

T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ (2003-2012)

ARİFE ÖZDEMİR

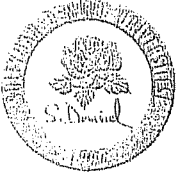
1130201528

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN

Prof. Dr. ŞEREF KALAYCI

ISPARTA– 2013



T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS

TEZ SAVUNMA
SINAV TUTANAĞI



Tez Savunması 1

Tarih:5/6/ 2013

Enstitü Yönetim Kurulunun / / tarih ve sayılı kararıyla oluşturulan jürimiz, İşletme Anabilim Dalı *Muhasebe-Finansman* Bilim Dalı *Yüksek lisans* öğrencisi Arife ÖZDEMİR'nin "KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNE ETKİSİ TÜRKİYE ÖRNEĞİ :2003-2012 " başlıklı tezini incelemek ve değerlendirmek üzere 5/6/2013 tarihinde saat 10:00'da toplanmış ve adayı tez savunmasına almıştır.

SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Yönetmeliğinin 36. Maddesi uyarınca adaya dakika süreyle teziyle ilgili Ek'te sunulan sorular yöneltilmiştir. Yapılan değerlendirmeler sonunda adayın tezinin aşağıda belirtilen sebeplerle,

☒ Tezin kabul edilmesine (Öğrenci, varsa jüri tarafından gerekli görülen düzeltmeleri yaparak, tezinin onaylı son şeklini bir (1) ay içinde Enstitü'ye teslim etmelidir.)

☐ Tezde düzeltme verilmesine (Öğrenci, tezde gerekli görülen düzeltmeleri yaptıktan sonra altı (6) ay içinde savunmasını yineleyecektir.)

☐ Tezin reddedilmesine (Öğrenci yeni tez konusu belirleyecek)

*Tez adı değişikliği yapıldı/yapılmadı.
oy birliği/oy çoğunluğu ile karar verilmiştir.

Gereği arz olunur.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri Türkiye Örneği (2003-2012)

Jüri	Adı Soyadı	İmza
Danışman	: Prof.Dr.Şeref KALAYCI	
Üye	: Yrd.Doç.Dr.Gamze Göçmen YAĞCILAR	
Üye	: Yrd.Doç.Dr.Hakan DEMİRGİL	
Üye	:	
Üye	:	

Ekler :

- 1) Tez Değerlendirme Jüri Raporları
- 2) Sınav soru tutanağı

SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği; Madde 36 (3) Jüri üyeleri, söz konusu tezin kendilerine teslim edildiği tarihten itibaren en geç bir ay içinde, hazırladıkları raporlarla birlikte toplanarak öğrenciyi tez savunma sınavına alırlar. Tez savunma sınavının yeri ve tarihi EYK'nca belirlenir. Jüri aralarında bir başkan seçer. Tez savunma sınavı, tez çalışmasının sunulması ve bunu izleyen soru-cevap bölümünden oluşur. Tez savunma sınavı en az kırkbeş, en çok doksan dakikadır.

(4) Tez sınavının tamamlanmasından sonra jüri tez hakkında salt çoğunlukla kabul, ret veya düzeltme kararı verir. Bu karar, EABD Başkanlığınca tez sınavını izleyen üç gün içinde Enstitüye tutaahkla bildirilir. Tezi reddedilen öğrenci yeni tez konusu sunmak zorundadır. Tezi hakkında düzeltme kararı verilen öğrenci en geç altı ay içinde gereğini yaparak tezini aynı jüri önünde yeniden savunur. Bu savunma sonunda da tezi kabul edilmeyen öğrenci yeni tez konusu sunmak zorundadır. Yeni tez konusu bu Yönetmeliğin 38 inci maddesinde yer alan esaslara göre belirlenir.

Enstitü Yönetim Kurulu Kararı	Tarih:	Karar No:
Bu form sınavdan sonra danışman tarafından düzenlenerek ilgili Anabilim Dalı Başkanlığı aracılığı ile 3 gün içinde Enstitüye teslim edilir.		



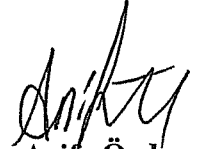
T.C.

SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri : Türkiye Örneği (2003-2012)” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadar ki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.


Arife Özdemir
05.06.2013

ÖZET

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (2003-2012)

Arife ÖZDEMİR

Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme Bölümü, Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 112
Sayfa, 2013

Danışman: Prof. Dr. Şeref Kalaycı

Küreselleşme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri bu ülkelerin ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz birçok etkiye sebep olmaktadır. Literatürde kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu etkilerinin araştırılmasına yönelik bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı da Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerinde nasıl bir etkiye sahip olduğunun araştırılmasıdır. Bu çalışmada makro ekonomik değişken olarak 2003-2012 yılları için, GSYİH, DİBS faiz oranları, dolar kuru değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada değişkenler arasındaki etkileri araştırmak amacıyla VAR Modeli kullanılmış, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü tespit etmek için de Engle Granger Nedensellik Analizi yapılmış, son olarak da değişkenlerde meydana gelen bir birimlik şok karşısında değişkenlerin verdikleri tepkileri ölçmek için Etki-Tepki analizleri ve Varyans Ayrıştırma analizleri yapılmıştır. Yapılan araştırmalar sonucunda değişkenler arasında ilişkiler tespit edilmiş, dolar kuru ve GSYİH arasında çift yönlü nedensellik, diğer değişkenler arasında da tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. DİBS'te meydana gelen değişimlere karşı kısa vadeli sermaye hareketlerinin duyarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Sıcak Para, Türkiye Ekonomisi, Engle Granger Nedensellik Testi, VAR Model, Sermaye Hareketliliğini Ölçmekte Kullanılan Kriterler, Kısa Vadeli Sermaye Hareketliliğini Açıklayan Teoriler

ABSTRACT

MACRO-ECONOMIC EFFECTS OF SHORT-TERM CAPITAL MOVEMENTS: THE CASE OF TURKEY (2003-2012)

Arife ÖZDEMİR

Suleyman Demirel University, Department of Business Administration, Master Thesis,
Isparta, 112 Pages, 2013

Supervisor: Prof.Dr. Şeref KALAYCI

With the globalization of short-term capital flows to developing countries causes many positive and negative effects on the economies of these countries. In the literature short-term capital movements, plenty studies have been conducted to investigate the effects of it. The aim of this study is to investigate the short-term capital flows on macro economic variables in Turkey. In this study, the macro economic variables for the years 2003-2012, GDP, government securities, the exchange rate variables are used. In order to determine the relation ships among variables the VAR Models, Impulse-Response Functions and Variance Decomposition analyses have been conducted. The relationships between variables were identified as a result of research, bi-directional causality between the exchange rate and GDP, one-way causal relationship between other variables have been identified. The concluded that short term capital movements are sensitive to the changes in government securities.

Key Words: Short-Term Capital Movements, Hot Money, Economy of Turkey, Engle Granger Causality Test, VAR Model, Capital Mobility Criteria Used to Measure, Theories Explaining Short-Term Capital Mobility

İÇİNDEKİLER

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI	i
YEMİN METNİ SAYFASI	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR	viii
TABLolar DİZİNİ	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ	x
ÖNSÖZ	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE SICAK PARA	3
KAVRAMLARI	3
1.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Tanımı ve Kapsamı	3
1.1.1.Yerel Sabit Getirili Mali Araçlar.....	4
1.1.2.Yerel Hisse Senetleri Piyasası.....	5
1.2.Sıcak Para Kavramının Tanımı Ve Kapsamı	5
1.2.1.Sıcak Para Kavramı.....	5
1.2.2.Sıcak Para Hareketlerinin Belirleyicileri	12
1.2.3.Sıcak Paranın Yararları	13
1.2.4.Sıcak Paranın Zararları.....	14
1.2.6.Sıcak Paranın Etkileri.....	16
1.3.Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Sıcak Para Arasındaki Farklar	18
İKİNCİ BÖLÜM.....	21
KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TEORİSİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ.....	21
2.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler	21
2.1.1.Mundell-Fleming Modeli	21
2.1.2.Faiz Haddi Paritesi Teoremi	27
2.1.3.Portföy Dengesi Yaklaşımı	28
2.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri	31

2.2.1.Döviz Kuru Üzerindeki Etkiler	33
2.2.2.Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri.....	36
2.2.3.Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri.....	37
2.2.4.Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkileri.....	38
2.2.5. Kurumsal Etkiler	40
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	41
KÜRESELLEŞME VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ.....	41
3.1.Finansal Küreselleşme	41
3.2.Finansal Liberalizasyon	43
3.3.Finansal Yenileşme.....	45
3.4.Finansal Küreselleşmenin Sermaye Akımlarına Etkisi.....	46
3.5.Dünya’da ve Türkiye’de Sermaye Akımlarının Seyri	48
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	57
ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİNİ ÖLÇMEKTE KULLANILAN KRİTERLER.....	57
4.1.Feldstein-Horioka Durumu	57
4.2.Reel Faiz Paritesi	61
4.3.Kapalı Kapsanmış Faiz Paritesi	61
4.4.Kapsanmamış Faiz Paritesi	63
BEŞİNCİ BÖLÜM.....	65
LİTERATÜR ARAŞTIRMASI	65
ALTINCI BÖLÜM	71
ARAŞTIRMA DİZAYNI	71
6.1.Araştırmanın Amacı.....	71
6.2.Araştırmanın Metodolojisi	71
6.2.1.Zaman Serilerinde Durağanlık	71
6.2.2.Zaman Serilerinde Nedensellik Testi	76
6.2.3.Zaman Serilerinde VAR (Vektör Otoregresif Model) Ve Eşbütünleşik VAR.....	77
6.3.Araştırmanın Kısıtları Ve Veri Seti	79
6.4.Araştırmanın Hipotezi.....	80
6.5.Verilerin Analizi Ve Araştırma Bulguları.....	80
6.5.1.Birim Kök Testleri	82
6.5.2.VAR (Vektör Otoregresif) Model.....	87

6.5.3.VAR Modeline Dayalı Engle-Granger Nedensellik Testi.....	89
6.5.4.Etki-Tepki Ve Varyans Ayrıştırma Analizleri	91
YEDİNCİ BÖLÜM.....	95
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	95
KAYNAKLAR	98
EKLER.....	108
ÖZGEÇMİŞ	112

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Artırılmış Dickey Fuller
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
a.g.t.	: Adı Geçen Tez
AIC	: Akaike Info Criteria
DF	: Dickey Fuller
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
EKK	: En Küçük Kareler
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İç Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	: Katma Değer Vergisi
logKAREKVYS	: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri
logDİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
logGSYİH	: Gayri Safi Yurt İç Hasıla
MB	: Merkez Bankası
MF	: Mundell Fleming
ÖTV	: Özel Tüketim Vergisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
VAR	: Vector Autogressive
VECM	: Vector Error Correction Model

TABLÖLAR DİZİNİ

Tablo 1.1 Türkiye'deki Yabancı Portföyünün Değeri(Milyon \$).....	10
Tablo 1.2 Sıcak Paranın Portföy Yatırımları Ve Kar Transferi (Milyon \$)	10
Tablo 1.3 Sıcak Paranın 2012 Yılı Getirisi	11
Tablo 3.1 Sermaye Akışkanlığının Aşamaları	53
Tablo 3.2 2001-2010 Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Hareketleri	54
Tablo 6.1 Dickey-Fuller τ -istatistik İçin Kritik Tablo Değerleri.....	74
Tablo 6.2 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	82
Tablo 6.3 DİBS Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	83
Tablo 6.4 DİBS 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	84
Tablo 6.5 GSYİH Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	85
Tablo 6.6 GSYİH 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	85
Tablo 6.7 Döviz Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	86
Tablo 6.8 Döviz 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	87
Tablo 6.9 VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi.....	88
Tablo 6.10 VAR Modelinin Köklerinin Durağanlığının Tespit Edilmesi	88
Tablo 6.11 VAR Modeli İçin Otokorelasyon Testi.....	89
Tablo 6.12 Değişen Varyans Testi	89
Tablo 6.13 VAR Modeline Dayalı Engle- Granger Nedensellik Testi.....	90
Tablo 6.14 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Varyans Ayırıştırması	93
Tablo 6.15 GSYİH Varyans Ayırıştırması	93
Tablo 6.16 DİBS Varyans Ayırıştırması	94
Tablo 6.17 Döviz Varyans Ayırıştırması.....	94

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1 Portföy Yatırımlarının Her Bir Ülke/Bölge Bazında Toplam Sermaye Akışındaki Payı	11
Şekil 2.1 Mundell-Fleming Modeli	23
Şekil 2.2 Mal-para-döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması: sabit döviz kuru.....	24
Şekil 2.3 Mal-para-döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması: Esnek Döviz kuru sistemi	26
Şekil 3.1 Tüm Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketleri (52 hafta birikimli/ Milyar ABD Doları).....	48
Şekil 3.2 1860-2000 Yılları Arası Sermaye Hareketleri	52
Şekil 6.1 Serilerin Analizi.....	81
Şekil 6.2 Etki-Tepki Grafikleri	91

ÖNSÖZ

Finansal serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketlerinin bir ülkeden diğerine hareket etmesi oldukça kolaylaşmış ve bu sermaye hareketlerinin vade yapıları oldukça kısalmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri olmaktadır. Bu bağlamda bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinin makro ekonomik değişkenleri (GSYİH, DİBS Faizleri, Dolar Kuru) üzerindeki etkisi araştırılmaktadır.

Bu tez çalışmasının gerçekleştirilmesinde büyük katkısı olan sayın hocam Prof.Dr. Şeref KALAYCI'ya, Tez İzleme Komitesi'nde yer alan sayın hocalarım Yrd.Doç.Dr. Hakan DEMİRGİL, Yrd.Doç.Dr. Gamze GÖÇMEN YAĞCILAR'a ve araştırmanın analiz bölümünde yardımlarını esirgemeyen Arş.Gör. Hakan BOZDAĞ'a teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak bu çalışma süresinde maddi ve manevi desteklerini esirgemeyen, beni çalışmaya teşvik eden ve her zaman yanımda olan aileme sonsuz teşekkür ederim.

GİRİŞ

Son dönemlerde teknolojiye yaşanan gelişmelerin de katkısıyla ulusal piyasalar birleşmiş, ekonomik sınırlar ortadan kalkmış, dünya büyük bir köy haline gelerek küreselleşme önem kazanmış, mal ve sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Yaşanan finansal liberalleşme sonucunda gelişmiş ülkelerde bol miktarda bulunan sermaye, sermaye miktarının az olduğu ve sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Gelişmekte olan ülkeler de ihtiyaç duydukları sermayeyi ülkelerine çekebilmek amacıyla faiz oranlarını yüksek, döviz kurlarını da düşük tutarak yabancı sermayeyi ülkelerine çekmeye çalışmışlardır. Bu sermaye akımlarının genel özelliği faiz kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriye elde etmek olmuştur.

Sermaye akımları hem yatırım yapanlar hem de yatırım yapılan ülke ekonomilerine bir takım katkılar sağlamıştır. Yatırım yapanlar kar elde etmişler, yatırım yapılan ülkelerin ekonomileri de ihtiyaç duydukları sermayeye kavuşarak ekonomileri geçici de olsa rahatlamış, cari açıklarını finanse edebilmişler ve ekonomik büyüme gerçekleştirmişlerdir. Ancak bu sermaye akımları kısa süreli bir yapıya sahip oldukları ve ülkede yaşanan herhangi bir olumsuzluk karşısında hassasiyet taşıdıkları için aynı zamanda risklidirler de. İhtiyaç duydukları sermayeyi ülkelerine çekebilmek için gelişmekte olan ülkeler finansal serbestleşme için gerekli özellikleri tam olarak sağlamadan ekonomilerini yabancı sermayeye açtıkları için birtakım sorunlarla karşılaşmışlardır. Gelişmekte olan ülkelere yaşanan olumsuzlukların en başında sermayenin ani çıkışıyla birlikte ekonomide ciddi sıkıntıların yaşanması ve bu sürecin çoğu zaman krizlerle sonuçlanması gelmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde istikrarsızlık yarattığı düşüncesi bir çok çalışmayla kanıtlanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerine etkileri Türker Kaya (1998) , Kirmanoğlu ve Özçelik (1999), Çevis ve Kadılar (2001), Yeldan (2002), İnsel ve Sungur (2003), Kar ve Kara (2005), Keskin (2008), Turan (2011) tarafından çalışılmıştır.

Bu tez çalışmasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerine makro ekonomik etkileri 2003-2012 dönemi için ekonometrik bir model çerçevesinde araştırılmıştır. Çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye, DİBS Faizleri,

dolar kuru, GSYİH değişkenleri arasındaki ilişkiler, VAR modeli, Etki-Tepki Analizleri ve Varyans Ayırıştırması ile araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para kavramlarının kapsamı açıklanmış ve aralarındaki farka değinilmiştir. İkinci bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan teoriler üzerinde durulmuş ve bu hareketlerin makro ekonomik etkileri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde finansal küreselleşme, liberalizasyon hareketi ve finansal küreselleşmenin sermaye akımlarına etkisi; dördüncü bölümde uluslar arası sermaye hareketlerini ölçmekte kullanılan kriterler açıklanmıştır. Beşinci bölümde konuyla ilgili literatür taramasına yer verilmiştir. Altıncı bölümde metodoloji ve araştırma yapılırken kullanılan zaman serisi modelleri kısaca açıklanmış, Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik etkilerinin analizi yapılmış ve elde edilen sonuçlara yer verilmiştir. Son bölümde ise yapılan araştırmayla ilgili olarak genel bir değerlendirme yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE SICAK PARA KAVRAMLARI

1.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Tanımı ve Kapsamı

Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler bilançosunda bankalar aracılığıyla yapılan ve başka bir yerde gösterilemeyen bir kalemdir, ayrıca faiz farkının oluşturduğu arbitraj olanağını değerlendirmek amacıyla hareket eden ve geriye dönüş hızı çok yüksek hareketlerdir. Kısa vadeli sermaye hareketleri; ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri, dışardan veya yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanması gibi geniş bir yelpazeye sahip finansal işlemlerden oluşur.¹

Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler dengesinde:²

a) Varlıklar:

-Bankaların Döviz Mevcutları: Bankalarca yurt dışı muhabirleri tarafından tutulan cari ve depo hesaplarından oluşur ve bankaların döviz üzerinden yaptıkları her türlü işlem döviz hesaplarına yansıtılmaktadır.

-Verilen Döviz Kredileri: Bankalar ve Merkez Bankası tarafından yurt dışına verilen döviz kredilerinden oluşmaktadır.

b) Yükümlülükler: Yurt dışında yaşayan kişiler tarafından açılan döviz tevdiat hesapları ve yurt dışı bankaların depo hesaplarını içeren mevduat kalemi ile banka ve kuruluşların yurt dışından sağladıkları kısa vadeli döviz kredileri ve dış ticareti finanse etmek amacıyla sağlanan kısa vadeli ticari kredileri kapsar.

Küresel finansal piyasalarda kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunluğu son zamanlarda çok büyük boyutlara ulaşmış bulunmakta ve bu artış sermaye giren ülkelerin mali piyasalarına girerken ve çıkarken ani dalgalanmalara sebep olmakta,

¹ Dani Rodrik, Andres Velasco, "Short-Term Capital Flows", World Bank ABCDE Conference, 1999, s.14

² Zeki Bildirici, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para", 2008, S.1,
<http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf> , (15.04.2012)

ülkenin reel sektörüne büyük bir fayda sağlamamaktadır.³ Döviz kuru esnekliği aşırı derecede kısa vadeli dış borçlanmaya neden olabilir. Hem borç veren hem de borç alan arasında örtülü bir zincir mevcuttur. Gelişmekte olan ülkelerin karakteristik yüksek nominal faiz oranları çok büyük kısa vadeli sermaye girişlerine neden olabilir. Döviz riski büyük oranda nominal döviz kuruyla ilişkili bulunmakta ve faydalı olabilmektedir eğer bu ilişki sınırlı olursa kısa vadeli sermaye hareketleri ılımlı bir rol üstlenebilir.⁴

Sermaye akımlarını etkileyen faktörler temelde ikiye ayrılmaktadır. Birincisi ülkeye özgü olan ve ilgili ülkedeki riskleri ve fırsatları yansıtan etkenlerdir. Hisse senedi piyasaları getiri oranları, kredi derecelendirme ve borçların ikincil piyasa fiyatları sermaye akımlarını etkiler. İkincisi ise global etkenlerdir.⁵ Bunlar genellikle gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşmesi ya da hisse senedi piyasalarında getirinin azalmasına bağlı olarak büyük hacimli fonların gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle ortaya çıkmakta ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları makro ekonomik politikalar da bunu kolaylaştırabilmektedir. Sermaye hareketlerinin parasal genişleme ve buna bağlı olarak enflasyonist baskıların artması, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artması gibi olumsuz etkileri de bulunmaktadır.⁶ Kısa vadeli sermaye hareketleri yerel sabit getirili mali araçlara ve yerel hisse senetleri piyasasına olmak üzere ülkelere iki şekilde gelir.

1.1.1.Yerel Sabit Getirili Mali Araçlar

Uluslar arası kısa vadeli sermaye hareketlerinin ana etkenlerinden birisi risk faktörüne göre düzenlenmiş olan faiz oranlarıdır. Bu yüzden ülkenin uygulamış olduğu para politikası ya da dış kredi kullanım kısıtlamaları sonucunda yükselen reel faizler, yüksek gelir elde etmek isteyen yatırımcıları ülkeye çekmektedir.⁷ Devlet iç borçlanma

³ Muhammet Akdiş, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, (Mayıs-Haziran/2004) , Yıl:6, Sayı:36, s.36-48.

⁴ Barry Eichengreen, Michael Mussa, “Capital Account Liberalization and The IMF”, Finance Development, Vol.35, No.4, 1998, s.18

⁵ Punam Chuhan, Stijn Claessens, Nlandu Mamingi, “Equity and Bond Flows to Asia and Latin America The Role of Gloabal and Country Factors”, International Economics Department The World Bank, 1993, WPS 1160, s.5

⁶ Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman, Carmen M. Reinhart, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 302, 1994, s.5

⁷ Dilek Coşgun, “Uluslar arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Afyonkocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, 2006, s.37

senetleri, tahviller, hazine bonoları, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler yerel sabit getirili mali araçlara örnek verilebilir.⁸

1.1.2.Yerel Hisse Senetleri Piyasası

Gelişmekte olan ülkelerde yatırımcılar sabit getirili mali araçlara yatırım yapmaktaydı; ancak son zamanlarda tasarruflarını hisse senetlerine yönlendirmeye başlamışlardır. Böylece faizle borçlanma yerine hisse senedi ortaklığının getirdiği “ortak olma” esaslı sıfır finansman maliyetiyle yatırımları hızlandırmaktadır.⁹

1.2.Sıcak Para Kavramının Tanımı Ve Kapsamı

1.2.1.Sıcak Para Kavramı

Yükselen piyasa ekonomisi kavramı, 1980’lerin sonlarından başlayarak finansal serbestleştirme ve kambiyo rejimlerinin kuralsızlaştırılması (de-regülasyon) politikalarını benimseyerek, ulusal mali piyasalarını uluslar arası finansal sermayenin spekülasyonuna açmaya yönelik ekonomilere verilen isimdir. 60’lı ve 70’li yıllarda *kalkınmakta olan ülkeler* olarak anılan bu ekonomiler, kalkınma ve sanayileşme kavramlarının iktisat yazınından çıkarılmasıyla birlikte bu ifadeyle anılmak yerine “yükselen piyasaya” dönüşmüş ve uluslar arası finans ağının kısa dönemli faiz, kur, borsa hesaplarına dayalı mantığına tabi tutulmuşlardır. Türkiye de 1980’ler süresince sürdürdüğü finansal serbestleşme politikalarını, 1989’da sermaye hareketlerinin tamamını kuralsızlaştıran 32 sayılı karar ile birlikte tamamlamış ve yükselen piyasa statüsü kazanmıştır.¹⁰

1980’lerde dünya ekonomisinin krizi; sermaye piyasalarındaki kontrollerin kalkması ve sermayenin uluslar arası dolaşımının serbestleşmesi, bilgi ve haberleşme teknolojisinin yatırımcılara piyasadaki dalgalanmalara anında tepki verme olanağı sağlaması ekonomilerde yeni bir aşamaya gelinmesine neden olmuştur. Dalgalanmaların

⁸ İMKB, “Sabit Getirili menkul Kıymetler”,

<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9653/sabit%20getirili%20menkul%20kiymetler.pdf> , (11.12.2012)

⁹ Süleyman Yaşar, “Zenginlik 2012’de Nasıl El Değiştiriyor”,

<http://www.sabah.com.tr/Yazarlar/yasar/2012/01/02/zenginlik-2012de-nasil-el-degistiriyor> (10.01.2013)

¹⁰ Erineç Yeldan, “Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye”, 2005, s.1

yayılma hızı ve şiddeti artmış bu da riskleri arttırmıştır. Bu risklere karşı kullanılan devletin mali yükünü azaltmak için özelleştirme, batmakta olan ama “batamayacak kadar büyük” bankaların ve şirketlerin zararlarını devletçe üstlenme, krizden dolayı düşen gelirleri ve bu şekilde ağırlaşan bütçe açıklarını karşılamak için vergi yerine borçlanmaya ağırlık verme böylece tahvil-hisse senedi-para piyasaları globalleşti, devletler arası yardım ve borç piyasalarından giderek çekilme gibi hükümet politikaları bu süreci teşvik etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler giderek daha fazla serbest piyasadan, “piyasa kurallarına göre” borçlanmaya zorlanmışlar ve bu durum da serbestçe ve elektronik hızla yer değiştirebilen, kısa vadede uzmanlaşan, son derece karmaşık ve yan etkileri belirsiz enstrümanların kullanılmasıyla istikrarsız, belirsiz hale gelen globalleşmiş mali sermayeyi, “sıcak parayı” yaratmıştır.¹¹

