75	86	111	126	144	164	192	188	199
İhtiyaç	63	86	100	129	149	156	167	199	205	260
Taşıt	6	7	8	9	7	6	7	7	7	7
Bireysel Kredi Kartları	44	55	72	84	74	79	82	91	105	118

Kaynak: BDDK, 2017, 2018, 2019 yılları raporlarından derlenmiştir.

Tablo 16’da Türkiye’de sermaye piyasasına ilişkin özet veriler yer almaktadır. Buna göre, 2015 yılında 1.276 milyar TL olan menkul kıymet sayısı 2019 yılında milyar TL’ye ulaşmıştır.

Tablo 16. Türkiye Sermaye Piyasası Özet Verileri (2015- 2019)

Göstergeler	2015	2016	2017	2018	2019
Finansal Varlıklar (Milyon TL)	2.045.323	2.327.230	2.800.196	3.180.996	4.188.134
Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon TL)	554.884	614.069	873.246	794.823	1.108.773
Menkul Kıymet Sayısı	1.276	1.485	2.007	1.956	2.388
Piyasa İşlem Hacimleri (Birikimli, Milyar TL)	12.448	14.291	8.3642	9.499	21.299
Kaldıraçlı İşlemler (Birikimli, Milyar TL)	17.005	21.850	8.578	9.705	7.732
Birincil Halka Arzlar (Birikimli, Milyon TL)	79.737	90.491	130.709	184.540	210.585
Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	108.170	129.635	168.706	170.330	286.412
BIST-100 Endeksi	71.727	78.139	115.333	91.270	114.425
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	4.129	4.038	5.802	7.974	8.554
Yatırımcı Sayısı					
- Pay Senedi	1.059.313	1.040.794	1.090.903	1.178.919	1.203.438
-Yatırım Fonu	2.917.780	2.918.622	3.004.035	2.873.442	2.996.871
- Özel Sektör Borçlanma Aracı	136.756	97.476	82.487	78.333	66.451
- Varant + Sertifika	2.898	2.571	4.842	5.191	5.664
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet + Varlık Teminatlı Menkul Kıymet	1.579	481	5.024	11.008	7.283
Emeklilik Yatırım Fonları	6.039.300	6.625.759	6.922.615	6.875.886	6.871.132
Pay Senedi Portföy Değerleri (Milyon TL)	226.320	246.832	354.874	315.342	476.180
Özel Sektör Borçlanma Araçları Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	46.807	49.352	66.934	71.530	92.554
DİBS Portföy Büyüklüğü (Milyon TL)	464.626	496.956	574.212	633.497	873.390

Kaynak: TSPB. Sermaye Piyasası Özet Verileri (2011-2019), <https://www.tspb.org.tr/tr/veriler/>

Tablo 17’de görüldüğü üzere, kamu sektörünün menkul kıymet stokları içerisindeki payı özel sektöre oranla daha fazladır. 2019 yılı itibariyle kamu sektörü menkul kıymet stoku 755.051,8 TL iken özel sektör menkul kıymet stoku 206.930,5 TL olmuştur. Tablodan da görüleceği üzere, sermaye piyasasında 2010-2019 döneminde kamu hâkimiyeti devam etmiştir.

Tablo 17. Türk Sermaye Piyasasında Menkul Kıymet Stokları 2010-2019 yılları (Milyon TL)

Yıllar	Özel Sektör	Kamu Kesimi	Toplam
2010	83,707.2	352,841.14	436,548.3
2011	103,898.2	368,778.43	472,676.6
2012	126,406.4	386,541.68	512,948.1
2013	142,702.3	403,006.95	545,709.2
2014	153,020.2	414,648.5	567,668.8
2015	154,567.5	440,124.0	594,691.5
2016	164,359.3	468,644.3	633,003.6
2017	183,152.8	535,447.6	718,600.4
2018	188,881.1	586,141.9	775,023.0
2019	206,930.5	755,051.8	961,982.3

Kaynak: SPK, 2017, 2018, 2019 raporlarından derlenmiştir.

Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi olarak 2003 yılında hayata geçirilen ve 2017 itibariyle katılımın otomatik hale geldiği model, emeklilik sistemini yapısal bir değişimle finansallaştırmış, emeklilik birikimlerini kişisel yatırıma dönüştürmüş ve emekliliğe sermaye piyasalarına ve ekonomik büyümeye katkıda bulunmak gibi finansal roller yüklemiştir (Oran, 2017: 49).

Tablo 18’deki Emeklilik Gözetim Merkezi verilerine göre, özellikle 2013 yılında uygulama konulan devlet katkısı teşvik sistemi ile BES katılımlarında ciddi bir artış olduğu gözlemlenmektedir. Nitekim BES katılımcı sayısı 2004 yılında 334.557 kişi iken 2013 yılında 4.153.055 kişiye 2019 yılı itibariyle ise 6.871.132 kişiye ulaşmıştır. BES katılımcı sayısına bağlı olarak fon tutarlarında da hızlı bir artış trendi görülmektedir. 2004 yılında 296.133.224 TL olan fon tutarı 2019 yılında 101.883.905.352 TL’ye yükselmiştir.

Tablo 18. BES Temel Göstergeleri (2004-2019)

Yıl	Katılımcı Sayısı	Emeklilik Yatırım Fonları Toplam Büyüklüğü (TL)	Devlet Katkısı Fonları Toplam Büyüklüğü (TL)	Emeklilik Şirketi Adedi
2004	334.557	296.133.224	-	10
2005	714.146	1.227.661.174	-	11
2006	1.073.650	2.821.487.474	-	11
2007	1.457.704	4.570.924.599	-	11
2008	1.745.354	6.372.756.623	-	12
2009	1.987.940	9.097.436.467	-	13
2010	2.281.478	12.011.986.651	-	13
2011	2.641.843	14.329.771.986	-	15
2012	3.128.130	20.346.290.278	-	17
2013	4.153.055	25.145.718.418	1.152.000.000	18
2014	5.092.871	34.793.077.808	3.019.076.239	19
2015	6.038.432	42.979.056.589	5.020.000.071	19
2016	6.627.025	53.409.391.715	7.438.179.620	18
2017	6.924.945	67.677.308.661	10.141.315.793	18
2018	6.875.886	76.560.300.000	11.319.000.000	18
2019	6.871.132	101.883.905.352	17.262.199.771	18

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi verilerinden derlenmiştir.

4. BÖLÜM

FİNANSALLAŞMA VE FİYAT İSTİKRARININ

EKONOMETRİK ANALİZİ

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye’de finansallaşma göstergesi olarak seçilen sermaye piyasası kapitalizasyonu, banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatların fiyat istikrarı göstergesi olarak alınan TÜFE’ye etkisi analiz edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişki ARDL eşbütünleşme yöntemi ile analiz edilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak konu ile ilgili literatür özeti verildikten sonra, ekonometrik yöntem ve veri seti tanıtarak analizden elde edilen ampirik bulgular değerlendirilmektedir.

4.1. Literatür

Finansallaşma ve fiyat istikrarı ilişkisinin ele alındığı bu bölümde, öncelikle ilgili literatür özetine yer verilmektedir. Literatürde farklı ülke ve dönemler için gerçekleştirilen birtakım analizler söz konusudur. Bunlardan Afşar ve Meçik (2013), G8 ülkeleri için 1990-2008 dönemine ilişkin verilerden hareketle finansallaşmanın ekonomide istihdam ve hâsıla üzerindeki etkilerini ortaya koymuştur. Finansallaşmanın G8 ülkelerinde finansal sektörün yarattığı katma değer ve finansallaşma göstergeleri boyutunda ekonomi üzerinde hâsıla ve istihdam yönünde büyük ölçüde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Bulgular genel olarak, finansallaşmanın ve sektörel bağlamda ilişkili bazı makroekonomik göstergelerin gayrisafi yurtiçi hâsılayı artırıcı etkiye yol açtığını ortaya koymuştur. Ayrıca banka kârlılığı dışındaki tüm açıklayıcı değişkenlerin ekonomide toplam istihdamı ve kişi başına düşen milli geliri olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Meçik ve Afşar (2014) ise dinamik panel veri modeli ile 1990-2009 dönemi kapsamında 22 OECD ülkesi için finansallaşmanın istihdamı artırdığını tespit etmiştir.

Tunalı ve Özdemir (2017), 1990-2011 arası, Türkiye ekonomisinin finansallaşma sürecinin, GSYH içinde emek payı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sıradan En Küçük Kareler yöntemi ile yapılan analize göre finansallaşma verisi olarak kullanılan “Hisse Senedi Devir Hızı Rasyosu” ile “Emek Payı” verisi arasında negatif

bir ilişkinin varlığı söz konusudur. Assa (2012) 1970-2008 dönemi için yıllık verileri kullanarak OECD ülkelerinde finansallaşmanın gelir eşitsizliğini, istihdamı ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini panel veri yöntemini kullanarak ispatlamıştır.

Akkemik ve Özen (2013) Borsa İstanbul'da finans dışı işlem gören 41 şirketin finansallaşma davranışlarını araştırmıştır. Bu firmaların finansallaşmasına katkı sağlayan aktörler olarak Türkiye'de piyasa sisteminin devlet ağırlıklı olması ve ekonomik belirsizlikler şeklinde sıralanmıştır. Akkemik ve Özen (2014) ise 1990-2002 yılları aralığında Türkiye'deki finansal olmayan firmaların finansallaşmasında makroekonomik ve kurumsal belirleyicilerin etkisini GMM ile analiz etmiştir. Analize göre, makroekonomik faktörlerin firmaların finansallaşma davranışlarını etkilediğini, fakat Türkiye'de devlet örgütlü iş sisteminin (devletle yakın bağların olması, firmaların mülkiyet yapısı, yönetsel gücün takdir yetkisi ve sendikalaşma gibi) kurumsal özelliklerinin ise finansallaşma üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Demir (2009), gelişmekte olan ülkelerde reel sektörün finansallaşmasını analiz etmektedir. Türkiye, Arjantin ve Meksika gibi gelişen ülkelere için gerçekleştirilen panel veri analizinde finansal serbestleşmenin reel sektörde uzun dönemli yatırımları teşvik edip etmediği araştırılmıştır. Yine Dünhaupt (2016) 13 OECD ülkesinde 1986-2007 yılları arasında finansallaşmanın emek piyasasındaki rolünü analiz etmektedir. Buna göre, işçinin milli gelirden azalan payının işçilerin pazarlık gücü, hissedar değeri yönelimindeki artış, kısa vadeli yönetim anlayışı, ekonomik küreselleşme ve liberalleşme kanallardan etkilendiği sonucu elde edilmiştir.

Van Treeck (2008) faiz ve temettü ödemelerinin ABD'de finansal olmayan yatırımlar üzerindeki etkisini ARDL modelini kullanarak analiz etmiş ve finansallaşmanın her iki değişkeni olumsuz etkilediği bulgusuna ulaşmıştır. Kaplan vd. (2006) 1990-2004 yılları arasında Türkiye'deki finansal olmayan işletmelerin finansal varlıkları elde tutma yöntemlerini ve belirleyicilerinin neler olduğunu analiz etmiştir. Bulgular, finansal varlıkların sadece likidite şoklarına karşı finansal bir tampon olarak değil, aynı zamanda makroekonomik belirsizlikler altında yüksek geri dönüş oranları nedeniyle reel yatırımların yerini alan spekülasyon portföy seçimi olarak görüldüğüne yönelik tartışmayı destekleyici doğrultuda olmuştur.

Devey ve Lin (2013), Amerika'daki en büyük 500 finansal olmayan işletmede finansallaşmayı incelemiştir. Buna göre, finansal olmayan işlerde finansal bağlılığın artması, hissedar faaliyeti ve kurumsal kontrol için pazarın büyümesi, yönetim yönelimlerini uzun vadeli hedeflerden kısa vadeli kârlılık hedeflerine kaydırmıştır. Denk ve Courneade (2015) OECD ülkelerinde finansallaşma ve gelir dağılımı ilişkisini panel veri analizi ile araştırmıştır. Finansallaşma göstergesi olarak finans sektörün katma değeri, kredi genişlemesi ve hisse senetlerinin piyasa kapitalizasyonları kullanılırken, gelir eşitsizliğinin ölçüsü olarak Gini katsayısından yararlanılmıştır. Bulgulara göre, hem kredi genişlemesinin hem de hisse senetlerinin piyasa değerindeki artış, Gini katsayısını yükselterek gelir dağılımının bozulmasına neden olmaktadır. Ayrıca finansal genişlemenin birçok düşük ve orta gelirli hanehalkını olumsuz etkilediği gözlemlenmiştir.

Crotty (2003) 1950-2000 yılları arasında ABD'deki finansal olmayan firmalardaki durumu inceler. Bu bağlamda, neoliberal küreselleşmenin, büyük finansal olmayan işletmelerin başarılı uzun vadeli performansları ve onların bağlı olduğu ekonomiler için gerekli olan üretim ve finansal piyasaların her ikisinde de koşullara zarar verdiği sonucuna varmıştır. Alvarez (2015) ise 2004-2013 yılları kapsamında panel veri analizi ile Fransız şirketlerinin finansallaşması ile finansal olmayan sektördeki fonksiyonel gelir dağılımı arasındaki ilişki kapsamında ücret üzerinde finansal gelirin etkisini analiz etmiştir. Bağımlı değişken olarak ücretlerin toplam şirket varlıklarına oranı kullanılırken, bağımsız değişken olarak teknolojik değişim, küreselleşme, pazarlık gücü, sermaye verimliliği, piyasanın rekabet gücü, kârlılık, finansal kısıtlar ve finansallaşmayı temsilen finansal kârlılık değişkenleri kullanılmıştır. Temel hipotez paralelinde; finansal kârlılığın, ücretlerin toplam varlıklara oranını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Orhangazi (2008) ABD'deki finansal olmayan firmalar üzerinden yaptığı analizde finansallaşmanın finansal olmayan firmaların sermaye birikimine etkisini araştırmıştır. Analizde firmaların yatırımlarıyla; kâr oranları, finansal kârları, finansal ödemeleri ve borçları arasındaki uzun dönem ilişki test edilmiştir. Analiz sonucunda yatırımlarla kâr oranları arasında pozitif, finansal ödemelerle negatif ve istatistiksel olarak beklendiği gibi anlamlı bir ilişki tespit etmiştir. Finansal kârlarla yatırımlar arasında negatif ilişki bulmuştur.

Tellalbaşı ve Kaya (2013), Orhangazi (2008)'den yola çıkarak finansallaşma ve sermaye birikimi arasındaki ilişkiyi 2005-2010 yılları arasında Türkiye'de Borsa İstanbul Sınai Endeksinde işlem gören 132 şirket üzerinden GMM analizi ile araştırır. Çalışma firmaların artan şekilde finansal faaliyetlerle kâr elde etmelerinin sabit sermaye yatırımları için gereken mevcut fonları olumsuz yönde etkilediğini ve finansallaşmanın reel sektörde sabit sermaye yatırımı eğilimini azaltarak, sermaye birikimi üzerinde olumsuz etkide bulunduğunu öne sürer.

Üzar (2019) 1980-2015 yılları arasında OECD ülkeleri için işsizlik oranları ve finansallaşma arasındaki ilişkiyi Dumitrescu-Hurlin nedensellik testi kullanarak analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre, işsizlik oranları ve finansallaşma arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Tang ve Xiong (2012), finansallaşmanın emtia piyasalarında fiyatların birbiriyle giderek daha fazla ilişkili hale gelmesine yol açtığı bulgusuna ulaşmıştır. Bu doğrultuda finansallaşmanın bir emtianın tek başına fiyatının, sadece onun arz ve talebi dışındaki, finansal varlıkların toplam risk iştahı ve emtia indekslerine göre çeşitlilik gösteren yatırım davranışları gibi birtakım faktörlerce belirlenmekte olduğu görülmektedir.

Kus (2012), gelişmiş ülkelerde finansallaşma ve gelir eşitsizliği arasındaki ilişkiyi panel veri analizi kullanarak inceler. 1995-2007 yılları arasında 20 OECD ülkesini kapsayan analiz, finansallaşmayı temsilen borsaların toplam değerinin GSYH'ye oranı, vergi öncesi banka kârlılığının GSYH'ye oranı, bankaların menkul kıymetleştirilen varlıkları ve bu üç değişkenin bir ortalaması olarak finansallaşma endeksi, gelir eşitsizliği göstergesi olarak ise Gini katsayısını içerir. Finansallaşma göstergelerinin gelir eşitsizliği ile pozitif ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

4.2. Model ve Veri Seti

Çalışmada 2003 birinci çeyrek ve 2019 dördüncü çeyrek dönemine ait çeyreklik veriler kullanılarak, Türkiye'de finansallaşma göstergeleri ile fiyat endeksi arasındaki ilişki ARDL sınır testi yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Değişkenler teorik bilgiler ve literatürden hareketle belirlenmiştir. Bu doğrultuda, analizde 2003-2019 yıllarına ait fiyat endeksi (TÜFE), sermaye piyasası kapitalizasyonu (SPK), banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (MKD), doğrudan yabancı yatırımlar

(DYY), portföy yatırımları (PY), krediler (KR) ve mevduatlar (MV) değişkenleri kullanılmıştır.

Analizde yer alan değişkenlere ilişkin açıklamalar ise şu şekildedir:

Sermaye piyasası kapitalizasyonu (SPK): Hisse senedi piyasasının gelişimini temsilen kullanılmaktadır. Bağımlı değişken TÜFE'nin bağımsız değişken sermaye kapitalizasyonunu negatif etkilemesi beklenmektedir.

Banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (MKD): Kişilerin yatırım amacıyla aldıkları, ortaklık ve alacaklılık sağlayan, belirli bir tutarda olup kısa veya uzun vadede gelir getiren kıymetli evraklar. Enflasyon, menkul değer yatırımlarından beklenen getirileri ve menkul değerlerin değerini etkilemektedir. Bu sebeple, enflasyon, menkul değer yatırımlarının reel karlılık düzeyini belirleyen önemli faktörlerdendir (Korkmaz, 2013: 24). TÜFE ile banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (MKD) arasında yatırım yapılan menkul değerlerin farklılık göstermesi açısından negatif veya pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Doğrudan yabancı yatırımlar (DYY): Yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımlardır. Bu yatırımlar girdiği ekonomilerin enflasyon oranına karşı oldukça duyarlıdır. Dolayısıyla fiyat istikrarının olmadığı, yüksek enflasyonun mevcut olduğu ülkelerde yapılacak doğrudan yabancı yatırımlardan beklenen net reel getiri azalacaktır. Bu nedenden ötürü, TÜFE ile doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) arasında negatif ilişki beklenmektedir.

Portföy yatırımları (PY): Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle devlet ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi ve diğer para piyasası araçlarını içermektedir. Fiyat istikrarının olmadığı, yüksek enflasyonun mevcut olduğu ekonomilerde piyasa mekanizmasının sağlıklı bir şekilde çalışması mümkün olmamaktadır. Bu ise yatırımcıların bu ekonomilere yatırım yapmamlarına neden olmaktadır. Bundan dolayı TÜFE'deki artışın portföy yatırımlarını negatif etkilemesi beklenmektedir.

Krediler (KR): Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladığı nakit kredilerdir. Enflasyondaki artış faizlerin yükselmesine ve bundan dolayı ekonomik birimlerin daha az kredi kullanmalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla enflasyonun kredileri negatif yönde etkilediğini söylemek mümkündür.

Mevduatlar (MV): Yurtdışında yerleşik kişilerin TCMB ve bankalar nezdindeki mevduatlarıdır. Enflasyon artışının faiz oranlarını artırması dolayısıyla bankaların mevduat sahiplerine daha fazla faiz ödemesi yapması, bankalardaki mevduatların artmasına neden olacaktır. Bundan ötürü, TÜFE'nin mevduatları pozitif etkilemesi beklenmektedir.

Veriler Dünya Bankası World Development Indicators (WDI), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den temin edilmiştir. Ekonometrik testler EViews 10 paket programı kullanılarak yapılmıştır. Analizde kullanılan değişkenlere ait açıklamalar Tablo 19'da yer almaktadır.

Tablo 19. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Kısaltmaları

Kısaltma	Değişken	Kaynak
Bağımlı Değişken		
LTUFE	Tüketici Fiyat Endeksi (2003=100)	TCMB-EVDS
Bağımsız Değişkenler		
LSPK	Sermaye Piyasası Kapitalizasyonu	WB WDI Dünya Bankası
LMKD	Banka Varlıklarında Yer Alan Menkul Değerler Toplamı	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu BDDK
LDYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar	TCMB-EVDS
LPY	Portföy Yatırımları	TCMB-EVDS
LKR	Krediler	TCMB-EVDS
LMV	Mevduatlar	TCMB-EVDS

* Değişkenlerin önündeki "L" logaritması alınmış formu ifade etmektedir.

Analizde tüm değişkenler dolar cinsinden ifade edilmektedir ve tüm değişkenler doğal logaritması alınarak kullanılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar (DYI), portföy yatırımları (PY), krediler (KR) ve mevduatlar (MV) değişkenlerinin bazı yıllarda negatif değerlere sahip olmasından dolayı, bu serilerin logaritmik düzeyde değerlendirilebilmesi için Busse & Hefeker (2007) ve Dökmen & Aysu (2010)'da kullanılan dönüştürme işleminden yararlanılmıştır ve dönüşüm yapıldıktan sonra serinin doğal logaritması alınmıştır. Dönüştürme işlemi için kullanılan denklem aşağıdaki gibidir:

$$y = \ln (x + \sqrt{(x^2 + 1)})$$

Analizde kullanılan model ise aşağıdaki gibidir:

$$LTUFE_t = \beta_0 + \beta_1 LSPK_t + \beta_2 LMKD_t + \beta_3 LDYY_t + \beta_4 LPY_t + \beta_5 LKR_t + \beta_6 LMV_t + u_t \quad (1)$$

Modelde fiyat endeksi (TÜFE) bağımlı, sermaye piyasası kapitalizasyonu (SPK), banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (MKD), doğrudan yabancı yatırımlar (DYY), portföy yatırımları (PY), krediler (KR) ve mevduatlar (MV) bağımsız değişkenler olarak yer almıştır.

4.3. YÖNTEM

Finansallaşma ve fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin araştırıldığı bu çalışmada değişkenler arasındaki ilişki zaman serisi analizleri yardımıyla araştırılmıştır. Zaman serisi analizlerinde en önemli koşullardan birisi serilerin durağan olmasıdır. Durağan olmayan verilerle tahmin edilen bir model, sahte regresyona neden olabilmektedir (Gujarati, 2004: 713-726). Bir zaman serisinin durağan olup olmadığı, birim köke sahip olup olmadığının incelenmesiyle anlaşılır.

Analizde öncelikle değişkenlerin durağanlığı “Augmented Dickey Fuller” (ADF) birim kök testi kullanılarak tespit edilmiştir. İkinci aşamada, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığı araştırılmıştır. Değişkenler arası uzun dönemli seviye ilişkisinin varlığını araştırmaya yönelik Engle ve Granger (1987) iki aşamalı Engle Granger yöntemi ve Johansen (1988)’in öne sürdüğü Johansen koenteegrasyon yöntemi gibi alternatif metotlar bulunmasına rağmen bu analizde, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkilerin varlığı Pesaran, Shin ve Smith (2001) Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Modele (ARDL) dayalı sınır testi yardımıyla incelenmiştir. Bu yöntemin tercih edilmesinin nedeni ise çalışmada kullanılan kimi serilerin düzeyde I(0) kimilerinin ise birinci farkta I(1) durağan olmasıdır.

ARDL yöntemin Engle Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) yöntemleri ile karşılaştırdığında daha esnek ve kullanışlı olduğu kabul edilmektedir. Söz konusu yöntemlerin kısıtları arasında modele dâhil edilen serilerin düzeyde durağan olmamaları, fark işlemi neticesinde ise durağan hale gelmeleri gerekmektedir. Fakat ARDL yaklaşımında böyle bir kısıt bulunmamaktadır. Yani modele dâhil edilen seriler, farklı seviyelerde durağan olabilirler (Tang, 2003: 421).

Bunun yanında ARDL'nin küçük örneklerde daha iyi sonuçlar verdiği söylenebilir (Pesaran ve Shin, 1997: 1-23)

Sınır testi sonucuna göre, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Sonraki aşamada ise, uzun ve kısa dönemli ilişkiler incelenmiş, son olarak da tahmin edilen katsayıların istikrarlılığı için CUSUM testlerine bakılmıştır.

4.4. DURAĞANLIK

Zaman serisine dayalı ekonometrik modellerde kullanılan değişkenler arasında anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi için serilerin durağan olması gerekmektedir. Durağanlık şöyle tanımlanmaktadır: Bir zaman serisi; “*ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa ya da açıklığa yahut gecikmeye bağlı olan olasılıklı bir süreç için durağandır*” (Gujarati, 2012: 740).

Durağan olmayan değişkenler ile diğer durağan olmayan değişkenler arasındaki kurulan regresyon modeli, yüksek R^2 , yüksek t istatistik değerleri ve düşük Durbin Watson değerleri gibi normal istatistiksel kriterleri aşabilir. Ek olarak, bulgular değişkenler arasında beklenmeyen ilişkileri, yani sahte regresyon sorununu ortaya çıkaracaktır. Bu nedenle, regresyon analizinden önce veriler stabilite açısından kontrol edilmelidir (Musa, 2017: 49).