Gelişmiş ülkelerin ekonomik aktivitesinin gelişmekte olan ülkelerin gerisinde kalması ve gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasalarındaki cazip getiri potansiyeli, gelişmekte olan ülkelere sıcak para girişini hızlandırmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ekonominin toparlanamaması ve faiz oranlarının çok düşük seviyelerde seyretmesi, gevşek para politikaları vs. sıcak paranın daha fazla getiri elde ettiği diğer ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır.¹²

Sıcak paranın iktisat yazınında genel kabul görmüş bir tanımı olmamasına rağmen “spekülatif”, “kısa dönemli”, “aşırı dalgalanma” gibi özelliklerinden dolayı bazı tanımlamalar yapmak mümkün olmaktadır. *Sıcak para*; spekülatif yollarla sağlayacağı yüksek kazanç için faizlerin yüksek olduğu ülkelere yönelen, çok küçük bir problemle karşılaştığında da hızla girdiği ülkeyi terk eden, son derece akıcı ve ürkek özellikteki kısa vadeli özel sermaye akımlarıdır. Kendi yerel parasına verdiği faiz oranı ile dünyanın diğer ülkelerinde ki faiz oranları arasındaki farkı, devalüasyon yoluyla kapatmayan bir ülkeye sıcak para akımları sürmeye devam eder. Döviz kurlarındaki artış hızı, yerel-yabancı faiz oranlarının farkının altında kalan ülkeler, sıcak para için uygun ülkelerdir.¹³

Yapılan tanımlamalardan da anlaşılacağı üzere sıcak paranın ani hareketleri bir ülkeye giren sıcak para miktarının takip edilmesini oldukça zorlaştırmaktadır. Sıcak

¹¹ Ergin Yıldızoglu, “Globalleşme ve Kriz”, Alan Yayıncılık:167, İstanbul, 1996, s.261

¹² Fevzi Öztürk, “Dışarıda Sıcak Para Savaşı”,

http://www.tkbb.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=3850&Itemid=846 , 2010, (10.02.2013)

¹³ Feyzi Dursun, “Acaba Nedir Bu Sıcak Para” , www.feyzidursun.com , 2007 (10.02.2013)

paranın miktarı girdiği ülkedeki ekonomik koşullara göre ani çıkışlar ve inişler yaşayabilir. Sıcak para akımlarını tahmin etmenin bir yolu ülkenin bütçe açıklarının ve ülkeye gelen net doğrudan yabancı yatırımların döviz rezervlerindeki artışın gözlemlenmesi yoluyla yapılabilir.¹⁴

Kısaca arbitraj arayan sermaye hareketleri olarak tanımlanabilen bu kategori:

- a) Hisse senetlerine,
- b) Kısa vadeli borç senetlerine (hazinenin veya özel sektörün bonolarına) yönelen portföy yatırımlarından,
- c) Bankalara ve
- d) Diğer özel aktörlere açılan (ancak ticari kredileri içermeyen) kısa vadeli kredilerden,
- e) Banka mevduatında veya
- f) Banka-dışı diğer varlıklardaki değişimlerden oluşur. Tüm bu öğeler için sermaye hareketinin kaynağına göre yabancı veya yerli kökenli sıcak para arasında ayrıştırma yapılabilir. Net hata ve noksan kalemi “yerli kökenli kayıt-dışı sıcak para” olarak değerlendirilir.¹⁵

Sıcak para arasında yerli ve yabancı sıcak para olarak ayrıştırma yapılırsa bunu da şöyle sınıflandırabiliriz:

A) Yerli kökenli sıcak para hareketleri:

- a) Yerleşiklerin yurt dışındaki hisse senedi ve kısa vadeli borç senedi alımına yönelik portföy işlemleri,
- b) Yerleşiklerin yurt dışındaki bankalara açtığı kısa vadeli krediler,
- c) Yerleşiklerin yurt dışındaki özel sektöre açtığı kısa vadeli krediler,
- d) Yerleşiklerin yurt dışındaki mevduat işlemleri.

B) Yabancı kökenli sıcak para hareketleri:

- a) Yabancıların hisse senedi ve kısa vadeli borç senedi alımına yönelik portföy işlemleri,
- b) Yerli bankalara açılan kısa vadeli krediler,

¹⁴ Michael F. Martin, Wayne M. Morrison, “Chinas Hot Money Problem”, CRS Report for Congress, 2008, Order Code RS22921, s. 2

¹⁵ Korkut Boratav, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, İnadına, 2001, Sayı.13, s.3

- c) Özel sektöre açılan kısa vadeli krediler,
- d) Yabancıların mevduat işlemleri.¹⁶

Sıcak para bir ülkenin “devlet iç borçlanma araçlarına” ve “hisse senetlerine” yatırım yapmaktadır ve belli miktarda da bankacılık kesiminin mevduat ve repo işlemlerinden yararlanmaktadır.¹⁷ Yabancı yatırımcılar ya da özel sektör tarafından kısa vadeli döviz kredileri (sıcak para), TL’ye çevrilerek yüksek faizlerle devlet iç borçlanma senetlerine ya da ticari bankalara mevduat olarak yatırılmaktadır. Dönem sonunda, bu fonlar tekrar dövize çevrilerek alınan döviz kredileri kapatılmaktadır. Sıcak para diye adlandırılan bu mekanizmaya ait kısa vadeli sermaye hareketlerinin temel nedeni de arbitrajdır.¹⁸

Mekanizmanın işleyişi şöyle olmaktadır: Eldeki 1 dolarlık döviz dönemi başında ulusal paraya (Türk Lirasına) verili döviz kurundan çevirip, TL bazında en yüksek getiriyi sağlayan finansal araçlarda değerlendirdikten sonra, vade sonunda elde edilen geliri tekrardan dövize çevirip Türkiye dışına çıkıldığında “net” kazanç ne kadar olacaktır? Bu işlem boyunca uluslararası spekülâtörün finansal geliri Türkiye’deki faiz haddi yükseldikçe artacak, TL’nin yabancı para karşısında değer kaybetmesi durumunda da gerileyecektir. TL bazındaki faiz oranını R, döviz kurundaki (TL/\$) artış oranını E olarak gösterirsek, finansal arbitraj oranı $[(1+R) / (1+E)] - 1$ olarak tanımlanmaktadır.

Bu şekilde uyarılan yurt dışı kökenli kısa vadeli sermaye (sıcak para) hareketleri, finansal arbitraj getirisi korunduğu sürece ulusal mali piyasalara akmaya devam edecektir.¹⁹

Sıcak para olayında:

1. Reel faizin yüksek olması
2. Döviz kurunun da düşük olması

Yatırımcıların aradığı iki koşuldur. Bu sayede yüksek faizin getirisi düşük kur ile daha da artmaktadır.²⁰

¹⁶ Küresel Sermaye ve Sıcak Para Gerçeği, <http://ekonomi1.blogspot.com/2008/06/kuresel-sermaye-hareketleri-makale-para.html>

¹⁷ Cahit Sönmez, “Sıcak Para Neden Geliyor?”, www.yeniasir.com.tr , 2011, (10.02.2013)

¹⁸ Brian Aitken, “Have Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?”, IMF Working Paper, 1996, 16(2), s.174 kendi cümleleri

¹⁹ Erinc Yeldan, “Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur”, www.bilkent.edu.tr , 2005 , (10.02.2013)

²⁰ Şükrü Kızılot, “Sıcak Para ve Tobin Vergisi”, www.hurriyet.com.tr , 2011 , (10.02.2013)

Gelişmekte olan ülkelerin, ödemeler dengesi bakımından sıcak paraya bağımlı olmaları bir çok kez ödemeler dengesinde ve daha sonra döviz kurlarında ani dengesizliklere yol açmakta ve olayın büyüklüğüne göre, mali piyasaları, dış ticaret ve reel ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Yabancı bankalara, kısa vadeli borcu rezervlerinden fazla olan ülkelere kıyasla, ülke dışına ani bir sıcak para çıkışı olması ihtimali üç kat daha fazladır.²¹ Gelişmekte olan ülkelere 2000 yılında giren sıcak paranın 179 milyar dolar seviyesinden 2006 yılında 755 milyar dolara çıktığı ve 2010 yılındaysa 1 trilyon doları aştığı kaydedilmiştir.²² Dünyada ortalama her yıl 400-500 milyar dolar civarında spekülative amaçlı bir fon uygun ülkelere yönelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin sıcak para akışından aldığı pay %50'nin üzerindedir. Türkiye sıcak para için son yıllarda cazip konumunu sürdürmektedir. Bu bağlamda, Merkez Bankası döviz rezervlerinin yarıdan fazlasının sıcak paradan oluştuğu söylenebilir. Son aylarda sıcak paranın Menkul Kıymetler Borsası'nda da gerek endekslerin yükselmesinde gerekse günlük alım-satım hacminin artmasında önemli etkisi olduğu söylenebilir.²³

1980'lerin ikinci yarısından itibaren serbestleşen finans ve sermaye piyasaları neticesinde son 25 yılda Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin 2012 yılı itibariyle tutarının 90 milyar dolarlık hisse senedi ve Devlet İç Borçlanma senedi olduğu belirlenmiştir. Borsa ve DİBS'e kısa vadeli yatırım amaçlı sıcak para girişleri özellikle son 10 yılda rekor kırmıştır. 1986'da 146 milyon dolarlık DİBS yatırımı ile başlayan, 1989'dan itibaren İMKB ile de tanışan sıcak para ya da finansal kapital 2011'de 20 milyar dolara yaklaşmıştır.²⁴

²¹ Dani Rodrik, Andres Velasco, "Short Term Capital Flows", Paper Prepared for the 1999 ABCDE Conference at the World Bank

²² Fatih Özcan, "Kriz", <http://blog.milliyet.com.tr/ekonomik-kriz-kapida-1/Blog/?BlogNo=349040> , 2012, (10.02.2013)

²³ Sıcak Para, <http://www.bursaihl.com/forum/index.php?topic=1969.0> , 2007, (10.02.2013)

²⁴ Sıcak Paranın 25 Yıllık Bilançosu, 2012, <http://haber.sol.org.tr/ekonomi/sicak-paranin-25-yillik-bilancosu-haberi-56056>

Tablo 1.1 Türkiye'deki Yabancı Portföyünün Değeri(Milyon \$)

	Hisse S. (İMKB)	DİBS	EUROBOND	MEVDUAT	TOPLAM
2002	3.450	2.995	-	2.737	9.182
2003	8.691	3.895	1.293	3.024	16.903
2004	15.408	12.570	1.135	3.696	32.809
2005	33.812	20.370	634	3.434	58.250
2006	34.774	26.019	555	4.073	65.421
2007	69.943	31.586	373	4.947	106.849
2008	27.273	19.859	609	6.553	54.294
2009	55.558	0.685	825	7.782	84.850
2010	70.944	31.806	1.109	8.637	112.496
2011	45.580	35.751	406	13.219	94.956
Mart 2012	60.184	38.867	442	15.860	115.353
Haziran 2012	59.007	42.203	435	18.375	120.020
Eylül 2012	64.579	51.523	433	17.067	133.602
21 Aralık 2012	77.026	56.824	444	18.061	152.355

Kaynak: TCMB, BDDK,Merkezi Kayıt Kuruluşu, Kalkınma Bakanlığı

Yabancıların İMKB’de 2011 sonu itibariyle %62.2 olan payı 2012 sonunda %65.9’a kadar yükseldi. Yabancı yatırımcı başına ortalama 16.9 milyon TL’lik portföye karşılık, yerli yatırımcıların ortalama portföy büyüklüğü sadece 67 bin TL’dir.

Tablo 1.2 Sıcak Paranın Portföy Yatırımları Ve Kar Transferi (Milyon \$)

	SICAK PARA GİRİŞİ			KAR TRANSFERİ
	HİSSE SENEDİ	DİBS	TOPLAM	
2003	905	2.946	3.851	-2.616
2004	1.427	7.984	9.411	-2.905
2005	5.666	9.001	14.670	-3.326
2006	1.939	9.463	11.402	-3.463
2007	5.138	-2.358	2.780	-3.735
2008	716	-4.486	-3.770	-3.523
2009	2.827	111	2.938	-2.994
2010	3.468	16.149	19.617	-3.149
2011	-986	20.284	19.298	-3.382
2012-10 AY	3.039	24.079	27.118	-3.244

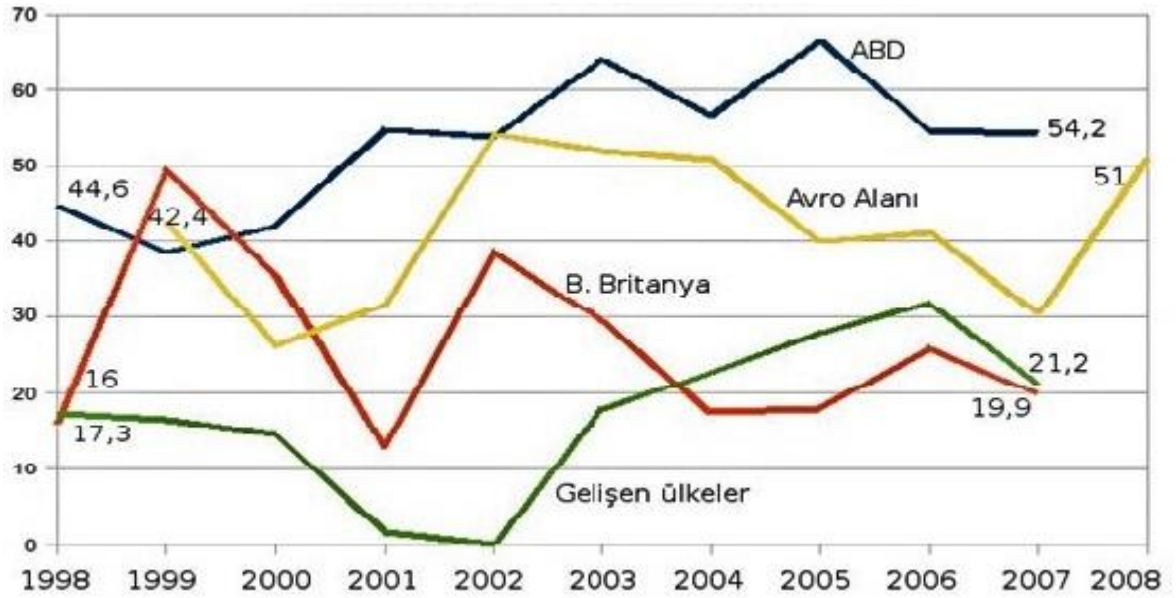
Kaynak: İMKB

Tablo 1.3 Sıcak Paranın 2012 Yılı Getirisi

Sıcak Paranın 2012 Yılı Getirisi (%)				
	\$ Cinsi Fonlar	€ Cinsi Fonlar	1 Milyon \$ ne oldu?	1 Milyon € ne oldu
İMKB'de	52,5	53,1	1.524.797	1.530.715
Altında	2,6	3,0	1.026.046	1.030.033
Mevduatta	12,0	12,5	1.120.293	1.124.646

Kaynak:w.w.w.dunya.com

Şekil 1.1 Portföy Yatırımlarının Her Bir Ülke/Bölge Bazında Toplam Sermaye Akışındaki Payı



Kaynak:Okçuoğlu

Şekil 1.1'e bakıldığında kriz endeksli gelişme dikkate alınmazsa ABD'ye akan portföy türü sermayenin toplam sermaye akışındaki payı 1998'de yüzde 44,6'dan 2007'de yüzde 54,2'ye çıkmaktadır. Avro alanında da bu oran 1999'da yüzde 42,4'ten 2008'de yüzde 51'e çıkmaktadır. İngiltere'ye giren bu türden sermayenin 1998-2002 arasındaki sert çıkış ve inişi dikkate alınmazsa, portföy yatırımları bu ülkeye akan sermayenin 1998'de yüzde 17,3'ünü ve 2007'de de yüzde 19,9'unu oluşturmaktadır. Portföy türü sermayenin gelişen ülkelere giren sermayedeki payı nispeten düşük; bu pay 1998'de yüzde 17,3'ten krizden dolayı 2002'de sınır noktasına düşmekte ve 2007'de de

yüzde 21,2'ye çıkmaktadır. Sonuç olarak, gelişen ülkelere portföy türü sermayeden; “sıcak para”dan ziyade başka biçimlerde yabancı sermaye girmektedir.²⁵

1.2.2.Sıcak Para Hareketlerinin Belirleyicileri

Sıcak para akımlarının bir ülkeye gelmesinin çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Sıcak para akımlarını belirleyen faktörlerin belki de en önemlisi finansal sistemin yeterince liberalize olmasıdır. Ülkeye gelen yatırımcılar getirdikleri fonları ve bunların getirisini hiçbir engelle karşılaşmadan kendi ülkelerine götürebilmek isterler. Bir ülkenin gelişmekte olan bir piyasaya sahip olması ve bu ülkelerdeki getirinin gelişmiş ülkelerdeki getiri oranlarından daha fazla olması da sıcak parayı ülkeye çeken bir diğer özelliktir. Çünkü yüksek getiri ilgili ülkelerin finansal piyasalarının derinliğinin az olmasından dolayıyla risk oranının yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.²⁶

Yurt içi faiz oranları, kredi değerliliği, güvenilirlik, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç düzeyi, makro ekonomik istikrar, döviz kuru rejimi ve enflasyon oranı gibi değişkenlerde sermaye akımlarını etkilemektedir.²⁷

Kamunun borç politikaları, bütçe açıkları, döviz rezervleri, gayri safi yurt içi hasıla, toplam dış borçlar, döviz kuru politikaları gibi ekonomiyi şekillendiren ve ekonomiye yön veren temel makro büyüklükler ve politikalar sermaye hareketliliğinde oldukça önemlidir. Konuya ilişkin bir ampirik çalışmada döviz rezervlerinin tüm ülkelerde sermaye hareketliliğini etkileyen en önemli unsur olduğu ortaya çıkmıştır. Sermaye hareketlerini etkileyen ikinci unsur gayri safi yurt içi hasıla düzeyidir. Bir ekonominin büyüklüğü sermaye akımlarının artmasına yol açabilir, çünkü büyük bir ekonomi yatırımcılara güven ortamı sunar.²⁸ Sıcak para ile ülkelerin dış borçları arasında da çok yakın bir ilişki bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler düşük kur yüksek faiz politikası uygulayarak ülkelerine sıcak parayı çekmekte ve bu sıcak parayı

²⁵ İbrahim Okcuoğlu, “Son İki Dünya Ekonomik Krizi Sürecinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Portföy Yatırımları Bazında Uluslararası Sermaye Hareketinin Seyri (I)”, <http://ibrahimokcuoglu.blogspot.com/2011/01/son-iki-dunya-ekonomik-krizi-surecinde-28.html> (22.05.2013)

²⁶ Mehmet Aksaraylı, Özhan Tuncay, “Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği”, 2. Ulusal İktisat Kongresi, 2008, s.3

²⁷ Murat Demir, Erşan Sever, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 2009, Cilt 8, S.29(214-239), ISSN: 1304-0278, s.219

²⁸ Mukesh Ralhan, “Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis”, Econometrics Working Paper, 2006, EWP0601, ISSN 1485-6441, s.10

kısa dönemli bir çözüm aracı olarak kullanarak bütçe açıklarını kapatmaya çalışmaktadırlar. Bir diğer etki de sıcak para girdiğinde TL'nin değer kazanmasıdır. Sıcak paranın girişi ve TL'nin değerlenmesiyle ithalat malları ucuzlamakta, bu da ithalatı tetiklemektedir. İthalat arttığında, devletin tahsil ettiği vergi miktarı da artmaktadır. Devletin vergi politikası, dolaylı vergiler ağırlıklıdır. KDV ve ÖTV'den elde edilen gelir arttığında da bütçe açığı azalmaktadır.²⁹ Bu yüzden de devletler sıcak parayı özendirecek politikalar izlemeye devam etmektedirler.

1.2.3.Sıcak Paranın Yararları

Sıcak paranın ülke ekonomisine sağladığı kısa süreli yararları şu şekilde sıralanabilir:³⁰

- Sıcak para girişi ekonominin likiditesini artırır ve bu da faizlerde düşüşe, gevşemeye yol açar. En azından faizlerde yükselme eğilimini durdurur.
- Sıcak para cari işlemler açığının, dışalım artışının fonlanmasına katkı sağlar ki dışalım artışı , ülkede mal arzını arttırarak enflasyonun aşağıya çekilmesinde etkili olur. Cari işlemler açığı, enflasyonla savaşı kolaylaştırır, arz yetersizliğinden kaynaklanan enflasyonist baskıyı hafifletir.
- Dış ticaret açığına, cari işlemler açığına karşın döviz girişindeki artış, kurların yükselmesini engeller. Döviz kurlarının yükselmemesi aksine gevşemesi yine enflasyonla mücadeleyi kolaylaştırır, fiyatların düşük seviyede tutulmasına yardımcı olur.
- Sıcak para, doğrudan sabit sermaye yatırımına dönüşmez; ancak dolaylı biçimde sabit sermaye artışını arttırır, reel ekonomiye katkıda bulunur. Cari işlemler açığı, dışalım artışı sermaye malları alımından kaynaklanıyorsa, giren sıcak parayla yatırım malları dışalımını fonlanıyor demektir. Ayrıca menkul kıymet borsasına gelen sıcak para, birinci elden hisse senetleri çıkarılmasını arttırıyorsa, yeni hisse senedi çıkaran kuruluşlar da sağladıkları fonları sabit sermaye

²⁹ Türkiye'nin Büyümesi Yabancı Mali Yatırımcılara Bağlı, <http://blog.milliyet.com.tr/sicak-para-ve-turkiye-ekonomisi/Blog/?BlogNo=277129> , 2012 , (10.02.2013)

³⁰ Öztin Akgüç, "Sıcak Para Yanılsaması (İllüzyonu)", 2005, <http://www.acikistihbarat.com/Haberler.asp?haber=2594> , (10.02.2013)

yatırımında kullanıyorsa, sıcak para dolaylı biçimde de olsa sabit sermaye yatırımına dönüşmüş olur.

- Spekülatif sermaye hareketlerinin kambiyo ve menkul borsalarında fiyat istikrarını sağlayıcı olumlu etkileri vardır. Rasyonel bir spekülâtör, fiyatların yükseldiği, denge fiyatından uzaklaşıldığı dönemlerde satış yaparak arzı arttırarak fiyatların aşırı yükselmesini engeller, denge fiyatına dönüşü kolaylaştırır. Fiyatların düştüğü dönemlerde de alıcı olarak piyasalara girerek istemi arttırır, fiyatlarda düşüşü önler ya da frenler ve bu sayede kısa süreli spekülatif hareketler, istikrarı bozucu değil aksine istikrarı sağlayıcı bir etki yaparlar. Bazı yazarlar, ülkemizde ekonomik büyüme hızıyla sıcak para hareketleri arasındaki ilişkiye bakarak, sıcak para girişlerinin arttığı dönemlerde ekonominin büyüdüğünü, çıkış dönemlerinde de büyüme hızının yavaşladığını eksiye dönüştüğünü savunmaktadırlar.

1.2.4.Sıcak Paranın Zararları

Sıcak paranın kısa süreli yararlarının yanında ülke ekonomisini krize sürekleyebilecek uzun süreli zararları iktisat yazınının daha çok ilgisini çekmektedir, çünkü sıcak paranın sebep olabileceği yıkımlar oldukça büyüktür. Sıcak paranın zararlarını en iyi 1994 Meksika, 1997 Güneydoğu Asya, 1998 Rusya, 1999 Brezilya, 2001 Arjantin krizlerini yaşayan ülkelerde görmekteyiz. Türkiye’de yaşadığı 1994, Kasım 2000, Şubat 2001 krizleriyle sıcak paranın etkilerini bizatihi yaşamış bulunmaktadır.

Sıcak para girdiği ülkelerde iktisat politikalarını etkisiz kılmıştır. Sıcak para spekülatif kar peşindedir; ancak sadece karlılığa bakmaz içerideki siyasi olaylar, dış ekonomik olaylar, ABD ve AB’nin faiz kararları gibi dış kararların etkisi altında çok hızlı geri çekilebilir bu şartlar altında da iktisat politikaları etkisiz kalmaktadır. Sıcak paranın aşırı hareketli olması sonucunda ekonomide kırılganlık ve risk artar ve bunun sonucunda da Türkiye’nin aldığı dış borçların faizi de artmaktadır. Sıcak para çıkışını

önlemek için Merkez Bankası faizlerini artırmaktadır ki buda kamunun borç yükünün artmasına sebep olup yatırımların gerilemesine yol açmaktadır.³¹

Sıcak para olarak gelen döviz ülkede döviz arzını artırdığı için dövizin TL karşısında değeri düşmekte yani kur gerilemektedir. Dövizin değeri düşünce, yurt dışındaki malların TL olarak değeri ucuzlar ve bunun sonucunda ithalat artarken ihracat azalır, dış ticaret açığı artar dolayısıyla cari açık artar. Başka bir ifadeyle Türkiye'ye gelen döviz ile çıkan döviz arasındaki fark artmaktadır. Döviz açığının karşılanması doğrudan yabancı yatırım, dış borçla, Merkez Bankası rezervleriyle, sıcak para ile karşılanmaktadır. Cari açığın finansmanında en kolay yol sıcak para; ancak bunun için Türkiye'yi sıcak para açısından cazip hale (sıfır vergi, düşük kur, yüksek faiz gibi) getirmek gerekmektedir.³² Nitekim Türkiye'de düşük kur yüksek faiz politikası uygulayarak sıcak parayı çekmeye devam etmekte ve bu kısır döngü sürekli devam etmektedir. Sıcak para geri gidince de dövizin yükselmesi, borsanın düşmesi, faizlerin artması, vb. ekonomi üzerinde ciddi etkiler olmaktadır.

Sıcak para ülkeleri dört aşamada krize sürüklemektedir. Birinci aşamada kronik hale gelmiş olan bütçe açıkları borçlanmayla finanse edilmektedir, bu zorunluluk faizler üzerinde baskı yaratarak yükselmesine yol açmaktadır. İkinci aşamada, kamu kağıtlarının faizleri bankalar açısından çekici hale gelmekte ve bankalar Hazine'ye borç verebilmek için kısa vadeli dış borçlanmaya yönelmektedir. Bu yolla ülkeye gelen döviz yüzünden yerli para değerlendirildiği için ithalat ucuz hale gelmekte, dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari işlemler açığı büyümektedir. Üçüncü aşamada, kamu kesiminin mali sistemde yarattığı baskı giderek kamu borçlarının döndürülemeyeceğine ilişkin olarak piyasada bir hava oluşmaktadır. Cari işlemler açığı nedeniyle artan dış borçlar da dış borçların çevrilemeyeceğine ilişkin bir hava oluşmasına yol açmaktadır. Dördüncü aşamada ise belirsizliğin döviz ve faiz üzerinde yarattığı baskı sonucu kriz oluşmaktadır.³³

³¹ Esfender Korkmaz, "Sıcak Para Ne Kadar Sıcaktır?", http://www.iktisatlilar.net/index.php?option=com_content&view=article&id=194:nekadar , (10.02.2013)

³² Şükrü Kızılot, "Sıcak Hava Artıkça, Sıcak Para da Arttı", 2010, <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/15577739.asp> , (10.02.2013)

³³ Sıcak Paranın Türkiye Serüveni Raporu, 2006, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=793> , (10.02.2013)

Sıcak paranın neden olduğu krizleri yaşıyan ve bu krizleri bir daha yaşamak istemeyen Tayland, Japonya, Brezilya, Güney Kore ve Şili gibi ülkeler sıcak paraya karşı bazı tedbirleri uygulamaya koymuşlardır. Bunlar:

- Faizlerin düşürülmesi
- Sıcak para giriş ve çıkışlarına Tobin Vergisi benzeri vergiler konulması
- Yabancı para karşılık oranlarının artırılması
- Bankaların dövizle kredi vermelerinin kısıtlanması
- Merkez Bankalarının döviz olarak rezervlerini artırmaları
- Sıcak paranın kalıcı olarak doğrudan yatırımlara yönlendirilmesi teşvikleri
- Gerçekçi (reel) kur politikası benimsenmesi
- Ara malı ithalatını kısıacak ve yerli üretimi teşvik edecek politikalar

gibi tedbirlerdir. Türkiye için alınacak tedbirler de orta ve uzun vadede yukarıda belirtilenler kapsamında olabilecektir; ancak bu tedbirlerin çok kısa sürede etkisini göstermesi için MB bir yandan interbank faiz oranlarını yüksek tutmakta diğer yandan da piyasadaki döviz TL karşılığında satın almaya devam etmektedir. Sıcak para olarak yurda giren döviz, MB’de TL ye dönüşmektedir. Yani, MB döviz alıp karşılığında piyasaya TL sürmektedir. Piyasaya sürdüğü TL’nin enflasyonist eğilimlerini engellemek için de gecelik piyasa ve repo/ters repo yoluyla piyasadaki TL’yi geri almaktadır. Bu döngü, döviz kurunu yüksek reel faiz karşılığında sürekli düşük tutmaktadır.³⁴

1.2.6.Sıcak Paranın Etkileri

Sermaye sıkıntısı içindeki gelişmekte olan ülkelerde başlangıçta sorunsuz finansman kaynağı gibi görünen sıcak para akımlarının aniden ve süratli bir şekilde yön değiştirmesi bu ülkelerde finansal krizlere yol açmıştır. Yaşanan finansal krizler temel makro ekonomik büyüklüklerde, milli gelir, istihdam, sınai ve zirai üretim, yatırım gibi fiziksel değerlerde düzensizliğe ve iktisadi faaliyet hacminde zaman içerisinde tekrarlanan iniş ve çıkışlarla gerilemelere sebep olmuştur. Bu ağır şok dalgaları derin gelir dağılımı eşitsizliği yaşanan ülkelerde, krizlerin yükünün yoksul kesim üzerine

³⁴ Mete Gündoğan., “Sıcak Para Dengesi”, 2005, www.metegundogan.com , (10.02.2013)

yüklenilmesine ve yoksulluk seviyesinin son 20 yılda vahim boyutlara ulaşmasına neden olmuştur.³⁵

Ulusal piyasalarda reel faiz kur aşınması arbitrajına dayanarak “döndürülen” sıcak para işlem hacmi, tarım ve sanayi sektörlerince sağlanan yıllık reel (hizmetler-dışı) mal üretiminin toplamına ulaşmaktadır. Buradan çıkarılabilecek sonuç ise ulusal ekonominin spekülative bir saldırı altında kaldığı, reel üretim ve yatırım kararlarında son derece büyük bir belirsizlik ve istikrarsızlık tehdidi oluşturduğudur. Kısa vadeli sermaye giriş ve çıkış işlem hacminin büyüklüğü karşısında ulusal mali piyasaların göstergeleri bağımsızlığını yitirmekte ve özgün gelişim imkanları ortadan kalkmaktadır. İMKB endeksinin gelişimi incelendiği zaman İstanbul Borsası’ndaki dalgalanmalar ile spekülative kısa vadeli sermaye giriş işlem hacmi arasındaki bağımlılık kolayca gözlenebilecektir. İMKB’de gözlenen artışlar aslında reel üretim kaynaklı olmayıp dış kaynaklı spekülative hareketlere bağlı yapay şişmelerden oluşmaktadır.³⁶

Ekonominin reel üretiminin ardında da sıcak para girişlerinin sağladığı ithalat genişlemesi bulunmaktadır. Reel üretim faaliyetleri, mali piyasalardaki son derece kırılgan ve düzensiz hareketlerin denetimine girmiş durumdadır. Böylece reel ekonominin dalgalanmaları daha sık ve daha derin olarak yaşanmaktadır. Buna ek olarak sıcak para hareketleri ulusal mali sistemin kırılganlığını arttırmakta; spekülative faaliyetleri besleyerek, giderek gelir bölüşümünü bozucu bir etki yaratmaktadır.³⁷

Kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesi, hem ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte, hem de kamunun iç borç stokunu artırmaktadır. Hükümetin iç borçlanma yoluyla bütçe açıklarını kapatmaya çalışması ve aynı zamanda da dış borç ödemeye çalışması iç borç senetlerinin faizlerinin yükselmesine ve dolayısıyla artan sıcak para girişlerine neden olmaktadır. Böyle bir durumda, ülkeye giren sermaye ile döviz arzındaki artış, döviz kurları üzerinde baskı yaratmakta ve ulusal paranın değerlenmesine yol açmaktadır. Genellikle bu kaynaklar

³⁵ Ayfer Gedikli, “Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslar arası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki”, International Conference On Eurasian Economies, Session 3A: Küresel Kriz ve Finans, 2010, s.174

³⁶ Erinç Yeldan, “Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme”, Sena Ofset, İstanbul, 2006, s.139

³⁷ Yeldan, 2006, a.g.e, s.141

ilk siyasi krizde ülkeyi terk etmekte ve bunun sonucunda finansman sorunu gündeme gelmekte, var olan makro ekonomik istikrarsızlık daha da derinleşmektedir.³⁸

Türkiye de birçok yabancı ülkede olduğu gibi, liberalleşme ile birlikte ekonomideki dış açık ve kamu finansman açıklarını sıcak para girişleriyle karşılamaya çalışmaktadır. Bu durumu sürdürebilmek amacıyla Hükümetler düşük kur yüksek faiz politikalarından yararlanmakta ve bu politikaların izlenmesi kronikleşmekte sonunda da krizlerin patlak vermesi kaçınılmaz olmaktadır.³⁹

Reel faizlerin yükselmesi bir yandan kaynakların spekülatif finansal yatırımlara yönelmesine yol açarken, diğer yandan sermayenin maliyetini yükseltmektedir. Bu durum yeni yatırım yapılmasını imkansız hale getirirken , diğer yandan öz kaynakları yetersiz olan işletmeleri daha da zor duruma sokmakta ve bu süreç reel ekonomiyi gittikçe daraltırken rant ekonomisini büyütmektedir.⁴⁰

Ülkeye giren sıcak para hareketlerinin bir diğer olumsuz etkisi, ulusal Merkez Bankası'nın edilgen bir konuma sürüklenerek bağımsız para politikası izleme olanağını yitirmesidir. Böyle durumlarda Merkez Bankası bir yandan sermaye girişlerinin ulusal para piyasalarında yarattığı baskıları hafifletmek için sterilizasyona giderken, diğer yandan da spekülatif sermayenin çıkış tehditlerini giderebilmek amacıyla uluslararası döviz rezervlerini yüksek tutmaya zorunlu kalmaktadır. Bu da Merkez Bankası'nın döviz rezerv pozisyonu giderek mali sistemin kırılganlığının ve güvenilirliğinin birer göstergesi olarak değerlendirilmektedir.⁴¹

1.3.Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Sıcak Para Arasındaki Farklar

Kısa vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımlarıdır. Ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri gibi araçlar kısa vadeli yatırım araçları olarak sayılabilir. Kısa vadeli sermaye

³⁸ Mehmet Kara, "Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'deki Sıcak Para Akımının Değerlendirilmesi", Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2001, sayı.6, s.33

³⁹ Halil Seyidoğlu, "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler , Türkiye ve dönüşüm Ekonomileri", Doğu Üniversitesi Dergisi, 4(2) 2003, s.147

⁴⁰ Çetinkaya, M., Mazgit, İ., Uysal, Y., "Sorun Kamu Maliyesinde", TOBB Ekonomik Form Dergisi, 1999, s.23

⁴¹ Yeldan, 2006, a.g.e, s.141

hareketleri aynı zamanda ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri ve dışardan veya yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanması gibi çok çeşitli finansal hareketleri içermektedir.⁴² Sermaye hareketleri içerisinde ele alınan sıcak para kavramı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin içerisinde yer almaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirsizlik derecesi çok yüksek, bir ülkeden bir ülkeye hareket kabiliyeti çok fazla ve ülkedeki politik istikrarsızlık gibi olaylara hassasiyeti çok fazlaysa bunu sıcak para olarak isimlendirebiliriz. Sıcak para hareketlerinin sınırlarını likidite özelliği yüksek, çok kısa vadeli sermaye hareketleri çizmekte olup, zaman ve miktar belirsizliği ayırt edici faktör olmaktadır.⁴³

Merkez Bankası 2005/1 sayılı para politikası raporunda sıcak parayı Chang, Claessene ve Cumby'nin 1997 tarihli "Conceptual and Methodological Issues in the Measurement of Capital Flight" adlı makalesinden yola çıkarak tanımlamıştır. *Sıcak para kavramı, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir. Dolayısıyla, sıcak paranın miktarından ziyade, ani hareketi önemlidir. Bu tanımlamada net hata ve noksan kalemi de sıcak para tanımına dahil edilmektedir. Bu kalemin sıcak para olarak nitelendirilmesi yaklaşımı, kayıt dışı sermaye hareketlerini gösterdiği varsayımına dayanmaktadır. Diğer taraftan, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim; benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebilmekte ancak, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin de büyük ölçüde net hata ve noksan kalemine yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak, net hata ve noksan kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu düşünülmektedir.*⁴⁴

Kısa vadeli sermaye hareketlerini hesaplamakta kullanılan kalemler Ek 1'de gösterilmekte olup Ek 2' de Türkiye'ye gelen sıcak para hareketlerini hesaplamakta kullanılan kalemler gösterilmektedir.

⁴² Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Nedir?, <http://www.borsamedya.com/piyasa-verileri/yatirimci-rehberi-sss/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri-nedir.html>, (24.05.2013)

⁴³ Bildirici, a.g.m., s.9

⁴⁴ Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Para Politikası Raporu 2005/1, s.28

Araştırmamız kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili olacağından bundan sonraki bölümlerde bu kavram ile ilgili detaylara girilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TEORİSİ VE MAKRO EKONOMİK ETKİLERİ

2.1.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler

2.1.1.Mundell-Fleming Modeli

Sermayenin tam akışkan olduğu açık ekonomide genişletici para veya maliye politikalarının hem yurt içi etkinliği hem de dış dünyaya sıçraması bakımından değerlendirilmesi Mundell-Fleming Tezi içerisinde analiz edilir. *Mundell-Fleming tezi, ulusal para politikasının ulusal gelir ve fiyat düzeylerini dalgalı kur rejiminde, sabit kur rejimine oranla, daha çok değiştirdiğini savunur.*⁴⁵ MF modeli reel döviz kurunun talebe etkisini anlatır. Açık ekonomi verileriyle IS-LM Modelinin genişletilmesi olarak tam sabitlenmiş mal fiyatları ve fiyata göre sonsuz elastik mal arzı varsayımları altında geliştirilen bir iktisadi genel denge modelidir.⁴⁶ Bu model pek çok varsayıma dayanmaktadır. Bunları şu şekilde sıralayabiliriz:

Ekonomi eksik istihdamda dengelerine oturmuştur. Döviz kuru değişme bekleyişi sıfırdır. (Statik bekleyişler hakimdir.) Sermaye hareketliliği tamdır. Döviz kurları esnektir. Para politikası milli geliri etkiler, maliye politikasının ise etkinliği yoktur. Fiyatlar sabittir. Ajanların portföylerinde dört aktif vardır; bunlar milli ve yabancı paralarla yerli ve yabancı tahvillerdir. Tahviller birbirinin yerine ikame edilebilir, fakat para ikamesi yoktur. Parasal ücretler sabittir. Arbitraj şartları iç faizle dış faizi birbirine eşitler; Yani $r=r^*$ dir.⁴⁷

MF Modeli, tam sermaye akışkanlığının egemen olduğu küçük açık ekonomi koşullarında IS-LM Modelinin genişletilmesidir. IS-LM Modelinde para ve sermaye piyasalarındaki denge dikkate alınır. Para piyasasındaki denge dışsal faktörler tarafından etkilenmediği için, eğer yerleşikler nakit tercihi olarak sadece ulusal para tutarsa LM

⁴⁵Coşkun İçöz, “Küresel Makro İktisat”, Gazi Üniversitesi Yayınevi, Ankara, 1995, s.262

⁴⁶ Bernhard Felderer, Stefan Homburg, “Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat”, Çevirenler: Osman Aydoğuş, Oğuzhan Altay, Efil Yayınevi, Ankara, 2010, s.224.

⁴⁷ Emin Ertürk, “Döviz Ekonomisi”, Der Yayınları, İstanbul, 1994, s.107

eğrisi değişmeyecektir. Öte yandan, artık faizlerin kesinlikle içsel bir değişken olmadığı dikkate alınır. Tam ve serbest bir sermaye akışkanlığı, $i = i^A + \frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_0}{\varepsilon_0}$ denklemdeki reel faizlere neden olurken, statik beklentilerle de ilişkilendirilerek yurt içi faizler yurt dışı faizlere eşittir.

Burada:

i : yurt içi faiz oranı

$\frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_0}{\varepsilon_0}$ reel döviz kuru büyüme oranı

ε_1 : t_1 zamanda beklenen reel döviz kuru

ε_0 : t_0 zamandaki reel döviz kuru

i^A : yurt dışı faiz oranı

LM Eğrisi eşitliğinde tek içsel değişken gelir (Y)'dir. Para arzı (M) dışsal olarak belirlenirken, nominal fiyatlar da (P) MF Modelinin dışında belirlenmiştir. LM Eğrisinin eşitliği

$L(Y, i^A) = M/P$ yazılabilir.

Buradan para politikasının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkisine ulaşılır. Para miktarının dışsallığı nominal döviz kurunun esnekliği nedeniyle geçerlidir.

Diğer taraftan IS Eğrisini de güçlü bir şekilde geliştirirsek dış fazla burada sermaye piyasasındaki dengenin bir unsuru olarak rol oynar. Açık ve küçük ekonomi koşullarında IS Eğrisi aşağıdaki biçimde fonksiyonel ilişkiler ve formüllerle gösterilebilir.

$$S_Y = I(i^A) + NX(\varepsilon, Y, Y^A)$$

$$S_Y > 0, NX_\varepsilon > 0, NX_Y < 0, NX_{Y^A} > 0$$

Burada:

$S(Y)$: tasarruf fonksiyonu

I : yatırım fonksiyonu

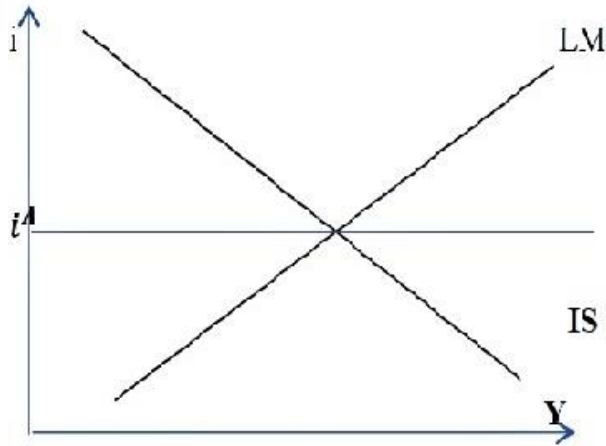
NX : (net ihracat) dış fazla

ε : reel döviz kuru

Neo klasik modelde cari gelir tasarruflar tarafından belirlenir. Bununla birlikte eşitlik, diğer içsel değişkenleri de içermektedir. Burada reel döviz kuru içsel olarak görünürken Marshall Lerner Koşulu* pozitif yönlüdür.⁴⁸ Dış fazlayı belirleyen faktör olarak, yurt içi gelirin negatif, yurt dışı gelirin de pozitif yönde dış fazlaya bağlı olduğu varsayılır.

MF Modeli aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

Şekil 2.1 Mundell-Fleming Modeli



Kaynak: Felderer-Homburg, 2010

Şekilde IS-LM Eğrileri dışında her iki eğrinin kesişme noktasından geçen yatay eğri sabit dünya faiz oranlarını göstermektedir. Para ve sermaye piyasalarında eşanlı denge birlikte görülürken, her iki eğri sabit faiz oranı doğrusunu kesmektedir. Bu kesişme noktasının üzerindeki yerde denge söz konusu değildir. Ulusal paraya yönelik güçlü biçimde yükselen talep nedeniyle paranın nominal değeri artar. Bu saf talep

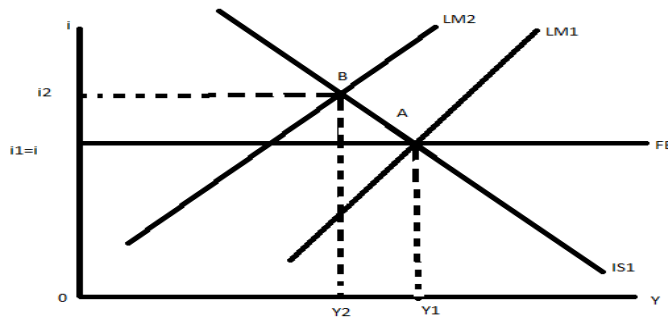
⁴⁸ Bernhard Felderer- Stefan Homburg, Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat, Çev. Osman Aydoğuş- Oğuzhan Altay, Efil Yayınevi, Ankara, 2010, s.224

modelleri kapsamında fiyat seviyesi dışsal ve veri olarak kabul edilir. Fakat bu durum dış fazlayı azaltır. Sonuçta iç talep de düşer, bu düşme faizlere kadar devam eder. Faiz, para ve sermaye piyasası dengelerini sağlarken, bu faiz oranı dünya faiz oranı ile aynıdır. Bu temellerden hareketle faiz çizgisinin altındaki bir noktada denge oluşamaz; çünkü faizler sermaye ihracını azaltacaktır.

Keynes etkisinde fiyat düşmesi reel para miktarını artırırken dolayısıyla faizlerin düşmesi ve yatırımların artması toplam talebi de artırmaktaydı; ancak MF Modelinde küçük açık bir ekonomi söz konusu olup, faizler düşmemekte ve keynes etkisi oluşmamaktadır. Bunun yerine Reel Döviz Kuru Etkisi vardır. Ceteris paribus yurt içi fiyatlardaki gerileme, reel döviz kurunu $\varepsilon = (eP^A)/P$ yükseltir. Bununla reel bir değer kaybından söz edilirken, böylece ihracat talep Y^D teşvik edilir. Sonuç olarak aynı şartlar altında burada daha düşük bir fiyat seviyesinde daha yüksek bir toplam talep sağlanır.⁴⁹

Sabit döviz kuru sisteminde mal-para-döviz piyasalarında eşanlı denge, para piyasasının döviz ve mal piyasalarında eşanlı dengeyi sağlayan hasıla düzeyine intibak etmesi sonucu sağlanır. Şekil 2.2’de yurt içi faiz haddi dünya faiz haddine eşit olduğunda $i_1 = i$ döviz piyasası dengededir. Yurt içi faiz haddi i_1 ve hükümet tarafından belirlenen döviz kuru (e) veri iken, mal piyasasında dengeyi sağlayan hasıla düzeyi Y_1 dir. Dolayısıyla döviz piyasasında ve mal piyasasında eşanlı dengeyi sağlayan faiz haddi-hasıla düzeyi ($i_1 - Y_1$) dir.

Şekil 2.2. Mal-para-döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması: sabit döviz kuru



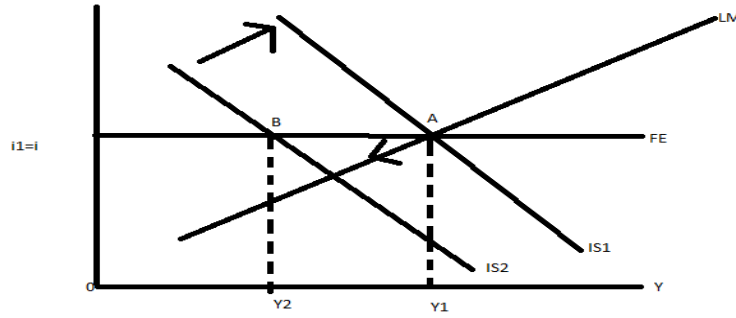
Kaynak: Ünsal, 2005

⁴⁹ Felderer, Homburg, a.g.e., S.226

Sabit kur sisteminde LM Eğrisi eğer başlangıçta $A(i_1 - Y_1)$ noktasından geçmiyorsa, para arzının değişmesi sonucu LM Eğrisi A noktasında geçecek biçimde içeriye veya dışarıya doğru kayar. Örneğin ekonomi $A(i_1 - Y_1)$ noktasında faaliyette iken LM eğrisi $B(i_2 - Y_2)$ noktasından geçiyorsa, yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinin üstüne çıkar ve buna bağlı olarak yatırım- planlanan harcama- hasıla azalır. Böylece ekonomi IS eğrisi üzerinde bir daralmaya girer. Ancak faiz haddi yurt içi faiz haddini dünya faiz haddine eşit kılan i_1 faiz haddinin üstüne çıkınca, yatırımcıların düşük getirili yabancı tahvilleri satarak yerine yerli tahvil satın almak istemeleri sonucu, ulusal paraya talep artar ve böylece ortaya çıkan ulusal para talep fazlası, nominal döviz kurunun (e) ve buna bağlı olarak reel döviz kurunun düşmesi yönünde bir etki yaratır. Ancak sabit kur sisteminde döviz kurunun değişmesi söz konusu değildir. Bu yüzden sermaye girişi sonucu ortaya çıkan ulusal para talep fazlası, merkez bankası tarafından karşılanır, merkez bankası ilan ettiği döviz kuru üzerinden döviz karşılığında ulusal para satın almak isteyenlere ulusal para satar. Hem merkez bankasının döviz rezervleri hem de para arzı artar. Para arzında meydana gelen artış da, LM eğrisinin sağa doğru kaymasına ve faiz haddinin düşmesine-planlanan toplam harcamanın ve hasılanın artmasına yol açar. Yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinden büyük olduğu sürece devam edecek olan bu süreç sonunda LM eğrisi sağa doğru kayarak LM2 konumundan LM1 konumuna gelir ve böylece mal-para-döviz piyasalarında $A(i_1 - Y_1)$ noktasında eşanlı denge sağlanır.

Esnek döviz kuru sisteminde, mal-para-döviz piyasalarında eşanlı denge, döviz ve para piyasalarında eşanlı dengeyi sağlayan hasıla düzeyine mal piyasasının intibak etmesi ile sağlanır. Şekil.2.3’de yurt içi faiz haddi dünya faiz haddine eşit olduğunda, döviz piyasası dengededir. Yurt içi faiz haddi i_1 iken, para piyasasında dengeyi sağlayan hasıla düzeyi Y_1 dir. Döviz piyasasında ve para piyasasında eşanlı dengeyi sağlayan faiz haddi ve hasıla düzeyi i_1 ve Y_1 dir.