Durağan bir zaman serisinde beklenenler şunlar olmalıdır (Tarı, 2011: 375):

1) Aritmetik ortalaması sabit olmalıdır.

$$E(Y_t) = \mu$$

2) Varyansı sabit olmalıdır.

$$\text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \delta^2$$

3) Kovaryans zamana değil gecikme uzunluğuna bağlı olmalıdır.

$$\text{Cov}(Y_t, Y_{t-k}) = E[(Y_t - \mu) \cdot (Y_{t-k} - \mu)] = \chi_k$$

Bu 3 koşul sağlanıyorsa serinin durağan olduğu söylenebilir. Durağan seriler, beklenen değeri etrafında dalgalanmaktadır ve beklenen değer doğrusunu sıklıkla kesmektedir (Tarı, 2011: 375).

Durağanlık varsayımı iki açıdan çok önemlidir. Birincisi; zaman serisi verileri kullanmak suretiyle iki değişken arasında istatistiksel bakımdan anlamlı olan bir regresyon bulunabilir. Regresyonun gerçek bir ilişkiyi mi, yoksa sahte bir ilişkiyi mi yansıttığı, zaman serisi verilerinin durağan olup olmaması ile yakından ilgilidir. İkincisi zaman serisi verileri kullanmak suretiyle elde edilen regresyon modelleri ile öngörüler yapılmaktadır (Ertek, 1996: 380). Eğer bir zaman serisi zaman içinde değişen ortalama ve varyansa sahip ise bu serinin durağan olmadığı ifade edilmektedir (Gujarati ve Porter, 2009: 740-741). Zaman serilerinde durağanlığın araştırılması için birim kök testleri kullanılmaktadır. Ekonometrik literatürde sıklıkla kullanılan birim kök testlerinin başında Dickey ve Fuller (1981) ADF birim kök testi gelmektedir.

4.4.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Zaman serilerinin durağanlığını analiz etmek için kullanılan yöntemlerden olan Dickey-Fuller testi, serilerin kaçınıcı derecede durağan olduğunu ölçümlerken önemlidir. Ancak bu yöntem hata terimlerindeki otokorelasyonu dikkate almamaktadır. Eğer hata terimi otokorelasyon problemi taşıyorsa, bu durumda Dickey-Fuller testi yapılamamaktadır. Böyle durumlarda açıklayıcı değişkenlere açıklanan değişkenin gecikmeli değerlerinin ilave edildiği Augmented Dickey-Fuller testi yapılmaktadır (Yetiz, 2008: 77). Başka bir ifade ile Augmented Dickey-Fuller testi, Dickey-Fuller birim kök testinde yer alan bağımlı değişkene ait gecikmelerin, açıklayıcı değişken olarak modele ilave edilmesiyle yapılmaktadır. Bu durumu, eşitlik yardımı ile gösterebilmek amacıyla aşağıda önce Dickey-Fuller testi için eşitlikler verilmiştir.

$$\text{Sabitli Trendsiz: } \Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (2)$$

$$\text{Sabitli Trendsiz: } \Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3)$$

$$\text{Sabitli Trendli: } \Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + u_t \quad (4)$$

Burada; t zamanı simgeleyen değişkendir ve her bir durumda sıfır önsavı $\delta = 0$ yani birim kök vardır biçimdedir. İki numaralı eşitlik ile diğer eşitlikler arasındaki fark sabit terim ve eğilim değişkenlerinin modele dâhil edilmesidir. Eğer u_t hata terimi ardışık bağımlılık yani otokorelasyon problemi taşıyor ise eşitliklere bağımlı değişkenin gecikmeli fark terimleri ilave edilir. Bu durumda DF birim kök testine ilişkin denklem düzenlenerek ADF birim kök testi ismini alır.

ADF birim kök testinde aşağıdaki denklemler kullanılmaktadır:

$$\text{Sabitsiz Trendsiz: } \Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$\text{Sabitli Trendsiz: } \Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$\text{Sabitli Trendli: } \Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7)$$

Bu denklemlerde Δ ; birinci fark işlemcisini, Y_t ; birim kök taşıyıp taşımadığı incelenen değişkeni, β ; sabit terimi, t ; trend değişkenini, m ; bilgi kriterlerine göre belirlenen optimal gecikme sayısını, ε_t ise sıfır ortalama ve sabit varyanslı, beyaz gürültü (white noise) özelliğine sahip hata terimini ifade etmektedir.

ADF birim kök testi hipotezleri aşağıdaki gibidir;

$H_0: \delta=0$ Zaman serisi durağan değildir. Serinin birim kökü vardır.

$H_1: \delta<0$ Zaman serisi durağandır. Serinin birim kökü yoktur.

ADF birim kök testi sonucunda H_0 kabul ediliyorsa serinin durağan olmadığı anlaşılmaktadır. Bu yüzden serinin birinci farkının alınması gerekmektedir. Birinci farkı alınan seriye uygulanan test sonucunda reddedilirse seri birinci dereceden durağan kabul edilmektedir ve $I(1)$ şeklinde gösterilmektedir (Bilgili, Düzgün ve Uğurlu, 2007).

ADF modeli için karar kriteri olarak τ (tau) istatistiği adı verilen düzeltilmiş t tablosundan faydalanılmaktadır (Kır, 2011: 64). ADF birim kök testi T tablosuna ek olarak MacKinnon kritik değerleri ile elde edilmektedir. ADF test istatistiğinin mutlak değeri yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 anlamlılık düzeylerine göre bulunan MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden küçükse serini durağan olmadığı kararı verilmektedir, eğer tam tersi olursa yani MacKinnon mutlak değeri ADF test istatistiğinin mutlak değerinden küçük olursa serinin durağan olduğu kararı verilmektedir (Gujarati, 2005: 370).

4.5. EŞBÜTÜNLEŞME ANALİZİ

Ekonometrik analizde seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmek için eşbütünlük testlerinden yararlanılmaktadır. İki zaman serisinin eşbütünlük olması, aralarında uzun dönemli bir denge ilişkisi bulunduğu anlamına gelmektedir. Eşbütünlük tek tek durağan olmayan iki ya da daha çok

zaman serisinin doğrusal bir birleşimlerinin durağan olmasıdır (Gujarati, 2012: 769). Bu basit bir model üzerinde aşağıdaki şekilde açıklanabilir:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + u_t \quad (8)$$

Denklem (8)'de yer alan Y_t ve X_t değişkenleri arasında bir uzun dönem denge ilişkisi varsa, bu aritmetik olarak, $Y_t - \beta_0 - \beta_1 X_t = 0$ demektir. Bu denge tüm dönemler için geçerli olmalıdır. Fakat Y_t ve X_t değişkenlerinin yönelmesi beklenen bu ilişki herhangi bir dönemde gerçekleşmeyebilir. Dolayısıyla $Y_t - \beta_0 - \beta_1 X_t > 0$ veya $Y_t - \beta_0 - \beta_1 X_t < 0$ olabilir. Beklenen durum, her bir döneme ait olan sıfırdan farklı değerlerin dönemler boyunca oluşturduğu serinin durağan olması, yani yukarıda gösterilen ilişkiye dönme eğilimi taşımalarıdır. Burada önemli olan, u_t hata terimlerinin durağan olup olmamasıdır. Eğer u_t hata terimleri durağan ise iki zaman serisinde eşbütünleşme var demektir (Tarı, 2002: 376).

Seriler arasında eşbütünleşmenin olup olmadığını tespit etmek için Engle ve Granger (1987), Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990)'de geliştirilen yöntemler kullanılmaktadır. Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme analizi ikiden fazla değişken olduğu ve birden fazla eşbütünleşme ilişkisi olduğu durumlarda tercih edilmemektedir. Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990) eşbütünleşme testlerinde ise seriler düzeyde durağan olmamalı ve aynı dereceden farkları alındığında durağan olmalıdır. Serilerin durağanlık seviyeleri farklı olduğunda, bu testler kullanılmamaktadır.

Durağanlık dereceleri farklı olan zaman serilerine eşbütünleşme analizinin uygulanamamasından kaynaklanan sorun Peseran vd. (1996), Peseran ve Shin (1995) ile Peseran vd. (2001) tarafından geliştirilen Sınır Testi yaklaşımı ile giderilebilmektedir. Temel olarak bu yöntem ARDL (Autogressive Distributed Lag) yaklaşımı olarak da literatürde bilinmektedir. ARDL yöntemi eşbütünleşme analizlerinde serilerin durağanlık özelliklerinin önceden belirlenmesine ilişkin zorlukları gidererek, uzun ve kısa dönemli ilişkilerin varlığının test edilmesinde kolaylıkla kullanılmaktadır. Şöyle ki, çok değişkenli modellerde çalışma yapılırken serilerin bir kısmının düzeyde $I(0)$, bir kısmının ise birinci farklarında $I(1)$ durağan olmaları durumunda özellikle bu yöntem başvurulmaktadır (Şoltan, 2009: 61).

4.5.1. ARDL Testi

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı belirlemek için kullanılan yöntemlerden biri ARDL sınır testidir. ARDL modelinde değişkenlerin durağanlık düzeyleri I(0) ve I(1) olmak zorundadır. Durağanlık düzeyinin I(2) olması durumunda Pesaran vd. (2001) F istatistiği geçersiz olacaktır ve bu değişkenlerden elde edilen tahminler ise yanıltıcı olacaktır (İpek, 2013: 135). ARDL modelinde değişkenlere ait diğer kısıt bağımlı değişkenin I(1) düzeyinde durağan olmasıdır (Sakarya ve Akkuş, 2018: 359).

ARDL sınır testi, küçük örneklem durumunda diğer eşbütünleşme analizlerine göre daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Ayrıca açıklayıcı değişkenlere ilişkin öncül sınamalara gereksinim söz konusu olmamaktadır. Değişkenlerin zaman serisi özelliklerinin yol açabileceği herhangi bir kısıt olmaksızın uzun dönem ilişkisi tanımlanabilmektedir. Kısıtsız hata düzeltme modeli, klasik eşbütünleşme analizleri ile kıyaslandığında istatistiksel olarak daha güvenilir sonuçlar verir. Öte yandan, bu yöntem bir değişkenin diğer değişkenler üzerinde kısa ve uzun dönemli etkilerini eş-anlı olarak değerlendirmeyi mümkün kılar. ARDL sınır testi değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını sınamaktadır (Felek, 2016: 178).

ARDL sınır testi yaklaşımı iki aşamadan oluşur. Modelin ilk aşamasında eşbütünleşme analiziyle değişkenlerin arasında uzun dönem ilişkisinin varlığı test edilir. İkinci aşamada ise, uygun gecikme modelleri belirlenerek, kısa ve uzun dönem parametreleri tahmin edilir (Şoltan, 2009: 61). Sınır testine ilk aşama olarak UECM'nin en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesi ile başlanır ve değişkenlerin birinci dönem gecikmelerinin katsayılarının birlikte anlamlılığı F testi ile sınanır. Söz konusu model aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (9)$$

Eşitlik (9)'da yer alan β_0 sabit terimi, β_3 ve β_4 ise uzun dönem katsayılarını, Δ ise değişkenlerin birinci farkını ifade etmektedir. Ayrıca modelde yer alan ΔY_t 'nin gecikmeli değerleri ile ΔX_t 'nin cari dönem ve gecikmeli değerleri (β_1 ve β_2) ise kısa dönem dinamiklerin yansıtılması amacıyla modele eklenmiştir (Keskin, 2008: 225)

Sınır testinin uygulanabilmesi için öncelikle (9) numaralı eşitlikteki m olarak gösterilen uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenebilmesi için ise Akaike, Schwarz ve Hannan-Quinn gibi kritik değerlerden yararlanılmaktadır. AIC, SIC ve HQC bilgi kriterlerini minimum yapan ve otokorelasyon sorunu içermeyen gecikme uzunluğu ile model tahmin edilir. Boş ve alternatif hipotezlerde hesaplanan F istatistiği değeri Pesaran vd. (2001) I(0) alt ve I(1) üst kritik değerleriyle karşılaştırılır. F istatistiği I(0) alt kritik değerden küçük ise seriler arasında eşbütünleşme yoktur. I(1) üst kritik değerden büyük ise seriler arasında eşbütünleşme ve uzun dönemli ilişki vardır. Her iki değer arasında ise yorum yapılamamaktadır (Özşahin, 2011: 395).

Sınır testinde boş ve alternatif hipotez aşağıdaki gibidir:

$H_0 : \beta_3 = \beta_4 = 0$ (Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.)

$H_1 : \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$ (Eşbütünleşme ilişkisi vardır.)

Aralarında eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna varılan değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiler uygun ARDL modelinin tahmin edilmesiyle tespit edilir. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin araştırılması için kurulan ARDL modeli aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} X_{t-i} + \mu_t \quad (10)$$

Modeldeki m ve n , değişkenlere ilişkin uygun gecikme uzunluğunu gösterir. Buna göre tahmin edilen ARDL(m,n) modelinden uzun dönem katsayıları hesaplanır ve bu katsayıların istatistiksel olarak anlamlılığına bakılarak uzun dönem ilişkisi hakkında yorum yapılır.

ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli yardımı ile hesaplanan değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişki katsayıları modeli ise aşağıdaki gibi yazılmaktadır:

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \alpha_1 ECT_{t-1} + \mu_t \quad (11)$$

Modelde Δ , değişkenlerin birinci farkını göstermektedir. ECT_{t-1} ile ifade edilen değişken ise hata düzeltme teriminin bir gecikmeli değeridir. Hata düzeltme teriminin negatif değerli ve anlamlı olması gerekmektedir. Çünkü bu terimin katsayısı negatif ve anlamlı ise, analizde hem uzun dönemli ilişkileri destekleyecek hem de kısa dönemde meydana gelen bir dengesizliğin uzun dönemde ne kadarının düzeleceğini gösterecektir (Akel ve Gazel, 2014: 32).

Kısa dönem dinamiklerine yönelik hata düzeltme terimi hesaplanmasında kullanılan uzun dönem katsayılarına ilişkin istikrarın ölçülmesi amacıyla Brown vd. (1975)'de geliştirilen Birikimli Toplam (CUSUM) ve Birikimli Kareler Toplamı (CUSUMSQ) testlerinden yararlanır (Altıntaş, 2008: 37). Ayrıca CUSUM testi ile değişkenler arasında yapısal kırılma olup olmadığı belirlenebilmektedir. Hesaplanan CUSUM ve CUSUMSQ istatistik grafikleri yüzde 5 anlamlılık düzeyini gösteren kritik sınırlar içerisinde ise model istikrarlı kabul edilir.

4.6. ANALİZ BULGULARI

Analiz kapsamında ilk olarak değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon matrisi verilmiştir. Daha sonra ADF birim kök testi yapılarak değişkenlerin durağanlık seviyeleri belirlenerek, ARDL modeli tahmin edilmiş ve değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem ilişkisi ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 20'de verilmiştir.

Tablo 20. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	LTUFE	LSPK	LPY	LMV	LMKD	LKR	LDYY
Ortalama	5.266252	24.52328	3.972024	-1.201436	11.68729	-3.579953	6.722125
Medyan	5.239336	24.56670	8.587059	-7.382140	11.67387	-8.272315	7.033493
Maksimum	6.081717	25.11371	10.36123	9.843100	12.15956	9.609653	8.562167
Minimum	4.568195	23.49759	-9.341018	-9.776336	10.89429	-10.31599	-5.886112
Std. Sap.	0.416332	0.396304	7.706524	8.304262	0.267598	7.919591	1.766612
Çarpıklık	0.150626	-0.758539	-0.902242	0.251398	-0.418251	0.824977	-5.442517
Basıklık	2.046759	3.302876	1.888144	1.132850	3.049210	1.735451	39.44585
Jarque-Bera	2.831696	6.780897	12.72843	10.59398	1.989445	12.24405	4099.221
Olasılık	0.242720	0.033694	0.001722	0.005007	0.369826	0.002194	0.000000
Gözlem	68	68	68	68	68	68	68

Korelasyon analizi her değişken ve diğerleri arasındaki doğrusal ilişkiyi ölçmek için kullanılır ve -1 ile 1 arasında değer almaktadır. Korelasyon katsayısı için; eğer katsayı 0 ise ilişki yoktur. 0 ile 1 arasında ise aynı yönlü ilişki -1 ile 0 arasında ise ters yönlü bir ilişki olduğu yorumu yapılmaktadır. Eğer katsayı -0.5 ile 0.5 arasında ise zayıf ilişki, 0.5 ile 1 arasında ise güçlü ilişki vardır.

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon matrisi Tablo 21’de verilmiştir.

Tablo 21. Değişkenlerin Korelasyon Matrisi

	LTUFE	LSPK	LPY	LMV	LMKD	LKR	LDYY
LTUFE	1.000000						

LSPK	0.394044	1.000000					
	0.0009	-----					
LPY	-0.174385	0.139426	1.000000				
	0.1549	0.2568	-----				
LMV	-0.102754	-0.290580	-0.115794	1.000000			
	0.4044	0.0162	0.3470	-----			
LMKD	0.145851	0.764890	0.139353	-0.398684	1.000000		
	0.2353	0.0000	0.2571	0.0008	-----		
LKR	0.313476	-0.048806	-0.147281	-0.094862	-0.228711	1.000000	
	0.0092	0.6927	0.2307	0.4416	0.0607	-----	
LDYY	0.409584	0.248122	-0.114715	0.113191	0.170714	-0.002797	1.000000
	0.0005	0.0413	0.3516	0.3581	0.1640	0.9819	-----

4.6.1. Augmented Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

Analizlerde kullanılan değişkenlerin durağanlık seviyelerini belirlemek için ADF Birim Kök Testi kullanılmıştır. Bu teste ilişkin sonuçlar Tablo 22’de yer almaktadır.

Tablo 22’de değişkenlere yapılan birim kök testleri sonucuna göre doğrudan yabancı yatırımlar (LDYY), portföy yatırımları (LPY), krediler (LKR) ve mevduatlar (LMV) değişkenleri yüzde 5 anlamlılık düzeyinde düzey seviyede I(0) durağan olup, fiyat endeksi (LTUFE), sermaye piyasası kapitalizasyonu (LSPK), banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (LMKD) değişkenleri ise birinci farkta I(1) yüzde 5 anlamlılık düzeyinde durağanlaşmaktadır.

Tablo 22. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler		ADF Düzey		ADF Birinci fark		Sonuç
		Sabitli	Sabitli-Trendli	Sabitli	Sabitli-Trendli	
LTUFE	t-istatistiği Prob.	1.761106 (0.9997)	0.027606 (0.9959)	-8.022335 (0.0000)	-8.452903 (0.0000)	I(1)
LSPK	t-istatistiği Prob.	-2.728765 (0.0754)	-2.595273 (0.2840)	-8.650783 (0.0000)	-5.617644 (0.0001)	I(1)
LMKD	t-istatistiği Prob.	-2.257850 (0.1886)	-2.174906 (0.4952)	-6.593135 (0.0000)	-6.865819 (0.0000)	I(1)
LDYY	t-istatistiği Prob.	-6.686791 (0.0000)	-7.797012 (0.0000)	-	-	I(0)
LPY	t-istatistiği Prob.	-6.140807 (0.0000)	-6.333576 (0.0000)	-	-	I(0)
LKR	t-istatistiği Prob.	-3.571049 (0.0090)	-3.987074 (0.0137)	-	-	I(0)
LMV	t-istatistiği Prob.	-8.033485 (0.0000)	-8.122355 (0.0000)	-	-	I(0)

Birim kök testi sonuçlarına göre kullanılan değişkenlerin farklı düzeylerde durağan olduğu ve ikinci fark I(2) veya daha yüksek seviyeden bütünleşik olmadığı tespit edilmiştir. Modeldeki değişkenlerin farklı dereceden durağan olması ve bağımlı değişken olan LTUFE'nin I(1) farkta durağanlaşması ARDL sınır testinin şartlarını sağlamaktadır. Bu nedenle, çalışmada farklı dereceden bütünleşme derecelerine sahip olan verilerin analiz edilebildiği ARDL sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır.

4.6.2. ARDL Sınır Testi Sonuçları

İki aşamadan oluşan ARDL sınır testi yaklaşımının ilk aşamasında eşbütünleşme analiziyle değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin varlığı test edilir. İkinci aşamada ise, uygun gecikme modelleri belirlenerek, kısa ve uzun dönem parametreleri tahmin edilir.

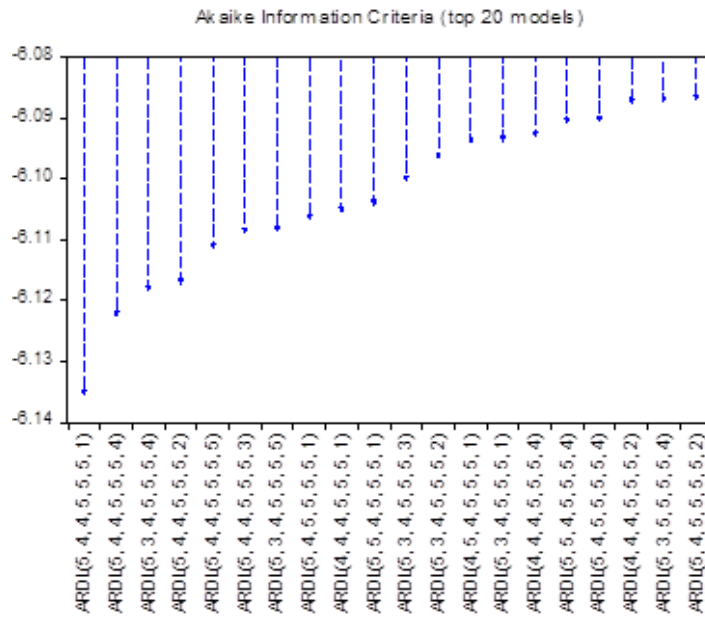
Çalışmada önce ARDL Sınır testinin UECM'nin en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmesi ile başlanır. Söz konusu modelin uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir:

$$\begin{aligned}
\Delta LTUFE_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta LTUFE_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta LSPK_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} \Delta LMKD_{t-i} + \\
& \sum_{i=0}^m \beta_{4i} \Delta LDYY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{5i} \Delta LPY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{6i} \Delta LKR_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{7i} \Delta LMV_{t-i} + \\
& \beta_8 LTUFE_{t-1} + \beta_9 LSPK_{t-1} + \beta_{10} LMKD_{t-1} + \beta_{11} LDYY_{t-1} + \beta_{12} LPY_{t-1} + \\
& \beta_{13} LKR_{t-1} + \beta_{14} LMV_{t-1} + \varepsilon_t
\end{aligned} \tag{12}$$

Eşitlikte Δ : değişkenlerin birinci farkını, m: gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. ARDL modelinin uygulanabilmesi için öncelikle gecikme uzunluğunu tespit etmek gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criteria- AIC) kullanılmış ve uygun gecikme uzunluğu 5 olarak belirlenmiştir.

Şekil 8 incelendiğinde, bilgi kriterinin minimum olduğu ARDL (5,4,4,5,5,5,1) en uygun model olarak belirlenmiştir.

Şekil 8. Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunlukları



Uygun gecikme uzunluğunun tespitinin ardından seçilen ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modelinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığı sınır testi sonuçlarından elde edilen F istatistiği değerinin Pesaran vd. (2001)'in alt ve üst tablo değerleriyle karşılaştırılmasıyla tespit edilmektedir.

Eşitlik 12'de yer alan değişkenler için hipotezler aşağıdaki gibidir:

$$H_0 : = \beta_8 = \beta_9 = \beta_{10} = \beta_{11} = \beta_{12} = \beta_{13} = \beta_{14} = 0 \quad (\text{Eşbütünleşme yoktur.})$$

$$H_1 : = \beta_8 \neq \beta_9 \neq \beta_{10} \neq \beta_{11} \neq \beta_{12} \neq \beta_{13} \neq \beta_{14} \neq 0 \quad (\text{Eşbütünleşme vardır.})$$

Eğer F istatistiği tablo kritik değerlere ait alt sınırdan küçük ise H_0 hipotezi reddedilir ve eşbütünleşmenin olmadığına karar verilir. F istatistiği üst sınırdan büyük ise H_1 hipotezi kabul edilir ve değişkenler arasında eşbütünleşme olduğuna karar verilir. Modele ait sınır testi sonuçları Tablo 23'te gösterilmektedir.

Tablo 23'te görüldüğü gibi modelin sınır testi sonucundan elde edilen F istatistiği değeri (7,861779) Pesaran vd.'in alt ve üst kritik değerlerinden büyük olduğundan, modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuç ise bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Tablo 23. ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Sınır Testi Sonuçları

k*	F İstatistiği	Kritik Değerler		
		Anlamlılık düzeyi	Alt Sınır	Üst Sınır
6	7.861779	% 1	2.253	3.436
		%5	2.643	3.939
		%10	3.531	5.081

“k*” modelde yer alan ve bağımlı değişkeni açıklayan bağımsız değişken sayısını temsil etmektedir.

Değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin saptanmasının ardından modele ilişkin gerekli varsayımların sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesi için tanısal testler yapılmaktadır. Bunlar; modelde otokorelasyon sorunu olup olmadığını belirlemek için Breusch-Godfrey LM Testi, değişen varyans sorunu için Breusch-Pagan-Godfrey testi, normal dağım sorunu için Jarque-Bera normallik testi ve formül kurma uygunluğu için Ramsey Reset testidir.

ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modeli için bu testlerin sonuçları Tablo 24'te gösterilmiştir.

Tablo 24. ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Tanısal Test Sonuçları

Testler	Test istatistiği	Olasılık Değeri
Breusch-Godfrey LM Testi	0.029032	0.9714
Jarque Bera Testi	0.054229	0.973250
Breusch-Pagan-Godfrey Testi	1.241388	0.2864
Ramsey Reset Testi	0.989058	0.3321

Tablo 24'teki tanısal test sonuçlarına göre, ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modelinde, Breusch-Godfrey LM Test istatistiğine göre otokorelasyon sorununun olmadığı, Jarque Bera test istatistiğine göre hata terimlerinin normal dağıldığı, Breusch-Pagan-

Godfrey Testi testine göre değişen varyans sorununun olmadığı ve Ramsey Reset testine göre kurulan modelin formül hatasının olmadığı tespit edilmiştir.

Değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisi tespit edilen ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modelinin uzun dönem katsayıları aşağıdaki denklem yardımıyla tahmin edilir.

$$LTUFE_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} LTUFE_{t-i} + \sum_{i=0}^l \beta_{2i} LSPK_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} LMKD_{t-i} + \sum_{i=0}^n \beta_{4i} LDYY_{t-i} + \sum_{i=0}^o \beta_{5i} LPY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{6i} LKR_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{7i} LMV_{t-i} + \mu_t \quad (13)$$

ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modelinin uzun dönem sonuçları Tablo 25’te gösterilmektedir. Modelin uzun dönem sonuçları incelendiğinde, sermaye piyasası kapitalizasyonu (LSPK) değişkeninin uzun dönemde fiyat endeksi (LTUFE) üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Uzun dönemde banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı (LMKD) değişkeni ile fiyat endeksi (LTUFE) arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Menkul değerler toplamında meydana gelen yüzde 1’lik artış fiyat endeksini (LTUFE) yüzde 0,22 oranında azaltmaktadır. Uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar (LDYY), değişkeni ile fiyat endeksi (LTUFE) arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda meydana gelen yüzde 1’lik artış fiyat endeksini (LTUFE) yüzde 0,006 oranında azalışa neden olmaktadır.

Tablo 25. ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modelinin Uzun Dönem Katsayıları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LTUFE(-1)*	-1.777158	0.361466	-4.916532	0.0000
LSPK(-1)	0.012794	0.032330	0.395744	0.6955
LMKD(-1)	-0.394937	0.096206	-4.105129	0.0004
LDYY(-1)	-0.011492	0.004255	-2.700605	0.0120
LKR(-1)	0.002174	0.000475	4.578519	0.0001
LMV(-1)	0.001386	0.000500	2.771520	0.0102
LPY(-1)	-0.001445	0.000355	-4.068860	0.0004
D(LTUFE(-1))	0.475135	0.298865	1.589799	0.1240
D(LTUFE(-2))	0.261625	0.229613	1.139416	0.2649
D(LTUFE(-3))	-0.097344	0.175286	-0.555341	0.5834
D(LTUFE(-4))	0.186291	0.143981	1.293863	0.2071
D(LSPK)	0.002587	0.016199	0.159673	0.8744

D(LSPK(-1))	-0.041399	0.020151	-2.054461	0.0501
D(LSPK(-2))	-0.054285	0.019875	-2.731364	0.0112
D(LSPK(-3))	-0.023646	0.016732	-1.413249	0.1694
D(LMKD)	-0.037720	0.039173	-0.962929	0.3445
D(LMKD(-1))	0.323085	0.068052	4.747602	0.0001
D(LMKD(-2))	0.250357	0.050551	4.952559	0.0000
D(LMKD(-3))	0.111981	0.031887	3.511837	0.0016
D(LDYY)	0.010239	0.003336	3.069380	0.0050
D(LDYY(-1))	0.030558	0.007021	4.352679	0.0002
D(LDYY(-2))	0.030342	0.006939	4.372723	0.0002
D(LDYY(-3))	0.022076	0.005974	3.695414	0.0010
D(LDYY(-4))	0.014444	0.003724	3.879054	0.0006
D(LKR)	0.000652	0.000323	2.020332	0.0538
D(LKR(-1))	-0.001302	0.000424	-3.072969	0.0049
D(LKR(-2))	-0.000728	0.000353	-2.061061	0.0494
D(LKR(-3))	-0.000681	0.000346	-1.966779	0.0600
D(LKR(-4))	-0.000734	0.000293	-2.508907	0.0187
D(LMV)	0.000165	0.000230	0.716901	0.4798
D(LMV(-1))	-0.001182	0.000524	-2.256355	0.0327
D(LMV(-2))	-0.000848	0.000493	-1.721786	0.0970
D(LMV(-3))	-0.000734	0.000418	-1.756620	0.0908
D(LMV(-4))	-0.000581	0.000278	-2.087101	0.0468
D(LPY)	-0.000465	0.000259	-1.795040	0.0843
C	0.136016	0.032046	4.244458	0.0002
Uzun Dönem Katsayıları				
Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
LSPK	0.007199	0.019047	0.377985	0.7085
LMKD	-0.222230	0.069055	-3.218147	0.0034*
LDYY	-0.006466	0.002768	-2.336381	0.0275*
LKR	0.001224	0.000176	6.952646	0.0000*
LMV	0.000780	0.000226	3.445198	0.0019*
LPY	-0.000813	0.000250	-3.248624	0.0032*

Uzun dönemde portföy yatırımları (LPY) değişkeni ile fiyat endeksi (LTUFE) arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Portföy yatırımlarda meydana gelen yüzde 1'lik artış fiyat endeksini (LTUFE) yüzde 0,0008 oranında azaltmaktadır. Uzun dönemde mevduatlar (LMV) değişkeni ile fiyat endeksi (LTUFE) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Mevduatlarda meydana gelen yüzde 1'lik artış fiyat endeksini (LTUFE) yüzde 0.0007 oranında artırmaktadır. Uzun dönemde

krediler (LKR) değişkeni ile fiyat endeksi (LTUFE) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Kredilerde meydana gelen yüzde 1'lik artış fiyat endeksini (LTUFE) yüzde 0.0012 oranında artırmaktadır.

Değişkenler arasında uzun dönem katsayıların belirlenmesinin ardından değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiyi inceleyebilmek için kurulan ARDL kısa dönem hata düzeltme modelin çalışmamıza uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir.

$$\begin{aligned} \Delta LTUFE_t = & \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta LTUFE_{t-i} + \sum_{i=0}^l \beta_{2i} \Delta LSPK_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} \Delta LMKD_{t-i} + \\ & \sum_{i=0}^n \beta_{4i} \Delta LDYY_{t-i} + \sum_{i=0}^o \beta_{5i} \Delta LPY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \beta_{6i} \Delta LKR_{t-i} + \sum_{i=0}^r \beta_{7i} \Delta LMV_{t-i} + \\ & ECT_{t-1} + \mu_t \end{aligned} \quad (14)$$

Burada uzun dönem ilişkisi modelinden elde edilen hata teriminin bir gecikmeli dönem değerini gösteren ECT_{t-1} 'nin katsayısının negatif ve anlamlı olması modelin uzun dönemde dengeye gelme hızını göstermektedir. Bu katsayının negatif değerinin artması aynı zamanda uzun dönemde dengeye gelme hızının da artması demektir.

ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modeline ait tahmin edilen kısa dönem hata düzeltme modelinin sonuçları Tablo 26'da gösterilmektedir. Modelin tanısal test sonuçları incelendiğinde modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunun olmadığı ve hata teriminin normal dağıldığı görülmektedir. Bu ise modelin tahmin sonuçlarının güvenilirliği açısından önem teşkil etmektedir.

Uzun dönem analizinde sermaye piyasası kapitalizasyonunun fiyat endeksi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Ancak kısa dönem analizinde sermaye piyasası kapitalizasyonu ile fiyat endeksi arasında negatif ve anlamlı bir ilişkinin söz konusu olduğu tespit edilmiştir.

Tablo incelendiğinde tanısal test sonuçlarının başarılı olduğu, aynı zamanda beklenildiği gibi ECT_{t-1} hata düzeltme katsayısının negatif ve yüzde 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna göre, kısa dönemde meydana gelen sapmaların hızlı bir biçimde uzun dönem dengeye geri döndüğü anlamına gelmektedir.

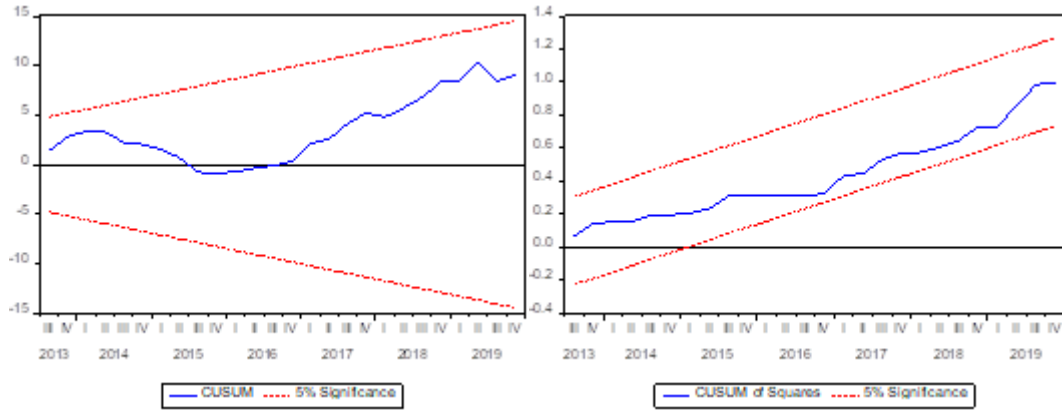
Tablo 26. Kısa Dönem ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	t-istatistik	Olasılık
C	0.136016	0.016526	8.230592	0.0000
D(LTUFE(-1))	0.475135	0.191919	2.475707	0.0201
D(LTUFE(-2))	0.261625	0.155530	1.682157	0.1045
D(LTUFE(-3))	-0.097344	0.129125	-0.753873	0.4577
D(LTUFE(-4))	0.186291	0.121398	1.534553	0.1370
D(LSPK)	0.002587	0.007948	0.325442	0.7475
D(LSPK(-1))	-0.041399	0.009678	-4.277480	0.0002
D(LSPK(-2))	-0.054285	0.010049	-5.401916	0.0000
D(LSPK(-3))	-0.023646	0.008758	-2.699769	0.0120
D(LMKD)	-0.037720	0.027087	-1.392557	0.1755
D(LMKD(-1))	0.323085	0.047432	6.811595	0.0000
D(LMKD(-2))	0.250357	0.038891	6.437417	0.0000
D(LMKD(-3))	0.111981	0.024902	4.496847	0.0001
D(LDYY)	0.010239	0.002736	3.742706	0.0009
D(LDYY(-1))	0.030558	0.004940	6.186136	0.0000
D(LDYY(-2))	0.030342	0.005151	5.890321	0.0000
D(LDYY(-3))	0.022076	0.004316	5.115474	0.0000
D(LDYY(-4))	0.014444	0.002903	4.975071	0.0000
D(LKR)	0.000652	0.000248	2.628650	0.0142
D(LKR(-1))	-0.001302	0.000331	-3.929558	0.0006
D(LKR(-2))	-0.000728	0.000271	-2.683666	0.0125
D(LKR(-3))	-0.000681	0.000276	-2.469581	0.0204
D(LKR(-4))	-0.000734	0.000241	-3.047558	0.0052
D(LMV)	0.000165	0.000177	0.933189	0.3593
D(LMV(-1))	-0.001182	0.000317	-3.727202	0.0009
D(LMV(-2))	-0.000848	0.000325	-2.613134	0.0147
D(LMV(-3))	-0.000734	0.000291	-2.525597	0.0180
D(LMV(-4))	-0.000581	0.000204	-2.847740	0.0085
D(LPY)	-0.000465	0.000186	-2.504503	0.0189
CointEq(-1)* (ETC _{t-1})	-1.777158	0.215938	-8.229961	0.0000
R² = 0.906504 R²_a = 0.821774 F = 10.69870 (0,000000) Standart Hata = 0.008770 Akaike (AIC) = -6.328602 Schwarz (SC) = -5.299343 Durbin-Watson (DW) = 2.030517				

ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modeline ait regresyon katsayılarının istikrarlılığının ve değişkenler arasındaki yapısal kırılma varlığının tespiti için Brown vd. (1975) tarafından önerilen CUSUM ve CUSUMSQ testlerinden faydalanılmıştır. CUSUM ve CUSUMSQ Testlerinin grafikleri Şekil 9'da gösterilmiştir.

Şekil 9’da yer alan CUSUM ve CUSUMSQ istatistikleri, yüzde 5 anlamlılık düzeyinde belirtilen kritik sınırlar arasında yer almaktadır. Bu doğrultuda modelde herhangi bir yapısal kırılma bulunmamaktadır. ARDL (5,4,4,5,5,5,1) uzun dönem modelinden elde edilen katsayıların ise istikrarlı olduğu söylenebilir.

Şekil 9. ARDL (5,4,4,5,5,5,1) Modeli İçin CUSUM ve CUSUMSQ Grafikleri



SONUÇ

Finansal piyasaların öneminin giderek arttığı günümüzde, bankacılık sektöründe ve finansal kesimin geri kalanında bir yeniden yapılanma süreci söz konusu olmaktadır. Ekonomide finans sektörünün payının ve ağırlığının, diğer sektörlerle nazaran giderek artış gösterdiğini ifade etmek için kullanılan ve 1970’li yılların ortasında başlayan, 1980’lerde hız kazanan bir süreci tanımlayan finansallaşma kavramı, iktisat literatüründe finansallaşmanın bir sonucu olarak meydana gelen 2008 küresel finansal krizi sonrasında daha da dikkat çekmeye başlamıştır.