Şekil 2.3 Mal-para-döviz piyasalarında eşanlı dengenin sağlanması: Esnek Döviz kuru sistemi



Kaynak: Ünsal, 2005

Esnek kur sisteminde IS eğrisi döviz ve para piyasalarında eşanlı dengenin sağlandığı $A(i_1 - Y_1)$ noktası yerine LM eğrisinin solundaki $B(i_1 - Y_2)$ noktasından geçiyorsa ($Y_2 < Y_1$), B noktasında para piyasasında para arz fazlası vardır ve faiz haddi düşer. Böylece ekonomi LM eğrisi üzerinde okla belirtilen biçimde aşağıya doğru kayar. Ancak faiz haddi yurt içi faiz haddini dünya faiz haddine eşit kılan i_1 faiz haddinin altına düşünce, yatırımcıların düşük getirili yerli tahvilleri satarak yerine yabancı tahvil satın almak istemeleri sonucu, ulusal paraya olan talep azalırken yabancı paraya olan talep artar ve böylece nominal döviz kuru ve buna bağlı olarak reel döviz kuru yükselir. Reel döviz kurunda ortaya çıkan ve esnek kur sisteminde reel değer kaybı diye nitelendirilen bu artış ise, yurt içinde üretilen malların ucuzlamasına ve dolayısıyla da net ihracatın artmasına yol açar. Net ihracatta meydana gelen artış da, planlanan toplam harcamanın-hasılanın-para talebinin-faiz haddinin artmasına yol açar. Yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinden küçük olduğu sürece devam edecek olan bu süreç sonunda IS eğrisi sağa doğru kayarak IS2 konumundan IS1 konumuna gelir ve mal-para-döviz piyasalarında eşanlı denge $A(i_1 - Y_1)$ noktasında sağlanır.⁵⁰

⁵⁰ Erdal M. Ünsal, “Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı”, İmaj Yayınevi, Ankara, 2005, s.634-637

2.1.2.Faiz Haddi Paritesi Teoremi

Serbest piyasa koşulları altında girişimcileri yönlendiren temel etken kar elde etme amacıdır. Gerek ulusal ekonomide gerekse uluslar arası ekonomide belli bir ekonomik varlığın aynı anda iki fiyatının ortaya çıkması, arbitrajcı için kar elde edebilme imkanı sağlamaktadır.⁵¹ Bir yabancı para mevduatının gelecekteki değeri; sağladığı faiz oranı ve bu paranın diğer paralar karşısında değerinde meydana gelen değişmelere bağlıdır. Bir varlığın gelecekteki fiyatının ne kadar olacağını çok kere kesin bir şekilde bilemeyeceğimiz için kararlarımızın bir beklenen getiri haddine dayanması gerekecektir. İki varlık üstündeki getiriler, bunlar aynı birimlerle ölçülmedikçe anlaşılamaz.⁵²

Faiz haddi paritesi yaklaşımı döviz kurlarının belirlenmesinde daha çok makro ekonomik yapıyı esas almakta ve ödemeler bilançosunun sermaye hareketleri hesabını analize dahil etmektedir. Böylece faiz oranları, spot ve forward döviz kurları ve spekülörlerin beklentileri arasında bağ kurmaya çalışmaktadır. Faiz haddi paritesi yaklaşımı ile spot ve vadeli döviz kurları ile nominal faiz oranları arasında bir bağ kurulmaktadır. Yurt içi ve yurt dışı finansal varlıklar arasında tam ikame söz konusu olduğunda çeşitli finansal varlıkların getiri oranları eşitlenmektedir. Bu eşitlik faiz haddi paritesi olarak nitelendirilmektedir.

Classen (1998), faiz haddi paritesi yaklaşımının aynı riske sahip iki finansal varlığın aynı getiriye sahip olması gerektiğini; eğer aynı riske sahip iki varlık aynı getiriye sahip değilse, iktisadi ajanların iki varlığın getiri oranı eşitleninceye kadar arbitraj yapmalarının kaçınılmaz olacağını açıklamıştır.⁵³ Bu yaklaşıma göre döviz kurlarında denge sağlanabilmesi için ülkeler arası faiz oranları farklılıklarının spot ve forward kurları arasındaki farka eşitlenmesi gerekmektedir. Çok büyük risk olmaması durumunda yurt içi ve yurt dışı faiz oranlarının farklılık taşıması ülkeler arası parasal hareketliliği ortaya çıkarmaktadır. Arbitrajın uluslar arası mal fiyatlarının eşitlenmesine yol açması gibi ödünç fonların sağladığı getirilerin (faiz oranlarının) de uluslar arası alanda eşitlenmesi gerekmektedir. Ülkeler arasındaki faiz farklılıkları bir taraftan faiz

⁵¹ <http://asbava.blogspot.com/2011/01/faiz-oran-arbitraj.html> , (09.02.2013)

⁵² Bahattin Büyüksahin, “Döviz Kurları ve Döviz Piyasaları”, 2003, s.20, http://www.buyuksahin.com/files/Courses/undergraduate/International_Finance/CS_3.pdf , (09.02.2013)

⁵³ Nazım Öztürk, Yüksel Bayraktar, “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2010, Cilt 11, Sayı 1, s.176

arbitrajı yaratmakta, diğer taraftan spot kurlar ile forward kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Bu görüşe göre düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parası karşısında, bu farkın tutarı kadar prim yapmaktadır. Yüksek faizli ülkenin parası ise, faiz farkı kadar vadeli iskonto doğurmaktadır. İki ülke arasında oluşan faiz oranları farklılıkları ülkelerin döviz kurlarını etkilemektedir. Bir ülkede faiz oranları, diğer ülkelerin faiz oranlarından yüksekse, mali fonlar iki ülke arasındaki reel faiz getirileri eşitleninceye kadar, faizin yüksek olduğu ülkeye gitmektedir.⁵⁴

Faiz haddi paritesi karşılanan faiz paritesi ve karşılanmayan faiz paritesi olarak iki şekilde ele alınır. Karşılanan faiz farklılığı sıfırdan farklı olduğu sürece yatırım fonları bir ülkeden diğerine hareket etmeye devam eder, sıfır olduğunda fonların riskleri aynı olan araçları satın almak amacıyla bir ülkeden diğerine hareket etmesine gerek kalmaz. Benzer yatırım araçlarının getirilerinin birbirine eşit olduğu bu duruma karşılanan faiz haddi paritesi denir. Karşılanmayan faiz farklılığı sıfırdan farklı olduğu sürece yatırım fonları bir ülkeden diğerine hareket etmeye devam eder, sıfır olduğunda fonların riskleri aynı olan araçları satın almak için artık sebep kalmaz. Bu duruma da karşılanmayan faiz paritesi denir. Karşılanmayan faiz paritesi ile karşılanan faiz paritesi arasında tek fark vadeli döviz kurunun yerini beklenen spot döviz kurunun almasıdır.⁵⁵

Faiz haddi paritesi yaklaşımı işlem maliyetlerinin söz konusu olması, piyasa katılımcılarının riske karşı farklı davranışlar sergileyebilmesi, risk priminin söz konusu olabilmesi, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirebilmesi ve ülkelerin vergi sistemlerinde farklılıklar olabilmesi gibi nedenlerle eleştirilmektedir. Risk primlerinin ve faiz oranlarının çok fazla değişken olabilmesi, riski ve faiz oranlarını etkileyen faktörlerin net olarak açıklanamaması bu yaklaşımın en belirgin eksikliğini oluşturmaktadır.⁵⁶

2.1.3.Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarında görülen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve talebindeki değişmelerle açıklamaya çalışan bir

⁵⁴ Nazım Öztürk, Yüksel Bayraktar, “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2010, Cilt 11, Sayı 1, s.177

⁵⁵ Ünsal, a.g.e., s.512-517

⁵⁶ Öztürk, Bayraktar, a.g.m., s.178

teoridir.⁵⁷ Portföy dengesi modeli ilk olarak Mckinnon ve Oates, Branson tarafından keynesyen sabit fiyat geleneğine bağlı olarak ele alınmıştır. Döviz kurlarının belirlenmesinde kullanılması ise Branson, Allen ve Kenen, klasik çerçevede Dornbusch ve Fisher tarafından gerçekleştirilmiştir.⁵⁸ Portföy dengesi yaklaşımı teorik olarak Tobin ve Brainard (1963,1968) tarafından geliştirilmiştir. Model akım talep kavramını ve dinamik öğeleri dikkate aldığı halde Tobin (1969), sermaye hesaplarına aşırı önem vermiş özellikle finansal varlıkların stok talebi ile varlıkların fiyatları ve getirilerinin bir zaman noktasında belirlenmesi üzerine yoğunlaşmıştır. Ancak, daha sonraki çalışmalarında Tobin (1982), varlıkların akım talebi ve tasarruf ile portföy davranışlarının biraraya getirilmesine ağırlık vermiştir.⁵⁹

Portföy dengesi yaklaşımının hareket noktasını para politikası uygulamalarının toplam talep üzerindeki etkisinin tek bir aktif getirisi-faiz oranı çerçevesinde açıklanamayacağı görüşü oluşturmaktadır.⁶⁰

IS-LM modelinde görülen bazı aksaklıkların üstesinden gelinebilmesi amacıyla Tobin ve arkadaşları alternatif bir yaklaşım geliştirmeye çalışmışlardır. Portföy dengesi yaklaşımı IS-LM modelinden aşağıdaki noktalar bakımından ayrılır:⁶¹

- Zaman konusunda daha katıdır. Zaman dilimi dinamik süreçte bir adım olmakla birlikte ekonominin oturduğu bir denge değildir.
- Gerek akım gerek stok kavramlarının dinamik ilişkileri daha iyi incelenebilmektedir.
- Varlık/Yükümlülük unsurlarının ayrıştırılması ekonominin karşılıklı ilişkilerini gösteren davranışları incelemekte önemli bir yer tutmaktadır.
- Değişmenin kaynaklarına bağlı olarak para stokundaki değişmeler farklı etkilere sahip bulunduğu için maliye ve para politikalarının kapsamlı bir model çerçevesinde incelenmesi gerekli ve yararlı olacaktır.

⁵⁷ Halil Seyidoğlu, "Uluslar Arası İktisat Teori Politika ve Uygulama", Güzem Can Yayınları No:20, İstanbul, 2003, s.387

⁵⁸ Ertürk, a.g.e., s.159

⁵⁹ Özhan Üzümcüoğlu, "Finansal Kararlara Genel Denge Yaklaşımı", Hazine Dergisi, Ocak 2000, Sayı 13, s.91

⁶⁰ Nejla Adanur Aklan, Mehmet Nargeleçekenler, "Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri", İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2008, No.39, s.113

⁶¹ Üzümcüoğlu, a.g.e., s.92

Gerçek dünyada, yerli ve yabancı varlıkların aynı para birimi cinsinden ifade edilen getirilerinin eşit olmaması için; likidite farklılıklarından, vergi yasalarından, siyasal riskten, ödememe riskinden veya kur riskinden kaynaklanan gerekçeler bulunabilir.⁶² Parasal yaklaşımda döviz kuru riskinin bulunmadığı varsayılır ancak gerçek yaşamda bu mümkün değildir. Kur riski, yerli tahviller yanında yabancı tahvillere güvencesiz yatırım yapılmasından kaynaklanmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı yerli ve yabancı varlıkların değiştirilmesinin ancak değiştirilme işleminden doğan bir işlem maliyetine razı olunması durumunda söz konusu olabileceğini dile getirmektedir. Portföy dengesi yaklaşımı parasal ve finansal varlık piyasaları bir bütün olarak ele alınmakta, piyasada işlem yapan bireylerin varlık portföylerinden sağladıkları faydayı maksimum kılmak için işlem yaptıkları farzedilmektedir.⁶³

Yatırımcı fonlarını çeşitli menkul değerler arasında dağıtırken bazı faktörleri göz önüne almak zorundadır. Kur riskinin önceden tahmin edilememesi yabancı tahvil ve hisse senetlerinin beklenen getirisini etkileyen önemli bir faktördür. Gelir riskin bir karşılığı olduğuna göre, riskten kaçınan bir yatırımcının yabancı menkullere yatırımda bulunması, bu riski karşılayacak ayrı bir prim talep etmesini gerektirebilir. Böyle bir durumda, yatırımcı yabancı menkullerden beklenen getirin yerli menkullere göre yüksek olması durumunda, portfolyosunda yabancı menkullere yer vereceği anlamına gelir. Parasalcı yaklaşımda yerli ve yabancı menkul değerler risk açısından eş değer kabul edildikleri için risk primine yer verilmemekte iken, portfolyo tercihi yaklaşımında yatırımcı yabancı menkul kıymetlerin daha riskli olduğunu düşünmekte ve bu yüzden bir risk primi talep etmektedir ve döviz kurları bu durumdan etkilenmektedir.⁶⁴

Yatırımcının portfolyosunu etkileyecek bir gelişme, örneğin cari işlemler dengesinin bozulması varlık piyasalarında bir dengeleme hareketine sebep olacak ve yatırımcıların portföylerini dengelemeleri de döviz kurlarında değişime yol açacaktır. Döviz kurlarında oluşacak değişim ticaret dengesini ve dolayısıyla cari işlemler dengesini etkileyecek ve döviz kurları bir denge değerine ulaşana kadar bu süreç devam edecektir. Örneğin merkez bankasının sterilizasyon amacıyla açık piyasa işlemleri yaparak piyasadaki bono satın alması ve piyasaya para vererek para arzını artırması

⁶² Aykut Kibritçioglu, “Döviz Kurlarının Oluşumuyla İlgili Kuramlara Giriş”, s.136, http://kibritcioglu.com/iktisat/Kibritcioglu_1996-Ch10-kurbop.pdf, (21.11.2012)

⁶³ Öztürk, Bayraktar, a.g.m., s.172

⁶⁴ Seyidoğlu, a.g.e., s.388-390

durumunda; yerli faiz oranları düşecek, yatırımcılar ellerinde azalan yerli varlıkların yerine yabancı varlıklar alarak portföylerini yeniden dengeleyecekler ve bu da yerli paranın değer kazanmasına ya da döviz kurlarının değişmesine neden olacaktır.⁶⁵

2.2.Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri

Uluslar arası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunanların dayanağını, uluslar arası sermayenin ekonomik etkinliği artıracağı görüşü oluşturmaktadır. Bu görüşün temelinde ise, uluslar arası mali piyasalarda işlem yapanların, tasarruf sahiplerinin portföy tercihlerini en etkin şekilde değerlendirebileceklerine, en yüksek getiriyi sağlayacak olan yatırımlara yönelteceklerine, mali varlıkları, riskleri ve getirilerini en doğru şekilde değerlendireceklerine olan inanç yatmaktadır.⁶⁶ Uluslar arası sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunanların bir diğer nedeni ise, uluslar arası sermaye yatırımcısının, ülkelerin politika uygulamalarına anında tepki vererek iyi ve kötü politikaların belirlenmesinde belirleyici olabilecekleri görüşüdür. Bu şekilde hükümetlerin daha piyasa yanlısı, daha disiplinli politikaları izleyeceği savunulmaktadır.⁶⁷ Finansal sermaye akımları tüketim ve yatırım yoluyla gelişmekte olan ülkelere büyümeyi artırmaktadır. Finansal akımlar, risk çeşitlendirme fırsatlarını artırarak ve gelirlerde geçici düşüşleri azaltmak için dış borçlanmaya izin vererek tüketimdeki dalgalanmayı azaltırlar. Büyük sermaye girişleri toplam talebin aşırı genişlemesini ve finans sektörü üzerindeki baskıyı azaltıcı etki yapar. Bunlara ek olarak mikro ekonomik bozulmalar sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkilerini artırabilir.⁶⁸ 1990'larda görülen hızlı serbestleşme politikalarının gelişmekte olan ülkelere yansımaları karşısında oluşan görüşler ise tam tersini oluşturmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelere görülen serbestleşme eğiliminin biçimi ve hızı noktalarında tartışmalar aynı yönde olmaktadır. Gerekli mali, hukuki ve kurumsal altyapıların sağlam temellere oturtulmadan, serbestleşme politikalarına geçilmesi, birçok gelişmekte olan ülkede krizlerle sonuçlanmıştır. Rodrik (2001), gelişmekte olan

⁶⁵ Arzu Ağcaer, "Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2003, s.17

⁶⁶ Mark P. Taylor, Lucio Sarno, "Capital Flows to Developing Countries: Long and Short Term Determinants", The World Bank Economic Review, 1997, vol. 11, no: 3, ss: 451-470.

⁶⁷ Maurice Obstfeld, "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", Journal of Economic Perspectives, 1998, vol.12,no.4, ss: 9-30,

⁶⁸ Alejandro Lopez-Mejia, "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", IMF Working Paper, 1999, s.23

Ülkelerin seçmiş oldukları serbestleşme politikalarının olumsuz etkiler yaratabileceğini, bu ülkeler için asıl gerekli olanın yani sürdürülebilir kalkınma stratejilerini geri plana ittini ve küresel ölçekte adil olmayan dağılımlara yol açtığını belirtmektedir.

Dünya’da 1929 yıllarından itibaren başlayarak 1930’lu yıllara gelindiğinde hızlanma gösteren ekonomik krizler karşısında, keynesyen nitelikteki politikalar olan, devlet düzenlemeleri ve müdahaleleri içeren uygulamalar ile kriz ortamından çıkılmıştır. Keynesyen politika uygulayıcılarının karşısında bulunan liberal eksenli politika savunucuları tarafından, yaşanan krizlerin temelinde kamu otoritelerinin piyasaya fazla müdahale ederek küreselleşen dünya oluşumunun, fazla düzenleyici ve müdahaleci bir yapıya sahip piyasalardan olumsuz yönde etkilendiklerini savunmuşlardır. Yeni küreselleşen dünyanın ekonomik kriz yaşayan ülkelere önerdikleri politikalar: serbestleşme (liberalizasyon), düzenlemeden vazgeçme (deregülasyon), zelleştirme, piyasa odaklı politik oluşumları olmaktadır.⁶⁹ Diğerk taraftan günümüz 2008 küresel krizinde, gelişmiş ülke ekonomilerinin önermiş oldukları politikaların aksine, piyasaları rahatlatmak ve krizin boyutlarının daha da derinleşmesini engellemek adına devlet tarafından yapılan kaynak aktarımları serbest piyasa işleyişine aykırı bir davranış olarak görülmemektedir.

Dünyada 1990’larda yaşanan finansal sermaye hareketlerinin, dünya reel mal ticaretini finanse etmekten, reel üretim ve yatırımdan uzak bir gelişme gösterdiğini söylemek gerekir. Türkiye’de de finansal serbestleşme sonrasında artan sermaye akımlarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve sıcak para akımlarının ağırlığı dikkat çekmektedir.⁷⁰

Yurt dışı kökenli kısa vadeli finansal sermaye (sıcak para) hareketlerinden sağılanan finansal arbitraj getirisi bu hareketlerin devamlılığını sağılayan bir etken olmaktadır. Sermaye akımları, ulusal ekonomide risk yapısının oluşmasında ve mali piyasalarda kırılganlıkların oluşmasında da önemli bir yere sahiptir. Bu kırılganlıkların en önemli göstergeleri: artan dış ticaret açığı, cari işlemler açığı ile kısa vadeli dış

⁶⁹ Taner Berksoy, “Türkiye Ekonomisinde Değışim ve Kriz -24 Ocak 1980’den 5 Nisan 1994’e”, Petrol İş 93-94 Yıllığı, 1995, no.36, ss.596-622., Aktaran Damla Tanren, ” Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye rneğı”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2009

⁷⁰ Korkmaz Uluçay, “Uluslar arası Finansal Piyasaların Gelişmekte Olan ülkelere ve Türkiye’ye Etkisi”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İstanbul, 2008, s.93

borçlar ve TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) döviz rezervleri oranları oluşturmaktadır.⁷¹

2.2.1.Döviz Kuru Üzerindeki Etkiler

Sermaye akımlarının parasal sonuçları büyük oranda kur rejimine bağlıdır. Bir sermaye hesabı şoku, reel döviz kurunu uzun dönem denge düzeyinden uzaklaştırabilecek bir baskı yaratabilmektedir. Kurun değişim yönünün sermaye akımının vadesinden ve fonların kullanım alanından etkilendiği söylenebilir. Wong ve Carranza'nın (1998) çalışmasında reel kuru tahmin etmenin güç olduğu durumlarda, piyasa güçlerinin dengeyi sağlayabilmesi için, nominal kurda yeterli esneklik sağlanması önerilmiştir. Bu şekilde, parasal tabanın net yabancı varlıklardaki değişmelerin yaratacağı etkilerden arındırılması spekülasyonun önlenmesi amaçlanmıştır.

Eğer serbest kur rejimi uygulanıyorsa, sermaye hesabında artışlar, nominal döviz kurlarının değerlendirilmesi sonucu cari işlemlerde açığa neden olacak, uluslararası rezervler ve parasal toplamalarda bir değişmeye yol açmayacaktır. Serbest kur politikası uygulaması, MB'na bağımsız para politikası uygulama imkanını sunmakta ve dünya talebindeki azalmalar karşısında, para arzını artırarak para birimine değer kaybettirmek yolu ile ekonomik daralmalardan kaçınmayı mümkün kılabilir. Burada vurgulanması gereken en önemli nokta ise; sermaye hareketliliği altındaki ülkelerin paralarında görülen değerlendirilmenin, yükselen enflasyondan değil, paranın değerindeki nominal değişimden kaynaklandığıdır. Sabit kur rejimi altında, kurun değerini koruma amaçlı müdahalelerde bulunulması, rezerv birikimini ve para arzının artmasına yol açacaktır. Bu etkileşim sonucu da toplam talep ve enflasyon oranı artma eğilimini gösterecektir. Reel kurun artan yurt içi fiyat seviyesi nedeniyle cari işlemler dengesini bozacaktır.⁷²

Sermaye hareketlerinin parasal sonuçları için döviz kuru rejimi oldukça önemlidir. Çoğu modelde parasal talebin artmasıyla tüketim ve yatırım patlamaları

⁷¹ Erinç Yeldan, "Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur", http://www.bilkent.edu.tr/~yeldan/Yeldan15_9Mar05.pdf, (18.01.2013)

⁷² Ayşe Çelikel Danışoğlu, "Uluslararası Sermaye Akımları Karşısında Uygulanan Politikalar", İ.Ü.İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezleri Konferansları 39. Seri, 2001, s.116-119

oluşacaktır. Sabit döviz kuru rejiminde, para arzı artışı ve merkez bankasında uluslar arası rezerv birikimi yoluyla para piyasasında denge elde edilecektir. Daha genel olarak, parasal genişleme döviz kurunun esneklik derecesine ve sermaye girişlerinin artış sterilizasyonuna bağlıdır. Kısa vadede para stokunda genişleme küçük olacak, yüksek sterilizasyon dereceleri ve döviz kuru esnekliğinin fazla olduğu durumlarda genişleme daha yüksek olacaktır.⁷³

Döviz kuru seçiminde ilk başlardaki düşünce ihracata ve ithalata bağlı ekonomiler için en iyi kurun sabit döviz kuru olduğu görüşüydü ancak; daha sonraki yaklaşım yurt içi bozukluklardaki çeşitli etkilerin dikkate alınması gerektiği idi. Bu çerçevede en iyi rejim sabit makro ekonomik rejim yani; çıktılarda minimize edilmiş dalgalanma, tüketim, yurt içi fiyat düzeyi ya da diğer makro ekonomik değişkenlerdir. Sabit ve esnek döviz kuru rejimlerinin sıralaması ekonomiye gelen şokların niteliğine, kaynağına, politika yapıcılarının tercihlerine ve ekonominin yapısal özelliklerine bağlıdır. Bu yaklaşımın bir uzantısı olarak ekonomistler, politikacıların kararlarının tamamen sabit ya da tamamen dalgalı kur olmadığını dalgalanmanın çeşitli aralıklarını da tercih ettiklerini gördüler. Ekonomideki rahatsızlıklar genellikle parasal yönden ise yani para talebindeki değişikliklerden kaynaklanıyorsa sabit döviz kuru rejimi tercih edilebilir ve böylece fiyatlar genel seviyesi etkilenebilir. Esnek döviz kuru ise yerel eşya ya da yurt dışı kökenli teknolojinin fiyatlarında değişiklikler olduğu zaman tercih edilir. Sanayileşmiş ülkelerin durgunluk sürecine girmiş olmaları, dolardaki aşırı değerlenme, dünya faiz oranlarının yükselmesi ve gelişmekte olan ülkelerin enflasyon sorunu nedeniyle, 1980'lerde gelişmekte olan ülkeler dalgalı döviz kuru rejimine yönelmişlerdir.⁷⁴

IMF, spekülasyon nitelikli para ataklarına en duyarlı olan ülkelerin, döviz kuru esnekliği az olan ülkeler olduğunu savunmaktadır. Ülkelerin dış rekabet güçlerini korumak, enflasyonist baskıları azaltmak amacıyla nominal çıpa olarak gözetimli dalgalanmayı tercih etmelerinin yetersiz olduğunu ileri sürmektedir. Bu savunulan görüşün arkasında, bu düzenlemelerin döviz kurunu koruyacak kadar esnek ve güçlü

⁷³ Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman, Carmen M. Reinhart, "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects", Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 302, 1994, s.5

⁷⁴ Francesco Caramazza, Jahangir Aziz, "Fixed or Flexible? Getting The Exchange Rate Right in the 1990's", International Monetary Fund, 1998, s.5

mali piyasa yapısı gerektirdiği ayrıca belirtilmektedir. Öte yandan spekülasyon nitelikli atakların, mali sistemi zayıf olan, reel döviz kuru aşırı değerlenmiş, dış borç yapısında kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğu ülkeleri seçtiği de vurgulanmaktadır.⁷⁵

Güney Kore, Rusya, Brezilya, Endonezya ve Tayland'da yaşanan krizlerin arkasında sabit döviz kurunu uyguluyor olmaları, bu sistemin krize açık olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Diğer taraftan Türkiye, Meksika ve Güney Afrika ülkelerinin esnek döviz kuru sistemini uygulamış olmaları onların mali baskıları atlatabilmelerini sağlamıştır. Ancak; dalgalı döviz kuru sisteminin belirsizlik ortamı yaratması nedeniyle de, gelişmekte olan ülkelere geniş bir band içinde dalgalanan ya da gözetimli dalgalanan bir kur sistemi önerilmektedir.⁷⁶

1994'te Meksika'da yaşanan ekonomik kriz esnek kur rejimlerinin uygulanabilecek en iyi kur rejimi olmadığını bazı durumlarda sabit kur rejimlerinin de ekonomideki finansal kırılganlıkları giderebileceğini göstermiştir. Yaşanan krizden çıkarılabilecek asıl ders ise optimum kur rejiminin yürürlükteki finansal yapıya bağlı olduğudur. Gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalarını esnek kur sistemine göre güçlü bir şekilde düzenlemezlerse işte o zaman finansal krizler kaçınılmaz olacaktır. Finansal krizlerin arkasında yatan çeşitli faktörler bulunmaktadır, ancak belirtilmelidir ki reel ve parasal değişkenlerdeki dalgalanmalarla finansal kırılganlıklar artmaktadır. Bu yüzden standart literatürdeki görüşün aksine her ne kadar yapısal dalgalanmaların temelinde para talebi olsada dalgalı döviz kuru cazip hale gelebilir; çünkü gelişmekte olan ülkelerde yüksek nominal dalgalanmalar görülmesi muhtemeldir.⁷⁷

Küreselleşen dünyanın gereği olarak görülen serbestleşme politikalarının ve ekonomik sınırların kaldırılması çalışmalarının ekonomik açıdan zayıf olan gelişmekte olan ülkelere istenen etkiyi yaratmadığı yaşanan ekonomik krizlerle birlikte görülmektedir.

⁷⁵ IMF, "Capital Flows Sustainability and Speculative Currency Attacks", IMF Research Department Staff

⁷⁶ Stanley Fischer, "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons", International Monetary Fund, 1999, s.3

⁷⁷ Guillermo A. Calvo, "Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons", International Journal of Finance and Economics, 1996, vol.1, no:3, s.219

2.2.2.Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye girişindeki artışın bir diğer etkisi de, yüksek miktarda sermaye girişi sonucu yurt içi finansal piyasalarda yaşanan yoğunlaşmadır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması, yüklü miktarlarda fon girişleri olduğu zaman ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlar yaratmaktadır. Fonların etkin bir şekilde, verimli yatırımlarda kullanılmaması geri ödeme zamanı geldiğinde problemler yaratmakta; kullanılan kredilerin zamanında ödenememesinden iflaslara kadar uzanan çeşitli sorunlar yaratmaktadır. Özellikle bu fonlar spekülative nitelikteyse, ekonomide yarattığı hareketlilik geliştirmekte olan ülkelerde bir finansal krizin ilk adımını oluşturmaktadır. Spekülative sermaye hareketleri, özellikle faiz farkının ortaya çıkardığı kısa dönem karlılığı değerlendirmeye yönelik olduğundan, menkul varlıkların değerleri üzerinde yapay dalgalanmalar ve suni fiyat artışları yaratmaktadır.⁷⁸

Sermaye girişlerinin geliştirmekte olan ülkelerin yurt içi bankacılık sistemi üzerinde iki temel etkisi bulunmaktadır. Birincisi, sterilizasyon politikalarının bir sonucu olarak yüksek getirili yurt içi tahvil satışı ve yabancı döviz kurlarında düşük faiz kazancı alımı aracılığıyla yarı-mali açığı artırır. İkincisi, banka varlık ve yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzluğu artabilir ve kredilerin kalitesinin azalmasından kaynaklanan ve kredilerde yaşanan artıştan dolayı finansal sistem daha da kırılgan hale gelebilir.⁷⁹

Balkan ve Yeldan (1996)'ın ifade ettiği gibi yabancı yatırımcıların getirileri büyük oranda kurdaki gelişmelere bağlı olduğu için, piyasadaki dalgalanmalara karşı oldukça duyarlıdır. Örnek verecek olunursa dış ticaret hadlerinin bozulması gibi son derece önemli bir şok paranın değer kaybına yol açtığından hem hisse senedi fiyatları düşer, hem de ülkeden sermaye çıkışı yaşanır. Sermaye piyasalarında fiyatların yükseleceği beklentisi hakimse, kurun değer kazanmasıyla sermaye girişleri yaşanır. Eğer fiyatların düşeceği yönde bir beklenti varsa, yaşanacak sermaye çıkışı parasal hacmin daralmasıyla başlayan bir finansal krizin habercisi olabilir. Sermaye piyasalarında yabancı yatırımcıların payı arttıkça ciddi problemler ortaya çıkmaktadır.

⁷⁸ Bernhard Fischer, Helmut Reisen, "Towards Capital Account Convertibility", OECD Development Centre, 1992, Policy Brief No:4

⁷⁹ Lopez- Mejia, a.g.m., s.29

Bu durum piyasalardaki istikrarsızlığı artırarak dolarizasyon sürecini hızlandırmaktadır.⁸⁰

2.2.3.Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri

Sermaye girişinin en önemli sonuçlarından biri de, sabit kur sisteminde dış ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatlarındaki artışın yarattığı enflasyonist etkilerdir. Politika yapıcılar enflasyonla mücadelede nominal döviz kuru çıpasına güvenirler ancak; bu enflasyonu kontrol etmeye yardımcı olsa da bunu kümülatif reel değerlenme pahasına yapar ve bu reel değerlenme büyümeyi etkiler, büyük bir bütçe açığının oluşmasına neden olur. Finans sektörü bu durumun içine çekilir çünkü bu politikalar faiz oranlarının artışıyla kamu güvenini zayıflatır. Zamanla bu durum sürdürülemez hale gelir ve krizler kaçınılmaz olmaya başlar. Güney Amerika ekonomilerinde uygulanan istikrar programlarında enflasyonist beklentileri kırmak için enflasyonun altında devalüasyon yapılacağı önceden açıklanmıştır. Ancak kurun çıpa olarak kullanılması beklenen başarıyı sağlamamıştır. Çünkü; ülkelere aşırı sermaye girişi merkez bankalarının sterilizasyon kapasitelerinin ötesine geçmiş mali ve ücret disiplininin kaybolmasına sebep olmuştur.⁸¹

Sermaye girişleri politika yapıcıların kararlarını da etkiler. Merkez bankaları piyasadan döviz çekip, piyasaya yerli para sürerek yerli paranın aşırı değerlenmesini önlemeye çalışırlar. Para otoriteleri sermaye girişlerinin en azından bir kısmını bu yolla minimize etmeye çalışırlar. Yoğun sermaye girişi yaşanan ülkelerde artan likiditeyi sıkı para politikalarıyla azaltmaya çalışmak bazı ülkelerde faiz farklarının daha da açılmasına ve dolayısıyla mali yükün artmasına neden olmaktadır. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda kısa vadeli sermaye girişinin sağlanması için, kurun değer kaybının, giriş yapılan ülke ile uluslar arası piyasadaki faiz farkından küçük olması gerekmektedir. Bu şartın sağlanması durumunda, oluşan yoğun sermaye girişi yerli paranın değer kazanmasına neden olacak (ters yönde bir sterilizasyon uygulanmadığı sürece), spekülasyon amaçlı sermaye akımı artacaktır. Spekülasyon

⁸⁰ Yasemin Türker Kaya, “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, DPT, Yayın No:2487, Ankara, 1998, s.40

⁸¹ Rudiger Dornbusch, Ilan Goldfajn, Rodrigo O. Valdes, “Currency Crisis and Collapses”, 1995 , Rudiger Dornbusch, Alejandro Werner, Guillermo Calvo, Stanley Fischer, “Mexico:Stabilization, Reform, and No Growth”, Brookings Papers on Economic Activity, 1994, Vol. 1994, No. 1., s. 253-315.

nitelikteki sermaye hareketleri reel kurdaki dalgalanmaları artırabilmekte ve ülkeden çıkış hızının yüksekliğinden dolayı ülkede yaşanan ani şoklar karşısında yaşanan hızlı çıkışlar ödemeler dengesi problemleri oluşturabilmektedir.⁸²

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde istikrarsızlığa yol açmasının önemli nedenleri arasında bu ülkelerdeki yapısal bozukluklar yani piyasaların sığ olması, yetersiz kurumsallaşma ve hükümetlere karşı güven eksikliği bulunmaktadır. Piyasaların sığ olması ülkeye giren sermayenin etkilerini artırıcı özelliğe sahip olmakta kurumsallaşmanın eksikliği de koruyucu politikaların uygulanmasını güçleştirmektedir. Hükümetlere karşı olan güven sorunu ise küçük bir olumsuzluğun hızla yayılmasına neden olmakta bu da sermayenin hızla ülkeden çıkmasına neden olarak krizlere yol açabilmektedir.⁸³

Eichengreen, Rose ve Wyplosz (1995) yirmi OECD ülkesinin 1959'dan 1993'e kadar olan verilerini alarak bir çalışma gerçekleştirmişler ve bu çalışmanın verileri devalüasyon, realüasyon, dalgalanmalar, sabit kur rejimi ve spekülasyon atakları da içermekteydi. Çalışma sonucunda sabit döviz kurunun saflaşmasının devalüasyonlara benzediğini; devalüasyonların politik istikrarsızlık, bütçe, ödemeler dengesi açıkları, paranın hızlı büyümesi gibi faktörlerle önceden tahmin edilebileceğini realüasyonların da devalüasyonlara benzediğini göstermişlerdir.⁸⁴

2.2.4.Cari İşlemler Dengesi Üzerindeki Etkileri

Bir ülkenin ödemeler dengesi ülke sakinlerinin belirli bir dönemdeki yabancı gelirlerinde veya çıktılarındaki artışı ya da yabancıların o ülkedeki gelir veya çıktılarındaki artışı göstermektedir. Ödemeler dengesi hesabı sadece temettü, faiz ödemeleri, sigorta primleri ve ödemeleri yani tüm sınır ötesi gelir ve giderleri kapsayacak şekilde tanımlanmamış aynı zamanda mevcut yabancı sermaye üzerindeki net sermaye kazançlarını da kapsayacak şekilde geniş bir biçimde tanımlanmıştır.⁸⁵ Cari işlemlerdeki bir açık bireylerin dış tasarrufları kullanmaya karar verdiklerini ve dış

⁸² Kaya, a.g.e., s.41

⁸³ Gülten Kazgan, "Yeni Ekonomik Düzen Türkiye'nin Yeri", Altın Kitaplar Yayınları, İstanbul, 1995, S.105

⁸⁴ Barry Eichengreen, Andrew K. Rose, Charles Wyplosz, "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", 1995, <http://faculty.haas.berkeley.edu/rose/ERW3EP.pdf>, (16.12.2012)

⁸⁵ Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff, "The Intertemporal Approach To The Current Account", National Bureau Of Economic Research, 1994, Working Paper No:4893, s. 3-4

yükümlülüklerde artışı ya da uluslar arası rezervlerdeki azalma durumunu işaret etmektedir. Sermaye girişlerinin cari açığın finansmanında kullanılması, reel döviz kurunda değerlendirme ve toplam talepte artış yaratarak ithalat ve ihracat arasındaki dengeyi ithalat yönünde artış yaratarak bozacak ülkelerin uluslar arası düzeyde rekabet gücünü zedeleyerek cari işlemler hesabı üzerinde açıkların oluşmasına neden olacaktır.⁸⁶

Bütçe açıkları hükümetler tarafından borçlanmayla finanse edilmekte ve bu borçlanma faiz oranları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Döviz kurunun artması bankalar için kamu mallarını cazip hale getirmekte ve bankalar hazineye borç verebilmek için kısa vadeli dış borçlanma yoluna gitmektedirler ve bu sayede ülkeye gelen sıcak paraya yerel sıcak para da eklenerek ülkeye giren dövizin artmasına sebep olur. Ülkeye döviz girişini artıran bir diğer faktörde kamu sektörünün dış borçlanma yoluna gitmesidir. Bu yollarla ülkeye gelen sıcak para ucuz ihracatı pahalı hale getirirken dış ticaret açığını ve dolayısıyla cari işlemler açığını büyütmektedir. Ülkeye gelen sıcak para girişleri yüksek faiz oranlarına bağlıdır. Yüksek reel faiz yurt içi ve yurt dışı kamu borçlarını artırırken, stok değerlerinde yapay bir büyümeye neden olmaktadır.⁸⁷

Sermaye hesabı ve cari işlemler arasındaki nedensellik ilişkisini test etmek için Arjantin, Meksika, Tayland ve Filipin gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerini ele alarak yaptıkları çalışmalarında Wong ve Carranza (1999), sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabında açıklara yol açtığını; sermaye hesabı ve cari işlemler hesabının karşılıklı etkileşim içerisinde olduğunu ve sermayenin hızla küreselleşmesiyle 1980'lerin sonundan 1990'lara kadar sermaye hareketlerinin sık sık ödemeler dengesi açıklarına sebep olduğu sonucuna varmışlardır.⁸⁸

Ahmet ve Park (1994), OECD arasında bulunan küçük ekonomiye sahip yedi ülke arasında ekonomik dalgalanmaların yarattığı etkileri incelemişlerdir ve eğer parasal

⁸⁶ Danişoğlu, a.g.m., s.114

⁸⁷ Melike Bildirici, Elçin A. Alp, Fazıl Kayıkcı, "Relationship Between Hot Money and Economic Growth: Tar-cointegration and MS-VAR Analysis", African Journal of Business Management, 2011, ISSN 1993-8233, Vol. 5(3), s. 1060-1075, s.1070-1071

⁸⁸ Chornng -Huey Wong, Luis Carranza, "Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results", IMF Staff Paper, 1999, Vol. 46, No. 2, s.235

şoklar cari işlemler üzerinde dengesizliklere sebep oluyorsa bunun ticaret dengesinde kalıcı etkiler yarattığını gözlemlemişlerdir.⁸⁹

Lee ve Chinn (1998) de yaptıkları çalışmalarında kalıcı şokların reel döviz kuru üzerinde uzun dönemli etkileri olduğunu, cari işlemler dengesi üzerinde nispeten daha az etkileri olduğunu ve para şoklarının hem ödemeler dengesinde hem de reel döviz kurunda kısa dönemde güçlü etkilere sebep olduğunu gözlemlemişlerdir.⁹⁰

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ardından hızlanan sermaye akımlarının etkilerini inceleyen Krugman (1979), Kaminsky Vd. (1998), Calvo ve Veght (1999), Taylor ve Sarno (1997), sermaye akımlarının döviz kurlarını etkilediğini, ödemeler dengesinde açıklara neden olduğunu ya da var olan açıkların daha da arttığını ve krizlere neden olduğunu gözlemlemişlerdir.⁹¹

2.2.5. Kurumsal Etkiler

Ülkedeki sermaye girişlerinin nedeni ülkedeki faiz farklarının dış dünyadan fazla olması ise, bunun yaratacağı aşırı sermaye girişi beraberinde risk faktörünü de getirir. Sermaye girişi sonucunda kurda yaşanan aşırı değerlenmeler, aynı zamanda ülkenin kur riski taşımasına da neden olur. Uluslar arası faiz oranlarından farklılaşma nedenlerinden biri olarak kurumsal faktörler de gösterilmektedir.⁹² Finansal işlemlerin uluslar arası boyutundaki artış kurumsal yapı uygulamalarını zorunlu kılmaktadır. Kamu tarafından gerçekleştirilen kurumsal düzenlemelerin anlaşılabilirliği ve güvenilebilirliği yatırımcılar açısından büyük önem arz etmektedir. Düzenleyici sistem finansal sistemin gelişmesini sağlayacak biçimde esnek olmalıdır. Düzenleme yapılırken rekabetin engellenmemesi ve yeniliklere açık olacak şekilde yapılması gerekmektedir.⁹³

⁸⁹ Philip R. Lane, “Money Shocks and the Current Account”, Money Capital Mobility And Trade, MIT Press, 1999, s.400

⁹⁰ Jaewoo Lee, Menzie D. Chinn, “The Current Account and the Real Exchange Rate: A structural VAR Analysis of Major Currencies”, National Bureau of Economic Research, 1998, Working Paper 6495, 1998

⁹¹ Paul Krugman, “A Model of Balance-of –Payments Crises”, Journal of Money, Credit and Banking, 1979, Vol.11, No:3, - Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart, “Leading Indicators of Currency Crises”, IMF Staff Papers, 1998, Vol.45 No:1, s.23- Guillermo A. Calvo, Carlos A. Vegh, “Inflation Stabilization and Bop Crises in Developing Countries”, NBER Working Series, 1999, No.6925, s.60- Mark P. Taylor, Lucio Sarno, “Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants”, The World Bank Economic Review, 1997, Vol. 11, No. 3: 451–70

⁹² Kaya, a.g.e., s.44

⁹³ Rüya Eser, “Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Sermaye Piyasasında Düzenleyici Kurumlar”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2001, AD/1-RE/1, s.5

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÜRESELLEŞME VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

3.1.Finansal Küreselleşme

Küreselleşmenin altında yatan düşünce yapısının temelleri merkantalist dönemlere kadar uzanmakla birlikte, küreselleşme serbest dış ticaret fikriyle birlikte gelişmeye başlamıştır. Liberal felsefenin etkisiyle Avrupa ve Amerika’da küreselleşmenin ekonomik alt yapısı hazırlanmış, buradan tüm dünyaya yayılarak günümüz dünyasına siyasi, sosyal ve ekonomik olarak yön vermeye başlamıştır.⁹⁴ Finansal küreselleşmenin nedenleri arasında; gelişmiş ülkelerde finansal piyasaların her türlü düzenlemelerden uzak tutulması, finansal piyasaların uluslar arası rekabet ortamında işlemesine izin verilmesi, finansal piyasa araçlarındaki çeşitlilikler, teknolojinin gelişmesiyle finansal piyasalara daha kolay ulaşılması ve bunun daha ucuz hale gelmesi gösterilebilir.⁹⁵

Küreselleşmeyle birlikte dünya büyük bir köy haline gelmiş, bu süreçte finansal serbestleşme ve daha entegre olmuş uluslar arası piyasalar gözlemlenen iki önemli karakteristik olmuştur. Küreselleşme, sermaye hareketlerinin etkilerini, yapılarını ve süreçlerini büyük ölçüde değiştirmiştir. Söz konusu değişim sürecinde toplam sermaye hareketlerinin artmasının yanı sıra, sermaye hareketleri içinde faiz kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen spekülasyon amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlığı da giderek artmıştır.⁹⁶

1980’ li yıllarda uluslar arası sistemde meydana gelen yeniden yapılanmanın bir uzantısı olarak önem kazanan ve çok yönlü bir etkiye sahip olan küreselleşmenin ekonomik açıdan önemli olan kısmı finansal küreselleşmedir. Finansal küreselleşme; “

⁹⁴ Volkan Çolpan, “ Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler ”, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, 2008, s.3.

⁹⁵ Selçuk Emsen, “Finansal Küreselleşme, Vadeli Teslim Döviz Piyasaları ve Finansal Krizler”, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Nisan 1997, Cilt:11, Sayı:3-4, s.3. Aktaran Eda Demirgil, “Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi : Asya Krizi Örneği”, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2005, s.16.

⁹⁶ Şeyda İnandım, ” Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi:Türkiye Örneği”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005

ulusal finans piyasalarını ayıran sınırların ortadan kalkması, finans piyasalarının çeşitli kontrol ve sınırlamalardan arındırılarak uluslar arası rekabete açılması, piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları, kurların dalgalanmaya bırakılması uluslar arası sermaye akımlarının artması ve yatırım fonları ile yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımların finans piyasalarındaki rollerinin artması” olarak tanımlanmaktadır.⁹⁷

Reel sektördeki ve dünya ticaretindeki gelişmeler, teknolojiadaki gelişmeler, ulusal finans piyasalarını birbirinden ayıran engellerin kalkması, finansal liberalizasyonun sağlanması, menkul kıymet işlemlerinin gerçekleşmesi, finansal yenilikler, dış piyasalardan borçlanma imkanının oluşması finansal küreselleşmenin dinamiklerini oluşturur.⁹⁸

Finansal küreselleşme büyümenin artmasında önemli bir rol üstlenmektedir. Bu olay iki şekilde ortaya çıkmaktadır:

- İlk olarak kamu otoriteleri tarafından denetlenmekte olan mali piyasalar, ülke içinde serbestleşmekte bu sayede faiz oranları serbestçe belirlenebilmektedir. Finansal küreselleşme ile oluşan pozitif reel faizler tasarrufların ve finansal varlıklardaki büyümenin artmasını sağlayarak, finansal varlık stoklarındaki artışla birlikte bankalardaki kullanılabilir fon miktarının artışına neden olmaktadır. Kullanılabilir fonlar arttığı için gerçekleşen yatırım oranları artmaktadır.
- İkinci olarak finansal sistemdeki araçlar tasarruf dağılımında önemli rol oynamaktadır. Fonların daha karlı yatırım alanlarına kaymasıyla birlikte rekabet artmakta, yatırım politikaları daha etkin ve seçici bir hale gelmektedir. Bu sayede yatırımların verimlilikleri artmakta ve sonuçta büyüme oranları artmaktadır. Finansal küreselleşme ile birlikte kontrolün ve fiyat sapmalarının kaldırılması sonucu tasarrufların yüksek getirili yatırımlara yönelmesi dağılım etkinliğini artırır. Rekabet artışı sonucu finansal piyasalardaki maliyetlerin azalması, operasyonel etkinliği artırırken yapılan yenilikler sonucu üretilen mal

⁹⁷ Serap Durusoy, “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, 2009, <http://www.ozmena.net/ekonomi /finansal-liberallesmenin-sorgulanmasinin-nedenleri-711674.html>

⁹⁸ M. Tuba Ongun, “Finansal Globalleşme”, Ekonomik Yaklaşım, 1993, Cilt:4, Sayı:9, s.37.

ve hizmetlerin tüketici ihtiyaçlarına daha uygun olması ile dinamik etkinlik artışı sağlanmaktadır.⁹⁹

Finansal küreselleşmenin bu olumlu sonuçlarına karşın olumsuz sonuçları da söz konusudur. Finansal küreselleşme sonucu birçok gelişmekte olan ülkede birtakım olumsuzluklar yaşanmıştır ve hala yaşanmaya devam etmektedir. Bu etkilerden ilki, faiz hadlerindeki artış olmuştur. Finansal baskı politikasının terk edilmesi ve özellikle kısa vadeli sermaye girişi ile birlikte faiz oranları yükselmiştir. Bunun sonucu olarak da finansal küreselleşme sürecinde birçok gelişmekte olan ülkenin borçları artış eğilimi göstermiştir.¹⁰⁰

3.2.Finansal Liberalizasyon

“Finansal liberalizasyon kuramı”nın teorik temeli Stanford Okulunun tanınmış iktisatçılarından McKinnon (1973) ve Shaw (1973)’un çalışmaları ile meydana getirilmiştir. Bu kuram Neo-klasik Finans Teorisi’nin gelişmekte olan ülkelere uyarlanmış versiyonu olarak nitelendirilebilir. Finansal liberalizasyonun, tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceği ve faiz oranlarını ülkeler arasında eşitleyeceği varsayımından hareket eden teori, “finansal baskının kalkmasının ve finansal derinleşmenin sağlanmasının etkin kaynak dağılımını sağlayacağını ve ekonomik gelişmeyi hızlandıracağını” iddia etmektedir.¹⁰¹

Finansal liberalizasyon; genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslar arası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek için bankacılık finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslar arası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir.¹⁰²

⁹⁹ Dilek Coşgun, “Uluslar arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, 2006, s.4

¹⁰⁰ Charles F. Adams, Donald J. Mathhieson, Garry J. Schinasi, Chadha, B., (1998), *İnternational Capital Markets: Developments, Prospects and Key Issues*, Washington, IMF

¹⁰¹ John Williamson ve Molly Mahar, *Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme*, Çeviren: Güven Delice, Liberte Yayınları, Eylül 2002, s. 8. Aktaran İlhan Dağdelen, “Liberalizasyon”, *Uluslar arası İnsan Bilimleri Dergisi*, 2004, ISSN: 1303-5134, S.21

¹⁰² Durusoy, a.g.m., s.

Dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerindeki kontrollerin kaldırılması olarak tanımlanan finansal liberalizasyon, geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin yabancı finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki vergilerin azaltılması gibi unsurları da içermektedir. Bu çerçevede, söz konusu sürecin altı temel boyutu olduğu söylenebilir:¹⁰³

- Kredi kontrollerinin kaldırılması
- Faiz oranlarının deregülasyonu
- Bankacılık sektörüne veya daha geniş anlamda finansal hizmetler endüstrisine giriş serbestisi
- Banka otonomisi*
- Uluslar arası sermaye akımlarının liberalizasyonu

Finansal serbestleşme, yurt sakinlerinin dış piyasadan serbestçe borçlanması ve yurt sakini olmayanların serbest bir şekilde iç mali piyasalarda işlem yapabilmesi, yani içeri doğru her iki kaynaktan sermaye girişinde sınırlamaların, denetimin kalkmasını sağlar. Bunun yanı sıra, yurt sakinleri dışarıya serbestçe sermaye transfer edip, yabancı varlık kalemlerini tutabilir. Yine yurt sakini olmayanlarda aynı şekilde iç mali piyasalardan borçlanabilir, yurt içinde sakinler yabancı paralar üzerinden istedikleri işlemleri yapabilirler.¹⁰⁴

Finansal liberalleşmenin ilk olarak dolaysız yabancı sermaye yatırımları alanında ortaya çıktığı görülür. Çoğu ülkeler sürdürülebilir büyüme gibi amaçlarla öncelikle dolaysız yabancı sermaye girişlerini özendirici mali politikalar izlemişlerdir. Bu gelişmeyi, uluslar arası piyasalardaki tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlere yapılan portfolyo sermayesi yatırımlarının liberalleştirilmesi izlemiştir. Bu sürece son olarak “sıcak para” fonları da denilen kısa süreli sermaye akımları katılmıştır.¹⁰⁵

¹⁰³ John Williamson ve Molly Mahar. A.g.k. s. 15 Aktaran Dağdelen, a.g.m., s.22

*“Banka otonomisi” kavramı, banka yöneticileri ve diğer çalışanların nasıl atanacakları ve onlara ne kadar ödeme yapılacağı; nerede şube açılıp, hangi şubelerin kapatılacağı ve bankanın hangi tür işlerle uğraşabileceği gibi konuları belirlemede bankaların kendi iç idari prosedürlerinin işletilmesi anlamında kullanılmaktadır.