1990’lı yıllar sonrasında popülerleşen kavramın kullanımında bir genel müşterek bulunmasa da, sıklıkla ele alınan tanımı “yerel ve uluslararası ekonomilerin faaliyetlerindeki finansal güdülerin, finansal pazarların, finansal aktörlerin ve finansal kurumların öneminin giderek artması” şeklinde ifade edilmektedir. Finansallaşma sürecinin nedenlerini ise 1950’ler ve 1960’larda batılı şirketlerin yakaladıkları kâr oranlarını artık yakalayamaz hale gelmeleri ve bu şirketlerin yeni kâr yaratma alanları ve yolları araması, finansal piyasalardan ve borsalar yoluyla ihraç edilen senetlerden elde edilen kârın üretimden elde edilen kârdan daha yüksek olduğunun farkına varılması, teknoloji ve ulaşım alanında meydana gelen gelişmeler, sermayenin uluslararası nitelik kazanmasıyla birlikte para ve ticaret hareketleri bağlamında dünya genelinde sınırların yavaş yavaş ortadan kalkması, yeni finansal araç, ürün ve hizmetler yaratılması olarak sıralamak mümkündür.

Literatürde finansallaşma kavramını açıklamaya yönelik çeşitli teorik yaklaşımlar mevcuttur. Bu çalışmada, bu teorik yaklaşımlar Marksist yaklaşım, Post Keynesyen yaklaşım ve Neo Liberal iktisat yaklaşımı başlıkları altında ele alınmıştır. Bunlardan Marksist iktisat yaklaşımı; finansallaşmanın sınıf ilişkileri ve kapitalist sistemin gelişimi açısından etkilerini açıklamaya çalışmıştır. Post Keynesyen iktisat yaklaşımı ise finansallaşmanın eşitsizlik ve ekonomik istikrar üzerine etkilerine odaklanmaktadır. Neo Liberal iktisatın finansallaşmanın büyüme, yatırım ve tasarruf gibi makroekonomik değişkenler üzerinde olumlu etkiler yaratacağı yönünde bir görüşe sahip olduğu görülür.

Enflasyonun, 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin çöküşü ve petrol krizlerinin yaşanmasının ardından ciddi bir problem olarak gündeme gelmesi, dünyada fiyat istikrarının sağlanmasını merkez bankalarının öncelikli hedefi haline getirmiştir.

Fiyat istikrarının sağlanması, ülke ekonomisinin refah seviyesinin yükselmesi ve ekonomik büyümenin sağlanması için önemlidir. Merkez bankası bağımsızlığı ise fiyat istikrarı hedefine ulaşılmasını sağlayan bir ön koşul olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye ekonomisi açısından fiyat istikrarı süreci ele alındığında TCMB'nin tarihsel sürecinin hatırlanması faydalı olacaktır. Faaliyetine 3 Ekim 1931 tarihinde başlayan TCMB'nin temel amacı, o dönemde fiyat istikrarı değil, ülkenin ekonomik kalkınmasına yardım etmek olarak belirlenmiştir. 2001 yılında ise 4651 sayılı Kanun ile Bankanın temel amacı, "fiyat istikrarını sağlamaktır" şeklinde değiştirilmiştir. Bu amaç doğrultusunda 2002 yılında enflasyon hedefleme rejimi uygulanmaya başlamıştır. 2000-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedefleme, 2006 yılından bu yana ise açık enflasyon hedefleme rejimi uygulanmaktadır. 2008 krizi sonrasında TCMB enflasyon hedefleme rejimini fiyat istikrarı ile finansal istikrarı da gözetebilecek şekilde düzenlemiştir.

1980 öncesinde dışa kapalı ve ithal ikameci bir model izlemiş olan Türkiye ekonomisinde finansal sistemin bankacılık ağırlıklı olması ve finansal piyasaların az gelişmiş olmasından dolayı, finansallaşma sürecinin daha az hissedildiği görülmektedir. 1980'li yıllarda Türkiye ekonomisinde finansallaşma sürecinin başlangıcını oluşturan dönem olan 24 Ocak Kararları bu süreçte önemli bir yere sahiptir. 1980-89 arası yıllarda Türkiye ekonomisinde ulusal sınırlar içinde sermayenin önündeki engelleri kaldıran iç finansal liberalizasyon süreci finansallaşmanın altyapısını oluşturma dönemi olarak adlandırılabilir. Bu süreç 1980'lerin ilk yıllarında sermaye piyasasının kurulmasıyla başlamıştır. Ardından 1980-1983 yıllarında patlak veren bankerler krizi nedeniyle tam liberalizasyon süreci ileriki yıllara kadar uzamıştır. Türkiye için 1981-1988 dönemi liberalizasyonun ilk aşamasını oluşturur. Bu dönemde 1983 yılı sonunda çıkarılan 30 sayılı Karar ile sermaye hareketleri tam olmasa da serbestleştirilmiştir. 1989 yılında dış sermaye girişlerinin serbestleştirilmesini öngören 32 sayılı Karar ile liberalizasyonun ikinci aşaması gerçekleşmiştir. Böylece sermaye hareketlerinin tamamen serbestleştirilmesi söz konusu olmuştur.

Çalışmada 2003 birinci çeyrek ve 2019 dördüncü çeyrek dönemine ait çeyreklik veriler kullanılarak, Türkiye'de finansallaşma göstergeleri ile fiyat endeksi arasındaki ilişki ARDL sınır testi yaklaşımı ile analiz edilmiştir. Değişkenler teorik bilgiler ve literatürden hareketle belirlenmiştir. Bu doğrultuda, analizde 2003-2019

yıllarına ait, fiyat endeksi, sermaye piyasası kapitalizasyonu, banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatlar değişkenleri kullanılmıştır.

Analizde değişkenlerin durağanlığı Augmented Dickey Fuller (ADF) birim kök testi kullanılarak tespit edilmiştir. Birim kök testleri sonucuna göre; doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları, krediler ve mevduatlar değişkenleri yüzde 5 anlamlılık düzeyinde düzey seviyede $I(0)$ durağan olup, fiyat endeksi, sermaye piyasası kapitalizasyonu, banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı değişkenleri ise birinci farkta $I(1)$ yüzde beş anlamlılık düzeyinde durağanlaşmıştır. Bu nedenle, çalışmada farklı dereceden bütünleşme derecelerine sahip olan verilerin analiz edilebildiği ARDL sınır testi yaklaşımının kullanılmıştır.

ARDL modelinin uygulanabilmesi için öncelikle gecikme uzunluğu tespit edilmiştir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike Bilgi Kriteri kullanılmış ve uygun gecikme uzunluğu 5 olarak belirlenmiştir. En uygun model olarak ARDL (5,4,4,5,5,5,1) belirlenmesinin ardından ARDL (5,4,4,5,5,5,1) modelinde eşbütünleşme ilişkisinin varlığının tespiti için sınır testi uygulanmıştır. F istatistiği değeri (7,861779) alt ve üst kritik değerlerinden büyük olduğundan, modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını söyleyen H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu sonuç ise bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını göstermektedir.

Modelin uzun dönem sonuçları incelendiğinde, sermaye piyasası kapitalizasyonu değişkeninin, uzun dönemde fiyat endeksi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Uzun dönemde banka varlıklarında yer alan menkul değerler toplamı değişkeni ile fiyat endeksi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Uzun dönemde portföy yatırımları değişkeni ile fiyat endeksi arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kısa dönem analizinde sermaye piyasası kapitalizasyonu ile fiyat endeksi arasında negatif ve anlamlı ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Modelin tanısal test sonuçlarının başarılı olduğu aynı zamanda beklenildiği gibi hata düzeltme katsayısının negatif ve yüzde 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum, kısa dönemde meydana gelen sapmaların hızlı bir biçimde uzun dönem dengeye geri döndüğü anlamına gelmektedir. Modele ait regresyon

katsayılarının istikrarlılığının ve değişkenler arasındaki yapısal kırılma varlığının tespiti için CUSUM ve CUSUMSQ testlerinden faydalanılmıştır. CUSUM ve CUSUMSQ istatistiklerinin anlamlı olduğu ve herhangi bir yapısal kırılma tespit edilmediği, buna ek olarak ARDL (5,4,4,5,5,5,1) uzun dönem modeli ile ulaşılan katsayıların istikrarlılık gösterdiği söylenebilir.

Sonuç itibarıyla Türkiye ekonomisinde finansallaşmanın fiyat istikrarını etkilediği ileri sürülebilir. Bu bağlamda, küresel ekonomi ile etkileşimi çeşitli açılardan her geçen gün daha da güçlü hale gelen ve küresel eğilimlere paralellik arz eden finansallaşma sürecinde Türkiye'nin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmeye dönük olarak merkez bankası bağımsızlığına daha fazla önem vermesi gerekmektedir. Merkez bankası ve uygulama alanı olan para politikalarının genel çerçevesinin fiyat istikrarını öne alan biçimde tasarlanması ve politika yapıcıların da bu teorik yapıyı kabullenen yaklaşımları benimsemeleri makroekonomik göstergelerin olumlu yönde evrilmesini sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Acet, H. (2008). “Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori, Politika ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Afşar, M. ve Meçik, O. (2013). “Finansallaşma Süreci ve Sonuçları: G8 Ülkeleri Örneği”, *EY International Congress on Economics I*, Gazi Üniversitesi, Ankara.

Akçay, Ü. ve Güngen, A.R. (2016). *Finansallaşma, Borç Krizi ve Çöküş*, NotaBene Yayınları, Ankara.

Akel, V., ve Gazel, S. (2014). “Döviz Kurları ile BİST Sanayi Endeksi Arasındaki Eşbütünlük İlişkisi: Bir ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 44, ss. 23-41.

Aker, A. H. (2009). *Alternatif Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedefleme Stratejisi: Türkiye Örneği*, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi: 18, Ankara.

Akkemik, K. A. ve Özen, Ş. (2013). “Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-Financial Firms: Case Study Of Turkey”, *Socio-Economic Review*, C:12, No: 1, ss. 71-98.

Akkemik, K. A. ve Özen, Ş. (2014). “Macroeconomic and Institutional Determinants of Financialisation of Non-Financial Firms: Case of Turkey”, *SocioEconomic Review*, C: 12, ss. 71-98.

Aklan, N. A. (2002). “Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 5, No: 7, ss. 35-52.

Aktan C.C., Utkulu, U. ve Togay, S. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*, Birinci Baskı, İMKB Yayınları, İstanbul.

Alp, A., Oğuz, F. (2011). *Yeni Finansal Düzen Krizlerin Sonu mu?*, Doğan Kitap, İstanbul.

Alparslan, M. (1997). “T.C. Merkez Bankası Statüsü ile Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Statüsü’nün Bağımsızlığa İlişkin Hükümlerinin Karşılaştırılması”, *Bankacılar Dergisi*, No: 21, Haziran.

- Alparslan, M. ve Erdönmez, P.A. (2000). “Enflasyon Hedeflemesi”, *Bankacılar Dergisi*, No: 35, Aralık, ss.1–32.
- Altıntaş, H. (2008). “Türkiye’de Para Talebinin İstikrarı ve Sınır Testi Yaklaşımıyla Öngörülmesi: 1985 – 2006”, *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, No: 30, ss. 16–46.
- Altıntaş, Ö. (2012). “Merkez Bankası Bağımsızlığı: Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Karşılaştırması”, *Pamukkale Üniversitesi SBE Dergisi*, No:12, ss. 73-84, Denizli.
- Alvarez, I. (2015). “Financialization, Non-Financial Corporations and Income Inequality: The Case of France”, *Socio-Economic Review*, C: 13, No: 3, ss. 449–475.
- Arrighi, G. (1997/2000). *Uzun Yirminci Yüzyıl: Para, güç ve çağımızın kökenleri*, R. Boztemur (Çev.), İmge Kitabevi Yayınları, Ankara.
- Arrighi, G. (2009). *Sermayenin dolambaçlı yolları-David Harvey’le söyleşi*, O. Akınhay (Çev.), Agora Kitaplığı, İstanbul.
- Assa, J. (2012). “Financialization and Its Consequences: the OECD Experience”, *Finance Research*, C: 1, No: 1, ss. 35-39.
- Ayhan, B. ve Üstüner, Y. (2010). “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı Ekseninde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, *Amme İdaresi Dergisi*, C: 43, No:1, ss. 57-80.
- Bakır, C. (2007). *Merkezdeki Banka, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, İstanbul.
- Bank of Japan (2000). “On Price Stability”, (Çevrimiçi) <http://www.boj.or.jp/en/type/release/zuiji/kako02/data/k001013a.pdf>, 20 Ocak 2020.
- Baran, P., Sweezy P. (2007). *Tekelci Sermaye*, G. Akalın (çev.), 1. Basım, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- Barışık, S. (2004). “Merkez Bankası Bağımsızlığı, Makroekonomik Etkileri ve 2001 Tarihli TCMB Kanununun Yansımaları”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, C: 59, No:3, Ankara.
- Bay, E. (2017). “Enflasyon Hedeflemesi ve Sapmasının Nedenleri”, 29 Mayıs Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- BDDK. (2009). “Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi”, Çalışma Tebliği, 2. Baskı, Ankara.