¹⁰⁴ Gülten Kazgan, Tazminattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul, 1999

¹⁰⁵ Halil Seyidoğlu, “Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, Dogus Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003, 141-156, s.142-143

3.3.Finansal Yenileşme

Yazında finansal yenileşmenin çeşitli tanımları yapılmıştır. Bunlardan bazılarına bu başlık altında yer verilmektedir.

Alp (2002), mali piyasalarda yaşanan liberalizasyon hareketleri ve sonuçta piyasaların ulusal ve uluslar arası düzeyde daha fazla piyasa katılımcısına kucak açması, bu piyasalardaki rekabeti artırmış ve böyle bir ortamda mali kurumlar gerek tasarruf sahiplerinin gerekse yatırımcıların beklentilerini en üst düzeyde karşılayabilmek için birçok yeni mali araç dizayn etmiştir. Liberalizasyon hareketlerinin yaşanmakta olduğu böyle bir dönemde, bilişim teknolojilerinde de olağanüstü gelişmelerin yaşanması, gerek mali araç dizaynı ve gerekse bu mali araçların pazarlanmasına oldukça iyi bir altyapı oluşturmuştur.¹⁰⁶ Finansal yenileşme eğilimleri daha çok kullanılan araçlarda ve finansal aracılık türlerinde ortaya çıkmıştır.

Afşar (2004), finansal araçlarda yenileşme; günümüzde sermaye piyasaları fon talep edenler ve yatırımcılara hem borçlanma hem de hisse senedi şeklinde çok geniş bir yelpazede hizmetler sunmaktadır. Bu gelişme fon talep edenlere hem ulusal hem de uluslar arası düzeyde daha ucuz ve geniş hacimli piyasalara ulaşma imkanı vermekte ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.¹⁰⁷

Yıldırım (2012), yeni dönemde finansal piyasalarda, kurumsal yatırımcılar ve fon talep edenleri kendilerine çekebilmek amacıyla, yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Bu gelişmeler ışığında türev araçları da denilen opsiyon, futures, swap vb. araçların önemi artmaya başlamıştır. Bunun nedeni ise bu araçların piyasa katılımcılarına karşılaştıkları yeni riskleri yönetebilme imkanı sağlamasıdır. Yeni finansal araçlar, hem ulusal düzeyde hem de uluslar arası düzeyde daha ucuz ve geniş hacimli piyasalara ulaşma imkanı vermekte ve borçlanma maliyetini düşürmektedir.¹⁰⁸

Finansal aracılıkta yenileşme; finansal aracılık, finansal kurumların fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmeleri ve fon transferini sağlamaları olarak tanımlanmaktadır. Aracılık faaliyetinin ilk örneğini bankalar oluştururken; günümüzde

¹⁰⁶ Ali Alp, Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, İMKB Yayınları , Ankara, 2002, s. 55-56.

¹⁰⁷ Muharrem Afşar, Finansal Küreselleşme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2004, No: 1558, s. 58-59.

¹⁰⁸ Murat Yıldırım, "Sermaye Piyasaları ve Portföy Yönetimi", Karabük Üniversitesi, Uzaktan Eğitim Uygulama Ve Araştırma Merkezi, 2012 http://web.karabuk.edu.tr/muratyildirim/H2_ISL769.pdf , (11.10.2012)

bankacılık, menkul kıymetler sektörü ve sigortacılık sektöründe faaliyet gösteren finansal ve finansal olmayan kurumlar sektörde faaliyet göstermeye başlamışlardır.¹⁰⁹

3.4.Finansal Küreselleşmenin Sermaye Akımlarına Etkisi

Finansal küreselleşmenin sermaye akımları üzerindeki etkileri ve sermaye akımlarının da girdikleri ülkeler üzerindeki etkileri oldukça fazladır. Sermaye akımları girdikleri ülkelere hem pozitif hem de negatif etkilere sahiptir.

Finansal serbestleşmeyi savunan görüşe göre; sermaye kontrollerinin kaldırılması ile tasarruflar yüksek getirili yatırımlara yönelecek, dolayısıyla da daha etkin olarak dağılacaktır. Finansal serbestleşme sonrasında yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranı yükselecek, tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere yönelecektir. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine yol açarken rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olması sağlanacaktır.¹¹⁰

Ancak finansal serbestleşme bazı yönlerden eleştiriler almaya başlamıştır. Her tür sermaye girişinin özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerinde her zaman olumlu sonuçlar doğurmadığı gerçeği gözden kaçırılmamalıdır. Özellikle de ülkelere giren kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarlı olup olmayacağı ve kısa süre içerisinde tersine dönüp dönmeyeceği ülkeler açısından önem taşımaktadır. Çünkü; kısa vadeli sermaye akımları faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj özelliğine dayanan istikrarsız sıcak para hareketi niteliği taşımaktadır. Bu yüksek likidite nedeniyle portföy yatırımları kısa vadeli banka kredileri ile birlikte riskli bir sermaye akımı olarak görülmektedir.¹¹¹

Son yıllarda; gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi borsalarının uluslar arası kurumsal yatırımcılar açısından çok cazip görülmesi sonucunda ülke fonları gibi araçlarla bu borsalara oldukça yüksek tutarlarda yatırım yapılmıştır. Bu gelişmeler bu borsaların aşırı yükselmesine neden olmuştur. Diğer yandan; gelişmekte olan ülkelere reel faiz oranlarının çok yüksek olması nedeniyle gerek yabancı bankaların direkt olarak

¹⁰⁹ Yıldırım, a.g.m., s.29

¹¹⁰ Aysu Insel, Nesrin Sungur, “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, 1989:III - 1999:IV, ert/ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi IV, Eylül, Ankara, 2000.

¹¹¹ Durusoy, a.g.m., s.2

para satması, gerekse yurt içi bankalar kanalıyla piyasalara kredi aktarılması, yurt içi kredi hacminin oldukça yükselmesine yol açmıştır. Bu krediler de aşırı değerlenmiş borsalar ve gayrimenkul yatırımları gibi kısa vadeli olmayan alanlara kaymıştır. Sonuçta her iki durumda da mali sistemin istikrarı riske sokulmuştur. Son 25 yılda dünyada yaşanan krizlerin nedenlerine baktığımızda bu gelişmeleri net bir şekilde izleyebiliriz.¹¹²

Faiz-döviz kuru arbitraj ögesine dayanan sermaye girişi, faiz oranlarının yüksek olmasına ve döviz kurunun değerli olmasına bağlıdır. Bunun sonucu ekonomilerin iç ve dış dengeleri bozulur. Gelişmekte olan ülkeler döviz kurundaki değerlenmeyi engelleyebilmek ve sermaye girişlerini istikrarlı bir hale getirebilmek için daha fazla rezerv biriktirmektedir. Rezervlerdeki artış parasal tabanı genişletmekte, bunun sonucu enflasyonist bir ortam oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye bolluğu, ulusal paranın aşırı değerlenmesine, rezerv birikimine ve dengesiz bir büyümeye yol açmaktadır. Reel üretim sektörleri gerilemekte, spekülatif para hareketleri ile merkez bankasının işlevi kısıtlanmakta, ulusal borsalar kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolü altına girmektedir.¹¹³

Rezerv artışının parasal tabanda genişlemeye yol açması sonucunda ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için merkez bankalarının sterilizasyona gitmeleri gerekmekte, bu ise bir yandan kamunun faiz yükünün artmasına neden olurken, diğer taraftan bu yoldan kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması sonucu enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır.¹¹⁴

Finansal serbestleşme fon ihtiyacının karşılanmasında yararlar sağlar. Ancak; ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerin giderilebilmesi için Türkiye’den ve Güney Doğu Asya krizlerinden çıkarılabilecek bir sonuçta şudur; finansal serbestleşme gerçekleştirilmeden önce denetim ve gözetim mekanizmaları iyi oluşturulmalıdır. Güney Doğu Asya ülkelerinde denetim mekanizması iyi işlemediği için batık krediler artmıştır, banka bilançoları olumsuz etkilenmiştir, kredi patlaması yaşanmıştır.¹¹⁵

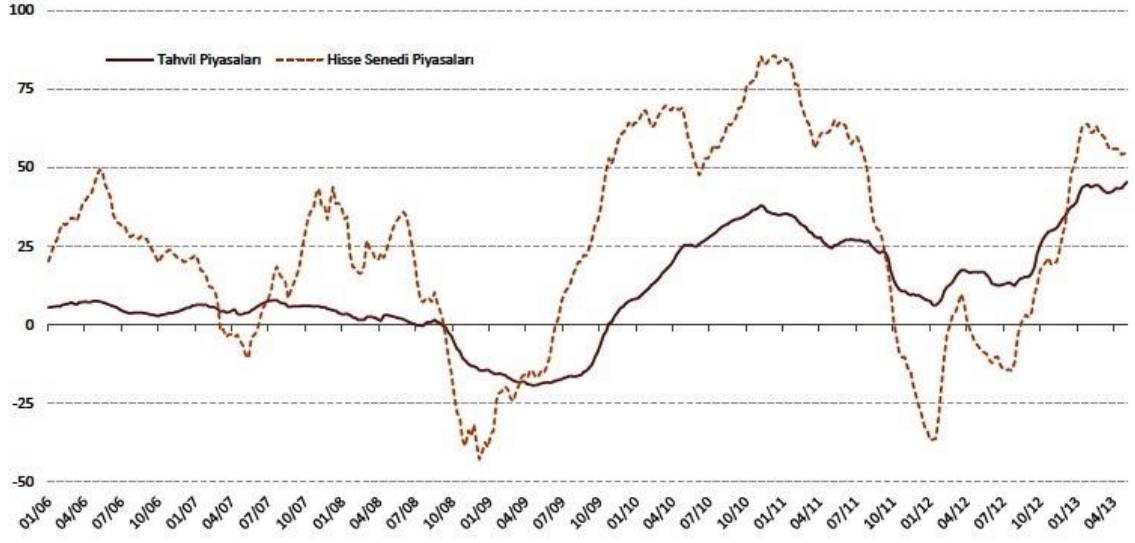
¹¹² Ali Alp, “Küreselleşme Sürecinde Uluslar arası Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye”, <http://ekonomi2023.org> , (21.10.2012)

¹¹³ İnsel ve Sungur, a.g.m , s.8.

¹¹⁴ Gerald K. Helleiner, “Capital Account Regimes And The Developing Countries”, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, 1998, Vol. VIII

¹¹⁵ Koray Duman, “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi (4), 2002, s.141.

Şekil 3.1 Tüm Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketleri (52 hafta birikimli/ Milyar ABD Doları)



Gelişmekte olan ülkelere yönelik son dönem sermaye hareketleri Şekil 3.1’de gösterilmektedir. Grafikten de anlaşılacağı üzere hisse senedi piyasalarında tahvil piyasalarına nispeten daha fazla dalgalanma yaşandığı görülmekte bu da uluslar arası düzeyde hareket eden sermayenin kısa dönemli ve oynak bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Grafiğe bakıldığında yaşanan 2008 krizinin etkisiyle gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin azaldığını ve krizin etkisinin azalmasıyla sermaye girişlerinin hisse senedi piyasalarına hızlı bir dönüş yaptığı görülmektedir. Bu da gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin krizler karşısında hassas olduğunu her hangi bir tehlikeyle karşılaştığı zaman güvenli limanlara kaçtığını göstermekte bunun sonucunda da sermayenin kısa vadeli bir yapıya sahip olduğunun bir kanıtı olmaktadır.

3.5.Dünya’da ve Türkiye’de Sermaye Akımlarının Seyri

Yabancı sermaye, ülkenin doğal kaynaklarını kullanılabilir hale getirmek ve mevcut üretim faktörlerini etkin bir şekilde kullanmak için, ülke içinde olmayan veya daha elverişli koşullarda ülke dışında bulunan sermayeyi içeri almak şeklinde tanımlanabilir.¹¹⁶ Kısa süreli sermaye akımlarının sebeplerine baktığımızda en temel

¹¹⁶ Yabancı Sermaye Nedir?, <http://www.webmastersitesi.com/ekonomi/247627-yabanci-sermaye-nedir.htm> , (10.05.2013)

sebebin gelişmiş ülkelerde sanayileşmenin artmasına bağlı olarak sermayenin bollaştığı ancak sermayenin kira bedeli olan faiz oranlarının düşmesi olduğu görülür. Sermayesi bol olan sanayileşmiş ülkelerde sermaye yatırmakla elde edilen net hasıla ya da kar yatırımlar arttıkça düşen bir seyir izlemektedir; ancak sermayenin nispeten kıt olduğu ülkelerde yatırım sistemi oldukça yüksek net karlar sağlamaktadır. Böyle ülkelerde sermaye az olduğu için ödenen faizde yüksek olmaktadır. Gelişme seviyesi farklı ülkeler arasında sermayenin sağladığı net karlardaki farklılıklardan dolayı sermayenin net karlılığının azaldığı gelişmiş ülkelere net karlılığının arttığı ülkelere doğru bir sermaye akımı doğar.¹¹⁷

Uluslar arası piyasalarda görülen küreselleşme olgusu, ülkeler arası ticaretin ve sermaye akışının önündeki engelleri kaldırıcı bir etki yapmış ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan liberal ekonomik politikalar ve finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle sermaye hareketleri hızlanarak, bu ülkelerin finansal piyasalarının gelişmesine katkıda bulunarak dış dünya ile bütünleşmelerinde önemli bir rol oynamıştır.¹¹⁸

Sermaye piyasalarının küreselleşmesi ya da sermaye akımlarının miktar, bileşim ve akışkanlığının 19. yy'ın son çeyreğinden günümüze kadar ki gelişimi; giderek daha bütünleşen, daha genişleyen, daha iyi işleyen piyasalar ve düşen maliyetler şeklinde doğrusal bir trend göstermemiştir. Özellikle II. Dünya savaşı sonrasında ve 1990'larda arka arkaya yaşanan finansal kriz dönemlerinde finansal piyasalara karşı yoğun bir tepki yaşanmıştır.

20.yüzyıldaki uluslar arası sermaye hareketlerinin gelişimi uluslar arası para sistemlerinden hareketle Obstfeld ve Taylor tarafından dört döneme ayrılmıştır;¹¹⁹

i.1870-1914 Dönemi (Birinci Küreselleşme Dönemi)

ii. 1914-1945 Dönemi (İki Dünya Savaşı Dönemi)

iii.1945-1971 Dönemi (Bretton-Woods Dönemi)

iv. 1971'den günümüze Kadar Olan Dönem (İkinci Küreselleşme Dönemi)

Birinci Küreselleşme Dönemi: 1870'lerden 1914 yılına kadar süren, dünya ekonomisinin payı artarak klasik altın standardının yörüngesi haline geldiği ve Londra

¹¹⁷ Kenan Bulutoğlu, Türkiye'de Yabancı Sermaye, Gerçek Yayınevi, İstanbul, 1970, s.23

¹¹⁸ Özge Tükel, "Finansal Serbestleşmenin Türkiye'nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri", Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, s.67

¹¹⁹ Maurice Obstfeld, Alan M. Taylor, "Globalization and Capital Markets", NBER Working Paper No. 8846 March 2003, s.4-5

merkezli global sermaye piyasası dönemidir. 1880'lere gelindiğinde oldukça az sayıda ülke altına sahipti ve 1900'lerde bu sayı büyüdü. Bu dönemde çoğu ülke için istikrarlı ve güvenilir bir sabit döviz kuru sistemi geçerliydi ve bu sistem ülke içi politikalarda politikacıları disipline etme, sorumlu davranma işlevi görüyordu. Bu sayede ülkeler arasında faiz farklılıkları azalırken, sermaye akımları giderek artmış ve 1900'lere gelindiğinde yalnızca Batı Avrupa ülkeleri değil, çevre ülkelerin de dahil olduğu sermaye, mal ve emek piyasalarını kucaklayan bir global ekonomi ortaya çıkmıştır.

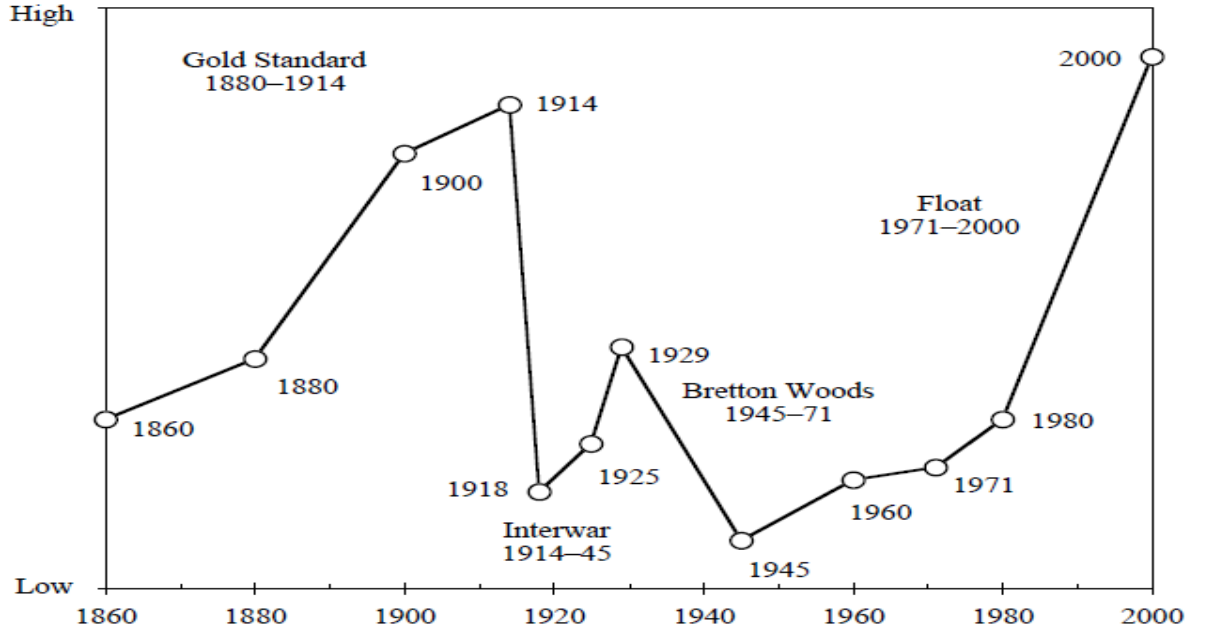
İki Dünya Savaşı Dönemi: 1914 yılından 1945 yılına kadar süren bu dönemde global ekonomi çökmüştür. İki dünya savaşları ve Büyük Bunalım artan milliyetçiliği ve ülkelerin işbirliğinden vazgeçen politikalarını beraberinde getirmiştir. I. Dünya Savaş'ında altın standardının çökmesi ile para politikası; önce savaşın finansmanı sonra da komşu ya da birbirleri ile ticaret partneri olan ülkeler arasındaki devalüasyonların yönetimi başta olmak üzere ülke içi iktisat politikaları amacını gerçekleştirme aracı haline gelmiştir. 1930'larda görülen dünya depresyonunun temel nedeni olarak görülen uluslar arası sermaye akımları minimum düzeye düşmüş, uluslar arası fiyatlar ve faizler arasındaki uyum tamamen bozulmuştur. Bu dönemde para krizlerinden kaçınmak ve altın stoklarını korumak için ülkeler yaygın bir şekilde sermaye kontrollerine yönelmişlerdir.

Bretton Woods Dönemi: 1945'ten 1971'e kadar süren bu dönem global ekonominin yeniden yapılanma dönemidir. Bu dönemde ticaret akımları belirgin bir şekilde artarken görülmemiş bir büyüme dalgası yakalanmıştır. Fakat global sermaye ile ilgili kuşku savaş arası dönemde kolay kolay ortadan kalkmamıştır. IMF, sermaye kontrollerini para krizlerinden korunmak için kabul etmiş ve böylece hükümetlerin aktivist para politikaları uygulayabilmelerini kolaylaştırmıştır. 20 yıl boyunca bu felsefe hakim oldu ve sermaye piyasaları korundu; ancak bu süreç çok yavaş gerçekleşti. 1960'ların sonlarına gelindiğinde küresel sermaye kolayca geri döndürülemedi ve sabit döviz kuru sisteminin de etkisiyle çöktü.

İkinci Küreselleşme Dönemi: 1971'den günümüze kadar olan, Bretton Woods sonrası dalgalı kur döneminde, sabit döviz kuru rejimi gönülsüz olarak bırakılsa da ve bazı ülkeler bu rejimi sürdürse de 1970'lerden 1990'lı yılların sonuna kadar uzanan dönemi, "sermaye akışkanlığının arttığı" dönem olarak adlandırabiliriz. Bu dönemde sabit döviz kuru ortadan kalktığından gelişmiş ülkelerin sermaye kontrollerine ihtiyaçları yoktu.

Sermaye akımları giderek artmış, işlem maliyetlerini azaltan ve yabancı yatırımların risk ve maliyetini düşüren iktisadi reformlar nedeniyle gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır. Bu dönemde, sabit döviz kuru rejiminde kırılmalar ve krizler yaşanması nedeniyle bazı gelişmekte olan ülkeler para kurulu ya da dolarizasyon ile para otonomilerini kaldırırken, daha geniş bir grup ülke (Meksika, Şili, Brezilya gibi) enflasyon hedeflemesi ile birlikte esnek döviz kurunu tercih etmiştir. Böylece 1990'lı yıllarda küreselleşme giderek bütünleşen ve birbiriyle bağlantılı, emek olmasa da mal, hizmet ve sermaye akımlarının serbestisini ifade eden bir dünya ekonomisi olgusunu tanımlar hale gelmiştir.

Şekil 3.2 1860-2000 Yılları Arası Sermaye Hareketleri



Kaynak: Obstfeld and Taylor 2003

Şekil 3.2’deki sermaye hareketlerine bakıldığında zaman 1860’tan 1914’ e kadar bir yükselme dönemi görülmektedir. Her ne kadar 1920’lerde I. Dünya savaşı ve Depresyon döneminde altın standardıyla bir iyileşme olsa da bu yükselmeyi 1945’e kadar yaşanan bir çöküş dönemi takip etmektedir. 1945’ten sonra bir yükseliş yaşanmaya başlanmakta ve 1970’lerin başında Bretton Woods Sisteminin çökmesiyle sermaye hareketleri hızla artmaya devam etmektedir.

Uluslar arası sermaye hareketlerinde yukarıda açıklanan dönemler boyunca yükselmeler düşüşler tekrar artan yükselmeler meydana gelmektedir. Uluslar arası sermaye hareketleri bu süreçlerde U şeklinde bir trend göstermekte ve bu trendin ardındaki etkileri Obstfeld ve Taylor şu şekilde açıklamaktadırlar;

- Piyasada rekabeti artıran teknolojik yenilikler,
- Devletler arasında “ülke çıkarları”nı amaçlayan rekabetçi politikalar
- Parti ve çıkar grubu rekabetine dayanan ülke içi politikalar
- İdeoloji ve ekonomi bilgisinin gelişimi.

Bu faktörler sermaye hareketlerini etkilemekte bu etkileşim de uluslar arası para sistemlerindeki değişiklikleri belirlemektedir. Tablo 3.1 1880’lerden günümüze kadar olan sermaye akışkanlığını göstermektedir.

Tablo 3.1 Sermaye Akışkanlığının Aşamaları

DÖNEM	AKTİVİST POLİTİKALAR	SERMAYE AKIŞKANLIĞI	SABİT DÖVİZKURU	NOT
Altın Standardı 1890-1914	En Çok	Çok Az	Çok Az	Yaygın Fikir Birliği
İki Dünya Savaşı Arası Dönem (Altın Standardı kalktıktan sonra) 1921-1938	Çok Az	Az Sayıda	En Fazla	Basta Kıta Avrupası ve Latin Amerika'da sermaye kontrolleri
Bretton Woods Sonrası 1950-1973	Çok Az	En Fazla	Çok Az	Yaygın Fikir Birliği
Dalgalı Kur Sistemi 1974 sonrası	Çok Az	Çok Az	Çok Sayıda	Para Kurulu ve dolarizasyon dışında belirli ölçüde fikir birliği

Kaynak: Obstfeld and Taylor 2003

Günümüzde sermaye hareketlerinin niteliği önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır, faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj özelliğine dayalı istikrarsız sıcak para niteliği taşıyan kısa vadeli sermaye hareketleri gerçekleşmektedir. Bu değişime bağlı olarak ortaya çıkan sermaye akımlarının vadesi kısalmakta oynak ve hareketli bir hale gelmektedir. Bu değişimler sermaye akımlarının bileşimini de etkilemekte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli ve portföy yatırımlarının oranı hızla artmaktadır. Bu kısa vadeli sermaye niteliğinde olan portföy yatırımları tahviller, mevduat sertifikası, ticari kağıt, hisse senedi gibi yatırımları içermektedir. Tablo 3.2'de gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri milyon A.B.D Doları olarak gösterilmektedir.

Tablo 3.2 2001-2010 Gelişmekte Olan Ülkelere Özel Sermaye Hareketleri

(Milyon ABD Doları)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Özel ve Resmi Sermaye Hareketleri	212.6	168.4	261.7	347.3	519.7	686.5	1133.2	835.2	674.9	1129.7
Net Portföy Yatırımları	6.7	8.3	26.3	36.9	67.5	107.7	133.0	-53.54	108.8	128.4
Net Doğrudan Yatırımlar	158.9	155.0	152.8	208.5	314.5	387.5	534.1	624.1	400.0	506.1
Kullanılan Krediler	47.0	5.1	82.5	101.8	137.7	191.2	463.1	205.4	5.2	352.8

Kaynak: World Bank

Türkiye’de 24 Ocak kararlarıyla finansal serbestleşme sürecine girmiş ve uzun yıllar kısa vadeli sermaye akımlarının uğrak yeri olmuştur. Türkiye’nin kısa vadeli sermaye serüveni esnasında yaşadıkları ve bu süreçten aşağıda kısaca bahsedilmektedir.

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ekonomisinde önemli köklü değişiklikler yapılmıştır. Türkiye 24 Ocak 1980 kararları ile; dış açıkları giderme, ekonomide devletin rolünü azaltma, genel fiyat düzeyini istikrarlı kılma ve kaynakların piyasa koşullarına göre tahsisini sağlama amacına yönelik ekonomik reform paketini benimsemiştir.¹²⁰ Bu kararlar ile Türkiye ekonomisi liberalleşmiştir. 24 ocak kararlarıyla dış ticaret dengesine yönelik kararlar, fiyatlarla ilgili düzenlemeler, faiz politikaları, yabancı sermayeye yönelik teşvikler ve yeni kurum-kuruluşlar oluşturulmuştur. Kararların ilanından sonra yabancı sermayenin cezbedilmesi için birçok yönetsel ve yasal düzenlemelere gidilmiştir. Döviz giriş ve çıkışlarının önündeki engeller kaldırılarak ekonominin döviz üretebilir güce kavuşması hedeflenmiş, dış ticaret liberalize edilmiştir. Fiyatlar ve faizler serbest bırakılarak piyasalarda mal sıkıntısı çekilmesine mani olunmuştur. Cumhuriyetin kuruluşundan itibaren uygulanan devletçilik ilkesinden vazgeçilerek “serbest piyasa ekonomisi”ne geçilmesi kararlaştırılmıştır.¹²¹

¹²⁰ Nurdan Aslan, Uluslar Arası Özel Sermaye Akımları, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1997, s.104

¹²¹ Ahmet Fazıl Özsoylu, Türkiye Ekonomisi, Karahan Kitabevi, Adana, 2011, s. 158-176

1983 yılında menkul kıymetler piyasasının geliştirilmesine çaba gösterilmiş Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçmiştir.¹²² 30 sayılı karar ile 1984 yılında döviz ve sermaye hareketlerinde serbestleşme daha ileri düzeye taşınmıştır. Sermaye piyasası yenilenmiş, İMKB faaliyete geçirilmiştir. 1986 yılında bankalar arası para piyasası (interbank) oluşturulmuş ve 1987 yılında TCMB açık piyasa işlemlerine başlamıştır.¹²³ Merkez Bankası 1988’de döviz piyasasını, 1989’da da altın piyasasını faaliyete geçirmiştir.¹²⁴ 1989’da çıkarılan 32 Sayılı karar ile artık Türkiye’de yerleşikler uluslar arası finansal piyasalardan serbestçe borçlanabilecekler, yurt dışında yatırım yapabilecekler, finansal varlık tutabilecekler, kendi aralarında döviz ile borç alıp verebileceklerdi. Aynı şekilde yerleşik olmayanlar Türkiye’de finansal varlık edinme, döviz ile borç alıp verme ve kazançlarını transfer etme vb serbestliklere kavuşmuşlardır. Bu karar ile sadece ödemeler bilançosu kaynaklı sermaye hareketleri serbestleşmemiş, aynı zamanda mali piyasalar serbestleşmiştir. TL konvertibl hale getirilmiş, döviz TL’nin ikamesi tam olmuştur. 1984-1994 dönemi gezgin fonların döviz piyasası, para piyasası ve sermaye piyasası arasında baş döndürücü bir hızla yer değiştirdiği; yöneldiği piyasada fiyatları yükselttiği, terk ettiği piyasalarda fiyatların düşmesine neden olduğu bir dönem olmuştur.¹²⁵

Bu dönemlerde ülkeye sürekli sıcak para gelmiş ve para piyasasındaki baskılar sonucu faiz tırmanışa geçmiştir. Ekonomide likidite artmış artan likidite önce dövizye yönelmiş ve döviz kurları yükselmeye başlamıştır. Bunun sonucunda da TL değer kaybetmiştir. Serbestleşen sermaye hareketleri ile yabancı sermaye girişine dayalı refah yaratma politikası iflas etmiş ve ekonomide kriz yaşanmıştır.¹²⁶ 1994 yılında ekonomik krizin patlak vermesi ile 5 Nisan kararları açıklanmıştır. 5 Nisan kararları sonucunda:¹²⁷

- TL’nin yeniden çekici bir yatırım aracı olabilmesi için hazine bonosu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan %5 stopaj vergisi kaldırıldı.
- Bankaların topladıkları mevduat üzerinden Merkez Bankası’na yatırmak zorunda oldukları munzam karşılıklar sıfırlandı.
- Banka mevduatlarına sınırsız devlet güvencesi getirildi.

¹²² Özsoylu, a.g.e., s.169

¹²³ Hüseyin Şahin, Türkiye Ekonomisi, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2012, s.198

¹²⁴ Özsoylu, a.g.e., s.169

¹²⁵ Şahin, a.g.e., s. 214-215

¹²⁶ Şahin, a.g.e., s.217

¹²⁷ Meral Tecer, Türkiye Ekonomisi, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü, Ankara, 2005, s.100

- TL yaklaşık %40 oranında devalüe edildi. Döviz kurları serbest bırakıldı.

Türkiye ekonomisi 1990'lı yılları giderek sıklaşan aralıklarda yaşadığı bir kriz süreci içerisinde geçirmiştir. 1994 5 Nisan kararı ve 1998 IMF yakından izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konulsa da bunların kalıcı bir başasırı olmamış ve ulusal ekonomi 1998 Asya ve Rusya krizlerinden olumsuz etkilenmiştir. 1998'in ikinci yarısından itibaren derinleşen ekonomik kriz, bir yandan söz konusu dışsal şokların, bir yandan da 1990'lar boyunca sürdürülen dışa bağımlı, yapay büyüme stratejisinin ve birikim mekanizmalarının tıkanmış olmasının bir sonucudur.¹²⁸

Şubat 2001'de dalgalı kur sistemine geçişle birlikte TL'nin önemli oranda değer kaybetmesi ve izleyen dönemde döviz kurlarında yaşanan istikrarsızlık, enflasyonun yeniden yükselme eğilimine girmesi, yüksek seviyelerde seyreden faiz oranları, ekonomik aktivitede ortaya çıkan keskin düşüş, dış kaynak imkanlarındaki daralma, para politikası uygulamasındaki değişim ve bankacılık sektörü yeniden yapılandırma programı çerçevesinde gerçekleştirilen uygulamalar temel finansal sistemdeki gelişmeler olmuştur.¹²⁹

2000 yılının sonlarında dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkması ile birlikte, başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları, uyguladıkları politikalarında önemli bir gevşemeye gitmiş, faiz oranlarını düşürerek ekonomik yavaşlamanın sonuçlarını gidermeye çalışmışlardır. Ancak bu yeterli olmamış ve 2008 yılında emlak fiyatlarının şiddetle artması ve faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte kredilerin geri ödenmesinde sıkıntılar yaşanmış ve bunun sonucunda tüm dünyaya yayılan bir kriz yaşanmıştır. 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin etkisi altına giren Türkiye ekonomisi, 2009'un ilk çeyreğinde %14,7 oranında gerileme yaşayarak rekor bir düşüş yaşamıştır. Krize dayalı alınan tedbirlerle 2009 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde sınırlı da olsa toparlanma yaşanmış, ancak krizden çıkış süreci 2010 yılının ikinci yarısından itibaren başlamıştır.¹³⁰

¹²⁸ Erineç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm, Birikim ve Büyüme, İletişim Yayınları, İstanbul, s.159

¹²⁹ Salih Öztürk, Deniz Özyakışır, Türkiye'nin Ekonomi Politikası 1923-2007, Orion Kitabevi, Ankara, 2008, s.339

¹³⁰ Özsoylu, a.g.e., s.311

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİNİ ÖLÇMEKTE KULLANILAN KRİTERLER

Açık ekonomilerde yatırımcılar kendi ülkelerinden farklı ülkelerde de yatırım yapma imkanı bulmaktadırlar; ancak finansal açıklık tam olarak belirlenememekte ve ölçülememektedir. Analitik modellere göre ulusal ve uluslar arası finansal piyasalar arasındaki ilişki herhangi bir ekonominin en temel anahtarlarından bir tanesidir ve bir ekonominin makro ekonomik özellikleri temel belirleyici olarak hizmet eder. Uluslar arası sermaye hareketliliğinin ölçülmesinde kabul edilmiş tek bir yaklaşım yoktur. Sermaye hareketliliğini ölçmek için bazı ampirik çalışmalar resmi ya da resmi olmayan yöntemleri kullanmaktadırlar. Sermaye akımlarının büyüklüğünün ölçülmesi için arbitraj koşullarının çeşitliliği, yurt içi para arzı üzerindeki rezerv hareketlerinin etkilerinin sterilizasyon alanı, tasarruf yatırım korelasyonu ve son zamanlarda optimal tüketim yolu için çeşitli testler kullanılmaktadır.¹³¹ Sermaye hareketlerinin derecesi söz konusu olduğunda, sermaye hareketlerinin büyüklüğünü, cari işlemler açıklarının yanı sıra vergiler, döviz kurları, optimal tasarruflar gibi diğer ekonomik değişkenlerde etkileyecektir. Böylece sermaye hareketlerinin derecesinin belirlenmesinde farklı yaklaşımlar söz konusu olacaktır.¹³² En çok kullanılan yöntemler Feldstein-Horioka durumu, reel faiz paritesi, kapalı-kapsanmış faiz paritesi, kapsanmamış faiz paritesi yöntemleridir.

4.1.Feldstein-Horioka Durumu

Uluslar arası sermaye akımı hem küresel ekonomi hem de ulusal ekonomiler bakımından farklı sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Sermayenin tam hareketli olduğu durumda yurt içi tasarruf dünyadaki yatırım imkanlarına bağlı iken, yurt içi yatırımda dünya sermaye havuzundan finanse edilecektir. Feldstein- Horioka tarafından yapılan ampirik çalışmada, önermenin tersine gelişmiş ülke ekonomilerinde, tasarruf ve yatırım

¹³¹ Peter J.Montiel, "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", The World Bank Economic Review, 1994, Vol. 8, No. 3 311-350, S.315

¹³² Nagihan Oktayer, Nazan Susam, N., "Tasarruf-Yatırım-Sermaye Hareketleri ilişkisinin Türkiye Örneğinde Değerlendirilmesi", Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2007, ISSN 1305 -7766, Cilt.9, Sayı.2, s.19-54

arasındaki ilişkinin kuvvetli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda iktisat literatüründe “Feldstein-Horioka Bilmecesi” olarak nitelendirilmektedir.¹³³

Kapalı bir ekonomide ulusal tasarrufların yurt içi yatırımlara eşit olduğu, sermaye ve dış ticaretin olmadığı ortamda cari hesap dengesinin sıfır olduğu kabul edilir. Bu durumun sonucu olarak, tasarruflarda bir artışın yurt içi yatırımları aynı derecede artıracığı varsayılır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu açık bir ekonomide tasarruf ve yatırımların birbirinden farklılık gösterdiği, ülkelerin cari açık verdikleri gözlenmektedir.¹³⁴ Sermaye hareketliliği konusu AB ülkelerinde tek para birimi uygulanması, sermaye ve tasarruf üzerindeki vergi sorunları gibi çeşitli politik konular açısından son derece önemlidir.¹³⁵ Kamu kesiminin tasarruf oranlarını artırmaya yönelik politikalar doğrultusunda oluşan tüketimdeki azalma ile yurt içindeki sermayenin marjinal ürününün sağladığı avantajlar eşdeğer olmaktadır. Diğer taraftan ülkeler arasında mükemmel bir sermaye hareketliliği var ise hali hazırdaki tasarrufların çoğu (eğer ülke sermaye ihraç ediyorsa), ülkeyi terk edecektir. Ya da (eğer ülke sermaye ithal ediyorsa) bu tasarruflar ülkede yatırım yapacak diğer yabancı kaynaklı sermayenin yerine geçecektir. Bu durumda ek tasarrufların ülkeye getirisi vergi öncesi sermayenin marjinal ürünü değil, yatırımcıların kazandığı vergi sonrası net getiridir. Eğer ek tasarruflar yurt dışında yatırıma dönüştürüyorlarsa, ek vergi gelirini yabancı devletler kazanacaklardır.¹³⁶

Feldstein ve Horioka (1980) tasarruflar ile yatırımlar arasındaki ilişkinin belirlenmesi için aşağıdaki modeli kullanmışlardır : ¹³⁷

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_i + u_i \quad i = 1,2,3,\dots, n \quad (1)$$

(1)Nolu modelde $\left(\frac{I}{Y}\right)_i$ ve $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ sırasıyla i ülkesinin yatırım ve tasarruflarının GSYİH içindeki payını göstermektedir. u_i klasik varsayımların sağlandığı tesadüfî hata

¹³³ Filiz Erataş, Hayriye Başcı Nuriev, Melih Özçalık, “Feldstein-Horioka Bilmecesinin Gelişmiş Ülke Ekonomileri Açısından Değerlendirilmesi: Panel Veri Analizi”, s.3., <http://www.academia.edu/>, (08.03.2013)

¹³⁴ Maurice Obstfeld, Kenneth S. Rogoff, “Foundations of International Macroeconomics”, The MIT Press., England, 1996, s.161

¹³⁵ Jerry Coakley, Farida Kulasi, Ron Smith, “The Feldstein-Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review”, International Journal of Finance and Economics 3, 1998, s.169-188

¹³⁶ Nazan Susam, “Feldstein - Horioka Paradoksu: Yatırım, Tasarruf ve Sermaye Hareketleri İlişkisinin Açıklanması, İstanbul Üniversitesi , İktisat Fakültesi ,Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 46. Seri / Yıl 2004, S.187

¹³⁷ S.109

terimidir. $[u_i \sim N(0, \theta^2)]$. u_i aynı zamanda yatırımlar üzerinde etkili olan diğer faktörleri de gösterir.

Feldstein-Horioka yaklaşımına göre, sadece $\left(\frac{S}{Y}\right)$ ve $\frac{I}{Y}$ 'nın kullanıldığı yukarıdaki modelin tahmininden sağlanan β parametresinin değeri, uluslar arası sermaye hareketliliği hakkında bir ölçü oluşturmaktadır. (1) no'lu denklem, aynı zamanda yabancı sermaye ile finanse edilen yurt içi yatırımlarının payını da ölçtüğü için, sermaye hareketliliği hipotezinin dolaylı bir testidir. Tam sermaye hareketliliği olduğu varsayımı altında, β parametresinin değeri sıfıra yakın olmalıdır.

Geçtiğimiz 30 yılda Feldstein-Horioka durumunu açıklamaya ve çözmeye yönelik çeşitli ampirik çalışmalar yapılmıştır. Feldstein – Horioka durumu iktisat yazınında bir dönüm noktası niteliği taşımaktadır. 1980 yılında yaptıkları “Yurt İçi Tasarruf ve Sermaye Akımı” adlı çalışmada gelişmiş ekonomilerde tasarruflar ve yatırımlar arasında yüksek derecede bir ilişki bulunduğunu aynı zamanda yatırım ve tasarrufların düşük derecede olsa da uluslar arası sermaye hareketlerini etkilediğini ortaya koymuşlardır.¹³⁸

Dünyadaki toplam sermaye hareketleri akışkan ve kısa vadeli faiz oranı farklılıkları ortadan kaldırıldığı zaman sermayenin çoğu görünüşte uzun vadeli yatırımlar arasında arbitraj türü etkinlikler mevcut değildir. Benzer şekilde yapılan çalışmada yurt içi tasarruflar ve yatırımlar arasındaki çok yakın ilişki uluslar arası uzun dönemli sermaye hareketliliği ve doğrudan yatırımların varlığı ile çakışmaz. Yabancı ülkelerde yapılan doğrudan yatırımların çoğu ticari pozisyonları geliştirmek için ya da tasarruf oranları veya görel sermaye yoğunluklarındaki farklılıklara duyarlı olmayacak yatırımlar hakkında özel bilgi avantajı elde etmek için yapılır. Bazı doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının geliri yüksek ise bu yatırımlar ülkeler tarafından sınırlandırılır. Yapılan çalışma dünyadaki sermaye hareketlerinin doğasına ve uzun dönemli sermaye hareketlerinin özelliklerine ışık tutmaktadır. Uluslararası sermaye hareketliliğini ihmal eden gelir dağılımı ve vergilendirmeye ilişkili belirli modellerle uyumlu sonuçlar

¹³⁸ Piotr Misztal, “The Feldstein-Horioka Hypothesis in Countries With Varied Levels of Economic Development”, Contemporary Economics, DOI: 10.5709/ce.1897-9254.9 , 2011, Vol.5, Issue2, s.16

vermektedir. Ulusal yurt içi tasarrufların dönüşü yerel sermayenin vergi öncesi yerel marjinal getirisine eşit, çünkü böylesi tasarruflar yerel sermaye stokunu artırmaz.¹³⁹

Her ne kadar diğer ülke örnekleri için geçerli olmasa da onların çalışmaları AB ve OECD ülkelerinin çoğunda aynı sonuçları vermiştir. Dünyadaki sermaye hareketliliği, dünyadaki tasarruf artışı yerli yatırımı değiştiremez buna Feldstein-Horioka Bulmacası denir. İktisat yazınında çoğu çalışma yatırım ve tasarruf arasında neden bir korelasyon olduğunu açıklamaya çalışmaktadır.¹⁴⁰ Bazıları yurt içi yatırım ve tasarruf arasındaki ilişki katsayısının yüksek çıkmasını uygulanan ekonometrik yöntemlerdeki farklılığa bağlamaktadır. Bu konu üzerine yapılan en sert eleştiriler, tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki katsayısının sermaye hareketliliğinin derecesi hakkında net bir bilgi vermeyeceği yönündedir. Sermayenin tam hareketli olduğu durumlarda yurt içi tasarruf ve yatırım arasında ilişkinin doğmasına neden olan faktörler; hükümetlerin cari açık düzeyini hedefleyen politikalar yürütmeleri, sermaye hareketlerinin bütçe politikasının sürdürülebilirliğinde kullanılması, ekonomik politika uygulamada rejim değişiklikleri, ülkenin dış borç ödeyebilme kısıt, ekonometrik veri ve yöntem yetersizliği, ülke büyüklüğü, ticaret dışı mallar ve hareketsiz faktörler gibi etkenlere bağlanmıştır.¹⁴¹

Başta Feldstein olmak üzere bir grup iktisatçıya göre ise, tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkinin varlığı, kısa vadeli ve/veya finansal sermayenin hareketli olmasıyla çelişmemekle beraber uzun dönemli ve/veya fiziki sermayenin uluslar arasında hareketsiz olmasından kaynaklanmaktadır. Bu durumu savunan yazarlar, uzun dönemli ve fiziki sermayenin hareketsiz olmasına yol açabilecek etkenler üzerinde durmaktadırlar.¹⁴²

¹³⁹ Martin Feldstein, Charles Horioka, C., “Domestic Saving and International Capital Flows”, The Economic Journal, 1980, Vol. 90, No. 358, s.314-329

¹⁴⁰ Julien Fouquau, Christophe Hurlin, Isabella Rabaud, “The Feldstein-Horioka Puzzle: a Panel Smooth Transition Regression Approach”, 2007, s.2 <http://hal.archives-ouvertes.fr/>, (21.12.2012)

¹⁴¹ Fatih Mangır, Hasan Murat Ertuğrul, “Sermaye Hareketliliği, Tasarruf ve Yatırım İlişkisi: Türkiye Örneği”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi 27(317), 2012, s.61-87

¹⁴² Uganbaatar Ninjbat, “Uluslar arası Sermaye Hareketliliğinin Derecesi ve Feldstein-Horioka Bilmecesi”, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Yüksek Lisans Programı, Seminer Çalışması

4.2.Reel Faiz Paritesi

Serbest piyasa koşulları altında girişimcileri yönlendiren temel etken kar amacıdır. Hem iç ekonomide hem de uluslar arası alanda belli bir ekonomik varlığın aynı anda iki farklı fiyatının ortaya çıkması, kar imkanı yaratarak arbitrajcıları harekete geçirir. Arbitrajcı bu ekonomik varlığı ucuz olduğu piyasadan alıp pahalı olan piyasada satarak risk üstlenmeden kar sağlamaktadır. Fonların ulusal piyasaya mı yoksa uluslar arası piyasaya mı yatırılmasının daha karlı olacağı faiz oranları veri alındığı zaman vadeli piyasada iskonto veya prim oranına bağlı olmaktadır. Dışarıdaki yüksek faiz farkından yararlanırken, o anda geçerli vadeli kura göre yabancı para da aynı oranda iskonto yapmakta ise fonları dışarıya yatırmanın bir avantajı kalmayacaktır. Yabancı para üzerindeki vadeli iskonto oranı faiz farkından düşük olduğu sürece de fonları dışarıya yatırmak yatırımcının lehine olacaktır. Kısaca ülke lehine olan faiz farkının ulusal paranın vadeli iskonto oranına eşit olmasına faiz paritesi denmektedir.¹⁴³

Reel faiz paritesinin sağlanması için kapsanmamış faiz paritesinin sağlanması yanında kurdaki beklenen değişimin ülkeler arası fiyat farkına eşit olması gerekmektedir.¹⁴⁴

Reel faiz paritesi işlem maliyeti, vergilendirmedeki farklılıklar, hükümet kontrolleri, politik risk, kar fırsatları ve alım satımdaki karın farkedilmesi arasında geçen süre gibi nedenlerle tam olarak gerçekleşmemektedir.¹⁴⁵

4.3.Kapalı Kapsanmış Faiz Paritesi

Kapsanmış faiz paritesi yurt içi ve yurt dışı mali varlıkların aynı risk düzeyi ve vadeye sahip olması, işlem ve bilgi maliyetlerinin bulunmaması, uluslar arası sermaye hareketleri üzerinde herhangi bir kontrolün olmaması varsayımı altında;

$$1 + i_t = \frac{F_t}{S_t} (1 + i_t^*)$$

Şeklinde veya logaritmik olarak

¹⁴³ Halil Seyidoğlu, “Uluslar arası İktisat Teori Politika ve Uygulama”, Güzem Yayınları, İstanbul, 1999, s.341-343

¹⁴⁴ Kaya, a.g.t. s.99

¹⁴⁵ Michael Melvin, “ International Money and Finance”, Addison-Wesley Educational Publishers Inc., 1996, US, s.93

$$f_t - s_t = i_t - i_t^*$$

Şeklinde formüle edilmektedir. F_t , f_t vadeli nominal döviz kurunu ve logaritmik değerini, i_t^* ise yurt dışı nominal faiz oranını göstermektedir. Bu ifadeye göre kapsanmış faiz paritesi durumu iki mali varlığın aynı getiriye sahip olması durumunu göstermektedir.¹⁴⁶

Kapsanmış faiz paritesine göre, spot ve vadeli döviz kurları, iç ve dış faiz oranlarının bazı birleşimi karlı kapalı faiz arbitrajı için herhangi bir teşviği ortadan kaldırılabılır. Kapalı faiz paritesindeki ayarlamalar faiz farkları değişmeden prim veya iskontoyu düşürebilir. O zamanda ortaya kapsanmamış faiz paritesi, kapsanmış faiz paritesinin tam tersi olarak ortaya çıkar.¹⁴⁷

Kapsanmış faiz paritesinin test edilmesi iki sebepten dolayı çok önemlidir. Birincisi, döviz kuru ve uluslar arası para piyasasının etkinliğinin araştırılması bakımından ikincisi yerel döviz kurunun belirlenmesinde kullanılan modellerde kapsanmış faiz paritesi oldukça önemlidir.¹⁴⁸

Kapsanmış faiz paritesindeki önemli sapmalar sermaye hareketliliğinin mükemmel olmadığını, sanayileşmiş ülkeler arasında sabitleştirilmiş döviz kurları altında büyük spekülasyon saldırıları sırasında sermaye kontrollerinin kullanıldığını gösterir. Bazen kapalı faiz farklılıklarına bakmak önemli bilgiler sağlayabilir. Kapsanmış faiz paritesi düzenlemeleri yüksek ya da düşük sermaye hareketliliği ile tutarlıdır, ancak faiz paritesi sapmalarının büyüklüklerinin uluslar arası sermaye hareketliliğinin derecesi için makul bir ölçü sağlayacağına dair iyi bir neden yoktur.¹⁴⁹

¹⁴⁶ Gibson, H.D., (1996), International Finance, New York: Longman Group Limited Aktaran Ahmet Murat Alper, “Sürdürülebilir Reel Döviz Kuru Türkiye Örneği”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara, 2010, s.44

¹⁴⁷ Thomas D. Willet, Manfred W. Keil, Young Seok Ahn, “Capital Mobility for Developing Countries May Not Be So High”, Claremont Colleges Working Papers in Economics, 2001, s.6

¹⁴⁸ Mark P. Taylor, “Covered Interest Parity: A High-Frequency, High-Quality Data Study”, Economica, 1986, Vol.54, No.216, s.429-438

¹⁴⁹ Willet, vd., a.g.m, s.8

Gelişmekte olan ülkelerde kapsanmış faiz paritesi vadeli piyasalar çok az olduğu için sınırlı bir öneme sahiptir. Bu yüzden kapsanmamış faiz paritesi geliştirmekte olan ülkelerin çoğunluğu için en uygun faiz paritesi ölçüsüdür.¹⁵⁰

4.4.Kapsanmamış Faiz Paritesi

Uluslar arası sermaye piyasalarının entegrasyon derecesini ölçmek için, yatırımların ülkeler arasındaki getiri farklılıkları üzerine yoğunlaşmak gerekmektedir. Yatırımcı ülkeler arası getiri oranlarını karşılaştırırken tüm varlıkları aynı sepet içerisinde değerlendirmektedir. Yani varlıkların beklenen getirilerini ortak para cinsinden karşılaştırır. Uluslar arası sermaye hareketliliği mükemmel kabul ediliyorsa, ülkeler arası nominal faiz oranları arasındaki fark ile kurdaki beklenen değişim benzer şekilde olmalıdır. Kapsanmamış faiz paritesinin sağlanması için nominal döviz kurundaki beklenen değişim ülkeler arasındaki nominal faiz farkına eşit olmalıdır. Bu şekilde ülkeler arası beklenen varlık getirileri de eşitlenmiş olmaktadır.¹⁵¹

Kapsanmamış faiz paritesi kapsanmış faiz paritesine ek olarak vadeli nominal döviz kurunun, beklenen nominal döviz kurunun sapmasız tahmin edicisi olduğu varsayımı altında $F_t = E_t S_{t+k}$ yukarıdaki formüllerin yardımıyla

$$1 + i_t = \frac{E_t S_{t+k}}{S_t} (1 + i_t^*) \text{ veya}$$

$E_t S_{t+k} - S_t = i_t - i_t^*$ şeklinde ifade edilmektedir, burada E_t beklenti operatörünü temsil etmektedir. Buna göre kapsanmamış faiz paritesi, nominal faiz oranlarının iki ülke arasındaki farkının nominal döviz kurunun beklenen değişimine eşit olacağını ifade etmektedir.¹⁵²

¹⁵⁰ Peter J. Montiel, "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", The World Bank Economic Review, 1994, Vol. 8, No. 3 311-350, S.315

¹⁵¹ Kaya, a.g.t, s.93

¹⁵² Laurence Copeland, (1989), Exchange Rates and International Finance, Wokingham: Addison-Wesley Publishing., Aktaran Ahmet Murat Alper, "Sürdürülebilir Reel Döviz Kuru Türkiye Örneği", Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, Ankara, 2010, s.45

Sermaye hareketliliğinin ölçülmesinde kapsanmamış faiz paritesi kapsanmış faiz paritesine göre daha çok kullanılmaktadır.¹⁵³

¹⁵³ Willet, T., vd., “Capital Mobility for Developing Countries May Not Be So High”, Journal of Development Economics, 2001, s.9

BEŞİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Türkiye ekonomisinde 1990 yılı sonrasında yapılan finansal serbestleşme sonrasında ekonomiye hızla kısa vadeli yabancı sermaye girişleri yaşanmış ve bu girişler ekonomi üzerinde oldukça önemli etkiler meydana getirmiştir. Ekonomide meydana gelen değişmeler sonucunda sermaye akımlarının ekonomi üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerini inceleyen araştırmaların kısa bir özeti sunulacaktır.