BDDK. (2019). Temel Göstergeler Raporu, (Çevrimiçi) <https://www.bddk.org.tr/Veriler/TBS-Temel-Gostergeler-Raporu> /14, 10 Haziran 2020.

BDDK (2020). Türk Bankacılık Sektörü Temel Göstergeleri, Mart 2020, s.3.

Bilgili, F., Düzgün, R. ve Uğurlu, E. (2007). “Büyüme, Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurt İçi Yatırımlar Arasındaki Etkileşim”, *Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 23, No: 2, 127-152.

Binay, Ş., Kunter, K. (1998). *Türkiye’de Mali Liberalleşme Çabalarında Merkez Bankasının Rolü*, TCMB Yayınları, Tartışma Tebliği No:9803, Aralık.

BKM. Pos ATM Kart Sayıları, (Çevrimiçi) <https://bkm.com.tr/pos-atm-kart-sayilari/> 10 Haziran 2020.

Boratav, K. (2008). *Türkiye İktisat Tarihi- 1908 – 2007*, 12. Baskı, İmge Kitabevi, Ankara.

Bozkurt, C. (2006). “Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye için Uygun Politika Seçimleri”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Busse, M., & Hefeker, C. (2007). “Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment”, *European Journal of Political Economy*, C: 23, No: 2, ss. 397-415.

Cin, M. F. (2012). *Post-Keynezyen İktisat*, Efil Yayınevi, Ankara.

Clevenot, M., Guy, Y., & Mazier, J. (2010). “Investment and the Rate of Profit in a Financial Context: the French Case”, *International Review of Applied Economics*, C: 24, No: 6, ss. 693–714.

Crotty, J. (2003). “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era”, *Review of Radical Political Economics*, C: 35, No: 3, ss. 271-279.

Cukierman, A. (1999). “Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe”, *Economic Research Discussion Paper*, No: 39.

Çelebi, E. (2002). “Atatürk’ün Ekonomik Reformları ve Türkiye Ekonomisine Etkileri (1923- 2002)”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C: 3, No: 1, ss. 17-50.

Çolakoğlu, B. (2002). “Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 4, No: 2, ss. 17-31.

Demir, F. (2009). “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, *Journal of Development Economics*, C: 88, No: 2, ss. 314-324.

Demirhan, E. (2002). *Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:231, İstanbul.

Demirer, G. N., Görgün, T., Duran, M., Demirer, T. vd. (1999). *Neoliberal Saldırı Kriz ve İnsanlık*, Ütopya, Ankara.

Denk, O., Cournède, B. (2015). “Finance and Income Inequality in OECD Countries”, OECD Economics Department, Working Papers, No. 1224, OECD Publishing, Paris, ss.1-41.

Devey, D. T. ve Lin, K. H. (2013). “Financialization: Causes, Inequality Consequences and Policy Implications”, North Caroline Enstitute, C:17. 18, No: 1, ss. 167-194.

Dore, R. (2002). “Stock Market Capitalism and its Discussion”, *New Political Economy*, C: 7, No: 1, ss. 115-21.

Dökmen, G., ve Aysu, A. (2010). “Hükümet İstikrarının Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Gelişmekte Olan Ülkelere İlişkin Ampirik Bir Çalışma”, *Journal of Yasar University*, C: 18, No: 5, ss. 3028-3037.

Dunhaupt P. (2017). “Determinants of Labour’s Income Share in The Era of Financialisation”, *Cambridge Journal of Economics*, C: 41, No:1, ss. 283-306.

Eğilmez, M. (2010). *Küresel Finans Krizi: Piyasa Sistemi Eleştirisi*, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Eker, A., Altay, A., Sakal, M. (2004). *Maliye Politikası (Teori, İlkeler ve Yöntemler)*, Kanyılmaz Matbaası, İzmir.

Epstein, G. (2005). “Financialization and The World Economy”, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Ercan, F. (2013). “Geç Kapitalistleşme Sürecinde Türkiye’de Toplumsal Dönüşüm ve Sınıfların Oluşumu”, M.C. Ecevit ve F. Güneş (drl.), Toplumsal Tabakalaşma ve Eşitsizlik içinde, Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi.

Erdönmez, P.A. (2003). “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı, 47.

Eroğlu, N. (2008). *Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi*, 2. Baskı, Der Yayınları, İstanbul.

Ertek, T. (1996). *Ekonometriye Giriş*, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.

Fazzari, S. M. (1999). “Minsky and the mainstream: has recent research rediscovered financial keynesianism?”, Working Paper, No.278.

Felek, S. (2016). “Türkiye’de AB Doğrudan Yatırımları, Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Ekonometrik Analizi”, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Denizli.

Fine, B. (2008). “From Financialisation To Neo-Liberalism: Engaging NeoLiberalism” (School of Oriental and African Studies, University of London), (Çevrimiçi) http://www4.fe.uc.pt/ciclo_int/doc_08_09/02_holly_book_con.pdf, 10 Ekim 2019.

Foster, B. J. (2007). “The Financialization and The World Economy”, *Monthly Review*, C: 58, No:11, ss. 1-12.

Greenspan, A. (2001). “Opening Remarks.Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas”, (Çevrimiçi) <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>, 20 Ocak 2020.

Gujarati, D.N. (2004). *Basic Econometrics, Fourth Edition*, (The McGraw-Hill Companies).

Gujarati, D.N. (2005). *Temel Ekonometri*, Ü. Şenesen ve G.G. Şenesen (Çev.), Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Gujarati, D. ve Porter, D. (2009). *Basic Econometrics, McGraw-Hill, Fifth Editon*.

Gujarati, D. N. ve Porter, D. C. (2012). *Temel Ekonometri*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Güçlü, T. (2014). “Finansal birikimin dinamikleri üzerine bir tartışma”, Kampfplatz 7, ss. 83- 112.

Günçavdı, Ö. Küçükçiftçi, S. (2002). “Türkiye’de Finansal Liberalleşme Sürecinin Başarımı ve Mali Kesim Üzerine Bir Değerlendirme”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, C: 29, No: 1-2, ss. 87-107.

Harvey, D. (2004). *Yeni Emperyalizm*, H. Güldü (Çev.), Everest Yayınları, İstanbul.

Harvey, D. (2005). *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford.

Harvey, D. (2010). *Postmodernliğin Durumu*, S. Savran (Çev.), Metis Yayınları, İstanbul.

Hein, E. ve Treeck, T. (2008). *Financialisation in Post-Keynesian Models of Distribution and Growth-A Systematic Review*, Düsseldorf: Macroeconomic Policy Institute, Hans Boeckler.

Helleiner, E., (1994). *States and the Reemergence of Global Finance From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca and London.

Hilferding, R. (1981). *Finance Capital*, T. Bottomore (Çev.), Routledge and Kegan Paul Plc, s. 225, Londra.

Hilferding, R. (1995). *Finans Kapital*, Y. Öner (Çev.), Belge Yayınları, İstanbul, ss.166-167.

İpek, E. (2013). “Türkiye’ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi”, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Balıkesir.

Itoh, M., Lapavitsas, C. (2012). *Para ve Finansın Ekonomi Politikası*, T. Öncel (Çev.), Yordam Kitap, İstanbul.

James, H., (2017). “Bretton Woods To Brexit”, *Finance and Development*, Eylül, C: 54, No:3, (Çevrimiçi) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2017/09/pdf/james.pdf>, 30 Aralık 2019.

Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). “Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-with Applications for the Demand for Money”, *Oxford Bulletin Economics and Statistics*, C:52, ss. 169-210.

- Kadyrova S. (2009). “Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Makroekonomik Performans Arasındaki İlişki”, İstanbul Üniversitesi, Doktora Tezi.
- Kahraman, S. (2007). “Merkez Bankalarının Bağımsızlığı ve T.C. Merkez Bankasının Bağımsızlığı”, Trakya Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi.
- Kahveci, M. (2012). “Finansallaşma ve Ekonomik Kriz İlişkisi Bağlamında 2008 Krizinin İncelenmesi”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Kaplan, C., Özmen, E. ve Yalçın, C. (2006). “The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-Financial Firms in Turkey: An Emprical Investigation”, The Central Bank of the Republic of Turkey. Research and Monetary Policy Department Working Paper No:06/06, ss. 1-48.
- Kara, H. Orak, M. (2008). “Enflasyon Hedeflemesi”, (Çevrimiçi) (https://www.researchgate.net/profile/Hakan_Kara/publication/238738109_ENFLASYON_HEDEFLEMESI/links/5406baf0cf2bba34c1e52d3.pdf), 21 Şubat 2020.
- Karabulut, G. (2002). *Gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlerin nedenleri*, Der Yayınları, İstanbul.
- Karaçimen, E. (2015). *Türkiye’de Finansallaşma: Borç Kısılacında Emek*, SAV (Sosyal Araştırmalar Vakfı), İstanbul.
- Karakaş, G., D. (2009). *Hem Hasımız Hem Hısumuz: Türkiye Finans Kapitalinin Dönüşümü ve Banka Reformu*, Ş. Tokel (Çev.), İletişim Yayınları, İstanbul.
- Karluk, R. (1997). “*Türkiye Ekonomisi*”, 5. Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- Karluk, R. (2009). *5 Nisan 1994 İstikrar Kararları, Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Kaya, Z. (2007). “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon İlişkisi”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- Kaykusuz, M. (2013). “Merkez Bankasının Bağımsızlığının Enflasyon Oranı Üzerinde Etkisi Var mıdır?” *Akademik Bakış Dergisi*, Sayı: 36, Mayıs – Haziran 2013, İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi, Türk Dünyası Araştırmaları Vakfı, Kırgız–Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü, Celalabat – Kırgızistan.

- Kazgan, G. (2013). *Tanzimat'tan 21.Yüzyıla Türkiye Ekonomisi*. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Keskin, N. (2008). “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İzmir.
- Keyder, N. (2002). *Para, Teori-Politika-Uygulama*, Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım, Ankara.
- Kindleberger, C. P. (1978/2008). *Cinnet, panik ve Çöküş-Mali krizler tarihi*, H. Tunalı (Çev.), İkinci Baskı, Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Kır, M. (2011). “Türkiye’ de Büyüme ve İşsizlik Arasındaki İlişkinin Ampirik Analizi”, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Koç, A. (2013). “Dünyada Finansallaşma Süreci ve Türkiye Deneyimi”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Adana.
- Koçtürk, M.O., Gölalan, M. (2010). “1923- 1950 Türkiye Ekonomisinin Yapısal Analizi”, *3. Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*. C. 45, No:2, ss. 48-65.
- Kol, E.N., Karaçor, Z. (2012). “2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve İstihdam Üzerine Etkileri”, *Maliye Dergisi*, Sayı:162, Ocak Haziran.
- Korkmaz, T. (2013), *Portföy Yönetimi*, M. Başar (Ed.), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir, ss. 2-35.
- Kozanoğlu, H. (2011). *Uç(ur)amayan Balon: Finans Türkiye’de ve Dünya’da Finansallaşma*, 1. Baskı, Ayrıntı Yayınları, İstanbul.
- Krippner, R. G. (2005). “The Financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review*, No:3, ss. 173-208.
- Kurtulan, Ö. (2010). “Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankalarının Değişen Rolü”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Kus, B. (2012). “Financialisation and Income Inequality in OECD Nations: 1995-2007”, *The Economic and Social Review*, C: 43, No: 4, ss. 477-495.
- Küçükkalay, A.M. (2015). *İktisadi Düşünce Tarihi*. Beta basım AS, İstanbul.

- Langlois, G., Boismenu, L., Lefebvre, L. Regimbald, P. (2003). *20'nci Yüzyıl Tarihi*, Ö.Turan (Çev.), Nehir Yayınları, İstanbul.
- Lapavitsas, C. (2010). *Finansallaşmış Kapitalizm: Kriz ve Finansal Müsadere*, iç. Costas LAPAVITSAS (Haz.), Finansallaşma ve Kapitalizmin Krizi, T. Öncel (Çev.), Yordam Kitap, İstanbul, ss.25-74.
- Lapavitsas, C., Powell J. (2013). "Financialisation Varied: a Comparative Analysis of Advances Economies", *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, C: 6, No: 3, ss. 359-379.
- Lenin, V.I., (2008). *Imperialism The Highest Stage Of Capitalism*, Resistance Books, Australia.
- Lenin, W. İ. (1917/2009). *Emperyalizm-Kapitalizmin En Yüksek Aşaması*, F.Burak Aydar (Çev.), Agora Kitaplığı, İstanbul.
- Malatyalı, N. K. (1998). *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, DPT Yayını, Yayın No: 1998-01, ss.16-45.
- Malatyalı, N.K. (1999). *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, DPT Yayını, ss. 8-9, Ankara.
- Maliye Bakanlığı (2015). Yıllık Ekonomik Rapor 2015, Ankara.
- Mandel, E. (1974). *Marksist Ekonomi El Kitabı. 2.b, O. Suda (Çev.)*, Suda Yayınları, İstanbul.
- Mangır, F. (2006). "Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. No:16, ss. 459-472.
- Marx, K. (2008). *Grundrisse Ekonomi Politüğün Eleştirisi İçin Ön Çalışma. S. Nişanyan (Çev.)*, Birikim Yayınları, İstanbul.
- Marx, K. (2011). *Kapital Cilt 1. N. Satlıgan (Çev.)*, Yordam Yayınları, İstanbul.
- Marx, K. (1867/2017). *Kapital, C.I, 10. B, M. Selik, N. Satlıgan (Çev.)*, Yordam Kitap, İstanbul.
- McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*, Washington D. C.: The Brooking Institution.

- Meçik, O. ve Afşar, M. (2014). “OECD Ülkelerinde Finansallaşma Süreci ve Etkileri”, *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C:14, No: 3, ss.1-21.
- Mishkin, F. S. ve A. S. Posen. (1997). “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, C: 3, No: 3, ss. 9-110.
- Mishkin, F. S. (1997). “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers”, *Maintaining Financial Instability in a Global Economy*, ss. 55-96.
- Mishkin, F. S. (2006). “Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?”, *National Bureau of Economic Research Working Paper 12515*.
- Musa, X. (2017). “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicileri”, *Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi*.
- Musullugil K.A. (2007). “Finansal Serbestleşme ve Ekonomik Büyüme: Türkiye Örneği”, *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora tezi*.
- Nevins, A., Commager, H.S. (2017). “*ABD Tarihi*”, H. İnalçık (Çev.), *Doğu-Batı Yayınları*, Ankara.
- Oğuz, O. Canan, A. (2016). “Türkiye’de Finansal Sistem ve Bankacılık”, *Para-Banka ve Finans*, ss. 463-490.
- Oktar, S. (1996). “*Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*”, *Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul*.
- Oran, S., S. (2017). “Türkiye’de Emeklilik Sisteminin Finansallaşma Çerçevesinde Analizi: Bireysel Emeklilik Sistemi”, *Mülkiye Dergisi*. C:41, No:3, ss.49-82.
- Orhangazi, Ö. (2008). “Keynesgil Finansal Düzenlemelerden Finansallaşmaya: İktisat Literatürü ve ABD Ekonomisinin Finansallaşmasına Tarihsel Bir Bakış”, *ODTÜ Gelişme Dergisi*, C: 35, No:1, ss.154-155.
- Orhangazi, Ö. (2008). “Financialization and Capital Accumulation in The Nonfinancial Corporate Sector: Atheoretical and Empirical Investigation on The Us Economy:1973-2003”. *Cambridge Journal of Economics*. No: 32, ss. 863-886.
- Orhangazi, Ö. (2011). “Kalkınma Kapitalizmin Mantığı ve Eşit Olmayan Gelişme”, *İktisat Dergisi*, No: 519, Aralık, s. 51.

- Orhangazi, Ö. (2017). “Günümüz Kapitalizmde Finansın Rolü Üzerine Birkaç Not”, *İktisat ve Toplum Dergisi*, No: 86, ss. 32-39.
- Öğretmen, E. (2004). “Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri”, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Özdemir, M. (2005). “Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye”, Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Özmen, Ç. (2011). “Finansal Piyasaların Serbestleştirilmesinin Finansal Krizlere Etkileri ve Türkiye’deki Durum”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Özşahin, Ş. (2011). “Türkiye Ekonomisinde Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Büyüme Etkileşiminin ARDL Yöntemi ile Analizi”, *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, C: 12, No: 23, ss. 379-413.
- Palley, T. I. (2007). “Financialization: What it is and Why it Matters”, Political Economy Research Institute, Working Paper Series, Number 153.
- Palley, T. I. (2009). “The Macroeconomics of Financialization: A Stages of Development Approach”, *Ekonomiaz*, C: 72, No: 3, ss. 34-51.
- Panitch, L. ve Gindin, S. (2010/2012). *Kapitalizmde Krizler ve Bu Defaki Kriz*. L.Panitch, G.Albo ve V.Chibber(Ed.), Bu Defaki Kriz Socialist Register 2011 içinde. U. Haskan (Çev.), Yordam Kitap, İstanbul.
- Papadimitriou D. B. & Wray L. R. (1999). “Minsky’s Analysis of Financial Capitalism”, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No: 275.
- Parasız, İ. (2005). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 8. Basım, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- Paulre, B. (2010). “Crisis In The Global Economy, Financial Markets, Social Struggles, and New Political Scenarios”, USA.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. (1997). “An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis”, (Çevrimiçi) <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.153.3246&rep=rep1&type=pdf>, 25 Temmuz 2020.

Phillips,K.(1993). *Boiling Point Republicans Democrats and the Decline of Middle Class Prosperity*, 1. Basım, Random House, New York.

Sakarya, Ş. ve Akkuş, H. (2018). “BİST-100 ve BİST Sektör Endeksleri ile VIX Endeksi Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C: 21, No: 40, ss. 351-373.

Serdengeçti, S. (2005). Merkez Bankası Bağımsızlığı, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>, 25 Şubat 2020.

Seyidoğlu, H. (2003). “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C: 4, No: 2, ss. 141-156.

Sözer, Ç. (2013). “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi”, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

SPK. (2017). Aylık İstatistik Bülteni 2017 Aralık, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, 11 Haziran 2020.

SPK. (2018). Aylık İstatistik Bülteni 2018 Aralık, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, 11 Haziran 2020.

SPK. (2019). Aylık İstatistik Bülteni 2019 Aralık, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, 11 Haziran 2020.

Stiglitz, E.J. (2002). *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*, A. Taşçıoğlu, D. Vural (Çev.), Plan B Yayınları, İstanbul.

Stockhammer, E. (2004). “Financialization and the Slowdown of Accumulation”, *Cambridge Journal Of Economics*, C: 28, No: 5, ss.719-741.

Stockhammer, E. (2010). “Financialization and the Global Economy”, University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, (Çevrimiçi) <https://www.peri.umass.edu/publication/item/392-financialization-and-the-global-economy>, 19 Kasım 2019.

Stockhammer, E. (2016): “Neoliberal Growth Models, Monetary Union and the Euro Crisis. A Post-Keynesian Perspective”, in: *New Political Economy* C: 21, No: 4.

Şamiloğlu, F. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye'nin Finansal Kaynak Sorunu*, Gazi Yayınları, Ankara.

Şimşek, G. (2014). "Sermaye Birikiminin Stratejik Belirleyeni: Beşeri Sermaye (Türkiye'de Sermaye Birikim Sürecini Beşeri Sermaye Üzerinden Okumak)", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Şıklar, İ. (1999). *Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü*, Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No:27- 1B.

Şoltan, T. (2009). "Enerji Tüketimi ile Gayri Safi Yurt İçi Hasıla Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Granger, Toda-Yamamoto ve Ardl Testleri ile İncelenmesi", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Takım, A. (2011). "Türkiye'de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi Örneği", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C: 7, No: 13, ss.15-35.

Tang, T., C. (2003). "Japanese Aggregate Import Demand Function: Reassessment from the 'Bounds' Testing Approach", *Japan and World Economy*, No: 15, ss. 419-436

Tang, K., & Xiong, W. (2012). "Index Investment and The Financialization of Commodities", *Financial Analysts Journal*, C: 68, No: 6, ss. 54-74.

Tarı, R. (2011). *Ekonometri*, 7. Baskı, Umuttepe Yayınları, Kocaeli.

Tarı, R. (2002). *Ekonometri*, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.

Taşdemir, A. (2013). "2008 Ekonomik Krizinin Türkiye'de İstihdama Etkilerinin Sektörel Bazda Ampirik Model ile Analizi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

TBB. (2008). 50. Yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türkiye'de Bankacılık Sistemi "1958-2007", (Çevrimiçi) <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/808/2tbb50yil.pdf>, 15 Nisan 2020.

TBB. (2008). Banka Kartlar ve Kredi Kartlar Uygulamalar Hakkında Yararlı Bilgiler, (Çevrimiçi) <https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/816/2bankakartlaripdf>, 15 Nisan 2020.

- TBB. (2016). “Türkiye’de Bankacılık Sektörü 1960-2015”, (Çevrimiçi) https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/2183/Turkiye'de_Bankacilik_Sektoru_1960-%202015.pdf, 15 Nisan 2020.
- TBB (2019). (Çevrimiçi) <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59>, 10 Haziran 2020.
- TCMB. (2002a). “Fiyat İstikrarı”, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr, 20. Ocak 2020.
- TCMB. (2002). “Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Ankara.
- TCMB, (2005). “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Ankara.
- TCMB. (2006). “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr> 16 Şubat 2020.
- TCMB. (2011). “Merkez Bankaları ve İletişim, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında İletişim Politikalarının Gelişimi”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr, 20 Ocak 2020.
- TCMB. (2012). “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık”, TCMB Yayınları.
- TCMB. (2013). “Enflasyon ve Fiyat İstikrarı”, (Çevrimiçi) <https://www.tcmb.gov.tr>. 23 Şubat 2020.
- TCMB. (2019). “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Tarihçesi ve Görevleri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (Çevrimiçi) www.tcmb.gov.tr, 20 Ocak 2020.
- Telatar, E. (2002). *Fiyat İstikrarı. Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Tellalbaş, I. (2011). “Sermaye Birikimi ve Finansallaşma Türkiye Örneği”, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- Tellalbaş, I. (2012). “Finansallaşma Sorunsalı ve İMKB Örneği”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, No: 16, ss. 12-43.
- Tellalbaş, I. ve Kaya, F. (2013). “Financialization of Turkey Industry Sector”, *International Journal of Financial Research*. C: 4, No: 3, ss. 127-143.
- The International Gold Standart and U.S. Monetary Policy From WW1 To The New Deal, (Çevrimiçi) <https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/craint89.pdf>, 30 Aralık 2019.

- Theurillat, T., Corpataux, J., Crevoisier, O. (2010). "Property Sector Financialization: The Case of Swiss Pension Funds(1992-2005)", *European Planning Studies*, C: 18, No: 2, ss. 189-212.
- Tunalı, H. ve Özdemir, O. (2017). "Türkiye’de Finansallaşmanın Emek Payı Üzerindeki Etkisi Üstüne Bir Deneme", *İktisat Fakültesi Mecmuası*, C: 67, 2017/1, ss. 57- 116.
- Turan, Z. (2011). "Dünyadaki ve Türkiye’deki Krizlerin Ortaya Çıkış Nedenleri ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi", *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, C: 4, No: 1, ss. 56-80.
- TÜSİAD (2019). *2019 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi*, Yayın No: TÜSİAD-T/2019-02/602, İstanbul.
- TÜSİAD (2020). *2020 Yılına Girerken Türkiye ve Dünya Ekonomisi*, Yayın No: TÜSİAD-T/2020-02/612, İstanbul.
- Üzar, U. (2014). "Türkiye’de Finansallaşma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi", İstanbul Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Üzar, U. (2018). "Finansallaşma Fonksiyonel Gelir Dağılımını Etkiliyor Mu? Politik Ekonomi Perspektifinden Ampirik Bir Değerlendirme", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.
- Üzar, U. (2019). "Kapitalizmin Finansallaşma Sürecinde Önemli Bir Sorun Olarak İşsizlik: Tartışma ve Analiz", *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, SİYASAL: Journal of Political Sciences*, C: 28, No: 1, ss. 73–97.
- Van Treeck, T. (2008). "Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-led Economies: An ARDL Approach", *Metroeconomica*, C: 59, No: 3, ss. 371–404.
- Yalta, A. Y. (2011). "Para Politikası Rejimleri", UADMK Açık Lisans Bilgisi, Hacettepe Üniversitesi.
- Yay, T. (2003). "Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme", *İktisat Dergisi*, No: 438, ss. 16-33.
- Yazgan, A. (2003). "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Avrupa Merkez Bankaları Sistemine Uyumu", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezi.

Yeldan, E. (2004). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, İstanbul.

Yeldan E. (2009). “On The Nature and Causes Of The Collapse Of The Wealth Of Nations, 2007/2008: The End Of A Façade Called Globalization”, Political Economy Research Institute University of Massachusetts Amhers, Working Paper No :197, February.

Yeldan, E. (2012). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İletişim Yayınları, İstanbul.

Yetiz F. (2008). “Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi, Türk Finans Sistemi”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Adana.

Yıldırım, C. (2011). “Birinci ve İkinci Nesil Washington Uzlaşması: Neoliberal İktisat Politikalarının 1980’den Sonraki Evrimi”, *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, Güz, C:7, No:2, ss. 1-23.

Yükseler, Z. (2005). “IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005/9.

Wade, H. R. (2005). “The March Ofneoliberalism and What To Do About It,” draft paper for plenary talk at conference Beyond ‘Deregulation’: Finance in the 21st Century, University of Sussex, 26-28 May.

Williamson, J., Mahar, M. (2002). *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, G. Delice (Çev.), Liberte Yayınları, Ankara.