Agenor vd. (1997), çalışmada Türkiye ekonomisinin 1987.I-1995.I dönemi hükümet harcamaları, sermaye girişleri ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiler VAR metodunu kullanarak incelemişlerdir. Çalışmada, faiz farkındaki pozitif bir şok sermaye girişine ve reel döviz kurunun değerlendirilmesine neden olurken, hükümet harcamalarına ve sermaye girişine verilecek pozitif bir şokun reel döviz kurunun geçici de olsa değerlendirilmesine neden olduğu bulgusuna erişilmiştir.

Türker Kaya (1998), çalışmada gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketlerinin nedenleri, etkileri üzerinde durulmuş ve sermaye hareketliliğinin derecesi, kısa vadeli sermaye hareketlerini ölçmeye yönelik testler yapılmıştır. Yapılan testler sonucunda Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketleri ile iki ülke faiz farkı arasında pozitif bir ilişki bulunmuş, kamunun artan fon ihtiyacının spekülasyon sermaye hareketleriyle sağlanması sonucu reel iç borçlanma faizinin arttığı belirlenmiştir.

Celasun, Denizer ve He (1999), 1989-1997 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verileri kullanarak Türkiye ekonomisinde kronik yüksek enflasyon ve mali açıklar ile karakterize bir makro ekonomide Türkiye’nin deneyimi analiz edilmiştir. Geniş sermaye akımlarının olduğu bir dönemde maliye politikalarının önemi incelenmiş ve dış şoklara karşı Türkiye ekonomisinin kırılganlığını azaltmak için makro ekonomik istikrarın devamlılığının sağlanmasıyla birlikte mali düzenlemelerin eş zamanlı olarak güçlendirilmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Kirmanoglu ve Özcelik (1999), Türkiye’de 1987.IV-1998.II dönemi için net kısa vadeli sermaye akımlarının makro ekonomik büyüklükler üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin TL’yi reel olarak değerlendirdiği ve enflasyon oranını düşürdüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye’de 1989:1 – 1999:4 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, sermaye akımlarının çeşitli kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi bir VAR modeli yardımıyla araştırmıştır. Sonuçta, kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Aynı çalışmada, 1984:1–1988:4 ve 1989: –1999:4 şeklinde iki dönem olarak, 1984:1–1999:4 dönemi için cari hesap ve sermaye hesabı arasındaki dinamik ilişkiler incelenmiştir. Buna göre, 1984:1–1988:4 dönemi için, sermaye hesabı ve cari hesap arasında herhangi bir ilişki bulunamazken, 1989:1–1999:4 döneminde cari hesaptan sermaye hesabına doğru zayıf bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmaya göre, sermaye girişlerindeki bir artışın hemen ardından, yurt içi paranın değer kazanmasına bağlı olarak, cari işlemler dengesinde bir bozulma ortaya çıkmaktadır.

Çeviş ve Kadılar (2001), çalışmada Türkiye’de 1989:10 – 1997:09 dönemi için aylık verilerle kısa vadeli sermaye akımları ile seçilmiş makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırmışlar ve kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin cari hesap üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Buna göre, kısa vadeli sermaye girişi, TL’de değerlenmeye neden olmakta ve bu yolla cari işlemler dengesi üzerinde negatif etki yaratmaktadır. Bununla birlikte çalışmada, kısa vadeli sermaye girişinin nedeninin yüksek faiz oranı ve düşük kur olduğu, cari işlemler açığı ve bütçe açığının kısa vadeli sermaye girişi ile finanse edildiği vurgulanmaktadır.

Kara (2001), çalışmada düşük döviz kuru-yüksek faiz politikasıyla teşvik edilen sıcak para akımlarının ekonomik etkileri regresyon denklemi ile analiz edilmektedir. Dış kredi kullanımlarının Türkiye ekonomisine olumsuz etkilerinin nedenleri, Türkiye’nin aşırı borçlanma gereğinin neden olduğu yüksek maliyetle borçlanma ve bu kaynakların döviz kazandırıcı prodüktif yatırımlarda kullanılmaması ve kısa vadeli borçlanma olduğu tespit edilmiştir.

Adanur Aklan (2002), çalışmada uluslar arası sermaye hareketlerinin etkileri ve bu etkilerin giderilmesine yönelik olarak uygulanabilecek politikalar ortaya konmaya çalışılmıştır. Ayrıca uluslar arası literatürde önemle vurgulanan sterilizasyon politikalarının Türkiye Ekonomisi'ndeki durumu IMF Stand By düzenlemeleri çerçevesinde incelenmektedir.

Yeldan vd. (2002), 1992: 01 ve 2001: 12 dönemi aylık verileri kullanarak, kısa vadeli bankacılık kredileri ve portföy yatırımları şeklinde tanımladıkları finansal sermaye girişi ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri araştırdıkları çoklu regresyon analizlerinde, finansal sermaye girişlerinin TL'nin değer kazanmasına neden olduğunu ve ihracat/GSMH'nin düşmesine neden olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, aynı çalışmada özel imalat sanayindeki sabit yatırımların finansal sermaye girişi ve fiyatlar karşısındaki eğilimi araştırılmış, sermaye girişleri ile ilgili bütün bulgular anlamsız bulunmuştur. Ticari sektörlerde sermaye girişlerinin etkisiz olduğu anlaşılmış ve bu da sermaye girişlerinin özel imalat sanayi yatırımlarının finansmanında kullanılmadığını göstermiştir.

Yentürk ve Çimenoglu (2002), Türkiye'de 1987:1 – 2001:4 dönemi üçer aylık veriler kullanarak uluslararası sermaye akımlarının yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini analiz ettikleri regresyon çalışmalarında, net yabancı sermaye girişlerinin tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Yine bu çalışmada, yabancı sermaye girişi ile tüketim ve yatırım arasındaki ilişki bir VAR modeli çerçevesinde analiz edilmiş, net yabancı sermaye girişinin özel yatırım harcamaları üzerinde dört çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu, özel tüketim harcamaları üzerinde ise üç çeyrek dönem pozitif etkisi olduğu saptanmıştır.

Emil ve Vehbi (2003), 1987:1 – 2002:4 dönemi için Türkiye'de sermaye akımları ile reel döviz kurları arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla yaptıkları nedensellik analizinde, sermaye akımlarının reel kurdaki değişimler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. 1989:2 – 2002:4 dönemi için reel kurdaki değişimlerin tüketim harcamaları üzerindeki etkisini test etmek amacıyla bir regresyon denklemi tahmin etmişler ve yerli paradaki değerlenmenin tüketimi artırıcı etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

İnsel ve Sungur (2003), çalışmada sermaye hareketleri ile temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin tespiti analizinde 1989.III-1999.IV dönemi incelenmektedir. Çalışmadan elde edilen bulgulara göre, sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları artırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli bir rol oynadığı tespit edilmiştir.

Iwata ve Tanner (2003), çalışmada 1987:01-1993:12 ve 1994:05-2001:01 dönemi için sermaye akımlarının makro ekonomik etkilerini incelemişlerdir ve sermaye akımlarının her iki dönemde de rezervlerde artışa yol açtığı, büyüme ve enflasyon üzerinde de etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Kula (2003), çalışmada dolaysız yabancı sermaye yatırımları ile finansal yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye ekonomisindeki kaynak dağılımı ve üretim etkinliği üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Ayrıca Türkiye ile benzer ülkeler arasında karşılaştırmalara da yer verilmiştir. Dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının finansal sermaye hareketlerine oranla ev sahibi ülke ekonomisi üzerinde daha olumlu etkiler yaptığı gözlemlenmiştir.

Yentürk ve Ülengin (2003), 1987:1-1997:4 dönemi için Türkiye’de yabancı sermaye girişlerinin değişik harcama kategorileri üzerindeki etkisini VAR modeli yardımıyla araştırmışlar, uzun dönemde yabancı tasarrufların yurt içi yatırımlar için ek kaynak yaratmak yerine esas olarak özel tüketimi etkilediğini saptamışlar ve özel tüketimin de özel yatırımı etkileyebileceğini vurgulamışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), sermaye girişinin küçük bir ekonomideki, Türkiye, makro ekonomik etkilerini aylık veri kullanarak VAR yöntemi ile 1992.01-2001.06 dönemi için incelemişlerdir. Yazarlar, kısa dönemde, sermaye girişinin TL’yi değerlendirdiği, üretimde ve para arzında bir artış yarattığını; fakat faiz oranı ve fiyatları düşürdüğü sonucuna varmışlardır.

Kar ve Kara (2005), 1980-2000 döneminde En Küçük Kareler (EKK) yöntemiyle, Türkiye’de kısa vadeli sermaye akımları ile yurt içi yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarında, kısa vadeli sermaye girişlerinin yurt içi yatırımları olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada, kısa vadeli sermaye girişlerinde

meydana gelecek yüzde 1 düzeyinde bir artışın, yatırımları yüzde 0,37 oranında azalttığı vurgulanmıştır.

Aksaraylı ve Tuncay (2008), çalışmada kısa vadeli sermaye girişine etki eden makro ekonomik değişkenler incelenmiş ve temel alınan değişkenlere bağlı olarak kısa vadeli sermaye girişi karar modeli oluşturulmuştur. Daha sonra model için öncelikle ülkelerin temel değişken değerleri ile Türkiye'nin değerleri karşılaştırılmış ve karşılaştırma matrisi elde edilmiştir. Karşılaştırma matrisi yardımıyla karar matrisi elde edilmiş ve sonuç olarak, Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi optimizasyonu için temel kriterler ve izlenmesi gereken politikalar konusunda öneriler getirilmeye çalışılmıştır.

Keskin (2008), 1992:01-2007:07 dönemine ilişkin aylık veriler kullanılarak Türkiye ekonomisine yönelen portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin; döviz kuru, faiz oranı, döviz rezervleri ve cari işlemler dengesi üzerindeki etkisi sınır testi ve ARDL yaklaşımı ile araştırılmıştır. Analiz sonucunda; Türkiye'ye yönelen portföy yatırımları kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca portföy yatırımlarının uzun dönemde, faiz oranının düşmesine ve döviz rezervlerinin artmasına neden olduğu belirlenmiştir.

Demir ve Sever (2009), Türkiye'de 1992-2006 dönemi için kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenleri etkileri ve devletin rolü incelenmiş, kısa vadeli sermaye girişlerinde yurt dışı ve yurt içi faktörlerin etkilerinin ne düzeyde olduğu VAR metodu ile analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre çeken faktörlerin iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip olduğu sonucuna varılmıştır.

Ekinci (2011), çalışmada sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler panel veri yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışma 30 OECD ülkesine ilişkin 1996-2008 dönemi yıllık verilerini içermektedir. Ampirik analiz sonuçlarına göre; büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer sermaye hareketleri ile toplam sermaye hareketleri büyüme ilişkisinde anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Turan (2011), çalışmada sıcak para akımları, bu akımların ekonomik krizler üzerindeki etkisi incelenmekte ve Türkiye’deki krizlere yönelik bir değerlendirme yapılmaktadır.

Şengönül ve Değirmen (2012), 1992:01-2005:06 arası döneminde kısa süreli sermaye hareketlerinin alt bileşenlerinden olan özel kesim portföy yatırımlarının ve kısa süreli bankacılık sektörüne gelen yabancı sermayenin sırasıyla sermaye piyasası (İMKB) ve bankacılık kanalları yoluyla ekonomik üretimin temsilcilerinden biri sayılan sanayi üretimini nasıl etkilediğini VAR yöntemiyle araştırmışlar ve yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerinde kısa süreli bir etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır.

Kısa vadeli sermaye girişleri ile makro ekonomik değişkenler arasında yapılan ampirik çalışmalar sonucunda farklı sonuçlar elde edilmiştir.

ALTINCI BÖLÜM

ARAŞTIRMA DİZAYNI

6.1.Araştırmanın Amacı

Küreselleşme ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin genel anlatımı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bundan önceki bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Çalışmanın bu bölümünde daha önceki bölümlerde bahsedilen bilgiler dikkate alınarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinin temel makro ekonomik değişkenleri üzerinde ne tür etkiler yarattığını 2003-2012 yıllarına ait verileri kullanarak ortaya çıkarmaya çalışılacaktır.

6.2.Araştırmanın Metodolojisi

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek için bu bölümde ayrıntısıyla ortaya konan ekonometrik analizlere yer verilen çalışmada, öncelikle zaman serilerinden yola çıkılarak yapılan analizlerde yapısal sorunlar yaşanmasını engellemek için birim kök testleri kullanılmıştır. Serilere birim kök testleri uygulandıktan sonra vektör otoregresif (VAR) modele dayalı Engle-Granger Nedensellik testi uygulanarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile değişkenler arasındaki süreç açıklanmaya çalışılmıştır. VAR analizi sonucu elde edilen bulguların daha iyi yorumlanabilmesi için Etki-Tepki Analizleri ve Varyans Ayrıştırma Analizleri yapılmıştır. Tüm bu analizler Eviews programı ile gerçekleştirilmiştir.

6.2.1.Zaman Serilerinde Durağanlık

Makro ekonomik değişkenlerle ilgili zaman serisi analizinde yapılacak öngörülerin anlamlı ve tutarlı olabilmesi, ele alınan zaman serisinin durağan olup olmadığına bağlı olacaktır. Değişkenler arasında anlamlı istatistiki ilişkilerin incelenebilmesi için serilerin durağan olması beklenmektedir. Durağan serilerde

meydana gelen şokların etkisi, geçici olmakta ve seriler uzun dönemde ortalama seviyelerine geri dönmektedirler.¹⁵⁴

Durağanlık, zaman serisi verilerinin sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı ve dalgalanmanın varyansının özellikle zaman boyunca sabit kaldığı şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁵⁵ Genel olarak söylenirse bir zaman serisinin ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmiyorsa ve bu iki dönem arasındaki kovaryansı bu kovaryansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise o zaman serisi durağandır.¹⁵⁶

Zaman serilerinde yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu belirsiz veya bilinmeyen gelecek hakkında doğru çıkarımlar yapmaya yöneliktir. Eğer bir stokastik süreç durağan değilse, serinin davranışı sadece ele alınan tahmin dönemi için geçerli olacak; ancak diğer dönemler için bir genelleme yapılamayacak ve değişkene verilecek şok kalıcı olacaktır.¹⁵⁷ O halde durağanlık koşulları şöyle formüle edilebilir :

Ortalama = $E(Y_t) = \mu$ bütün “t”ler için sabitse,

Varyans = $E(y_t - \mu)^2 = \sigma^2$ bütün “t”ler için sabitse,

Kovaryans = $\gamma = E[(y_t - \mu)(y_{t-k} - \mu)]$ bütün “t”ler için sabit ve $k \neq 0$ ise (k gecikme mesafesi)

Bu tür zaman serilerine “zayıf” veya “ikinci mertebe” durağan denir. Serinin dağılımı zaman içerisinde değişmeme özelliğine sahip olduğu zaman güçlü durağanlıktan bahsedilir.¹⁵⁸

Serilerin analizinde durağanlık oldukça önemli olduğu için seriler üzerinde herhangi bir analiz gerçekleştirilmeden önce serilerin durağanlıklarının test edilmesi gerekir. Serilerin durağanlığının test edilmesinde kullanılan yöntemlerden biri birim kök testleridir. Serinin birim köke sahip olması, durağan olmadığının işaretidir. Uygulanan

¹⁵⁴ Ümit Şahbaz, “Zaman Serilerinde Nedensellik Analizi (Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Turizm Gelirleri Arasındaki İlişkinin Nedensellik Analizi)”, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2007, s.11

¹⁵⁵ Mustafa Sevüktekin- Mehmet Nargeleçekenler, Ekonometrik Zaman Serileri Analizi EvIEWS Uygulamalı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s.229

¹⁵⁶ Dina Çakmur Yıldız, E-views Uygulamalı Temel Ekonometri, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2011, s.243

¹⁵⁷ Hilal Bozkurt, Zaman Serileri Analizi, Ekin yayınları, Bursa, 2007, s.27

¹⁵⁸ Sevüktekin- Nargeleçekenler, a.g.e., s.59

birim kök testleri sonucunda, serilerin durağan olmaması durumuyla karşılaştığı zaman serilerin farklarının alınması yoluyla seriler durağanlaştırılabilir.¹⁵⁹

y_t serisinin birinci farkı;

$\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ serisi durağanlaşıyor ise I(1) ile gösterirsek seri birinci farkında durağan hale getirilir.

Serinin birinci farkı durağan hale gelmez ise ikinci fark;

$\Delta^2 Y_t = \Delta Y_t - \Delta Y_{t-1}$ alınarak serinin durağanlaşması halinde I(2) ile gösterilerek ikinci farkında durağanlaştığı anlamına gelir.

6.2.1.1.Dickey-Fuller (DF) Birim Kök Testi

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, değişkenin bir önceki dönemde aldığı değerinin bu dönemi nasıl etkilediğinin belirlenmesi yoluyla ortaya çıkartılabilir. Bu yüzden serinin nasıl bir süreçten geldiğini anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerin daha önceki dönemlerdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bu amaçla geliştirilen birim kök testi ile serilerin durağan olup olmadıkları saptanabilmektedir.¹⁶⁰

Dickey ve Fuller (1979) Monte Carlo çalışmalarına dayanarak, boş hipotez altında zaman serisinin oluşum sürecinde birim kökün varlığını t_δ istatistikleri için kritik değerleri içeren bir tablo oluşturmuştur. Bu çalışmanın sonucunda t-istatistiği ile yapılan sınamada standart t-tablosu yerine düzeltilmiş t-tablosunu kullanmışlardır. Düzeltilmiş bu tabloya Dickey Fuller τ (tau) tablosu adı verilmiş ve literatüre τ istatistiği ya da Dickey-Fuller testi olarak geçmiştir.¹⁶¹

Dickey-Fuller birim kök testi farklı model kalıpları göz önüne alınarak test edilmektedir. Zaman serisinin oluşum sürecinde birim kökün varlığı hakkında sınama yapabilmek için kurulacak temel ve alternatif hipotez aşağıdaki gibi olmalıdır:

¹⁵⁹ Yıldıztan, a.g.e., s244

¹⁶⁰ Nevin Uzgören, Ergin Uzgören, “Zaman Serilerinde Sahte Regresyon Sorunu ve Reel Kamu Harcamalarına Yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması”, Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi, ISSN:1694-528X, 2005, sayı.5, s.4

¹⁶¹ David A. Dickey, Wayne A. Fuller, “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, Journal of the American Statistical Association, 1979, C.74, Issue 366, s.427-431

$H_0: \delta=0$ ($\varphi=1$) eğer $t_\delta > \tau$ ise seri durağan değildir.

$H_1: \delta<0$ ($\varphi<1$) eğer $t_\delta < \tau$ ise seri durağandır.

Tablo 4.1 Dickey-Fuller τ -istatistik İçin Kritik Tablo Değerleri

ÖRNEKLEM HACMİ ↓	Daha Küçük Bir Değerin Olasılığı							
	0.01	0.025	0.05	0.10	0.90	0.95	0.975	0.99
	Kesmesiz ve Trendsiz Model İçin τ -İstatistiği							
25	-2.66	-2.26	-1.95	-1.60	0.92	1.33	1.70	2.16
50	-2.62	-2.25	-1.95	-1.61	0.91	1.31	1.66	2.08
100	-2.60	-2.24	-1.95	-1.61	0.90	1.29	1.64	2.03
250	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.29	1.63	2.01
500	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.28	1.62	2.00
∞	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.28	1.62	2.00
	Kesmeli ve Trendsiz Model İçin τ_μ -İstatistiği							
25	-3.75	-3.33	-3.00	-2.62	-0.37	0.00	0.34	0.72
50	-3.58	-3.22	-2.93	-2.60	-0.40	-0.03	0.29	0.66
100	-3.51	-3.17	-2.89	-2.58	-0.42	-0.05	0.26	0.63
250	-3.46	-3.14	-2.88	-2.57	-0.42	-0.06	0.24	0.62
500	-3.44	-3.13	-2.87	-2.57	-0.43	-0.07	-0.24	0.61
∞	-3.43	-3.12	-2.86	-2.57	-0.44	-0.07	0.23	0.60
	Kesmeli ve Trendli Model İçin τ_τ -İstatistiği							
25	-4.38	-3.95	-3.60	-3.24	-1.14	-0.80	-0.50	-0.15
50	-4.15	-3.80	-3.50	-3.18	-1.19	-0.87	-0.58	-0.24
100	-4.04	-3.73	-3.45	-3.15	-1.22	-0.90	-0.62	-0.28
250	-3.99	-3.69	-3.43	-3.13	-1.23	-0.92	-0.64	-0.31
500	-3.98	-3.68	-3.42	-3.13	-1.24	-0.93	-0.65	-0.32
∞	-3.96	-3.66	-3.41	-3.12	-1.25	-0.94	-0.65	-0.33

Kaynak: Wayne A. Fuller, Introduction to Statistical Time Series, New York: John Wiley, 1976, s.265 aktaran Sevüktekin-Nargeleçkenler, a.g.e., s.314

Yukarıdaki hipotezlerde τ verisi, verilen anlamlılık düzeyinde Dickey-Fuller τ tablosunda elde edilen kritik değerdir. Diğer durumlarda zaman serisinin durağan olmadığı varsayılır. Serinin durağanlığı test edilirken tablo 6.1’de yer alan ve genel olarak kabul edilen τ_τ istatistiği kullanılır. τ_τ testi için kurulacak hipotez, zaman serisinde kesme olduğunu ve deterministik trend olduğu varsayılarak birim kökün varlığını araştırmaktadır.¹⁶²

Özetlenecek olunursa Dickey-Fuller birim kök testinin teorik ve pratik sonuçları aşağıda sunulan regresyonları dikkate alır:¹⁶³

$$\Delta Y = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau \text{ istatistiği}$$

$$\Delta Y = \mu + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau_\mu \text{ istatistiği}$$

$$\Delta Y = \mu + \beta t + \delta_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau_\tau \text{ istatistiği}$$

Yukarıdaki, denklemlerde birim kökün varlığının testinde temel hipotez $\delta = 0$ yani birim kökün olduğunu ifade ederken, alternatif hipotez $\delta < 0$ yani serinin durağan olduğunu gösterir.

6.2.1.2. Artırılmış Dickey Fuller (ADF) Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testinde söz konusu bütün adımlarda hata payları açısından bir otokorelasyonun olmadığı varsayılmaktadır. Hata terimlerinde otokorelasyon söz konusu olduğu zaman bu sorunu ortadan kaldırmak için bağımlı değişkenin geçmişe dönük gecikmeli değerleri denklemde eşitliğin sağ tarafına eklenerek teste tabi tutulabilecektir. Dickey-Fuller (1981) tarafından vurgulanan bu konu artırılmış Dickey-Fuller testinin DF testinden tek farkıdır.¹⁶⁴

ADF testinin uygulanabilmesi için, hata payındaki otokorelasyonun ortadan kaldırılması otokorelasyonun doğru tespit edilmesiyle ilgilidir. Test denkleminde otokorelasyonu ortadan kaldıracak minimum sayıda gecikmeli bağımlı değişken bağımsız değişken olarak kullanılır. Otokorelasyon sorununu ortadan kaldıran bağımlı değişkenin minimum gecikme sayısını sağlayan denklem optimum gecikmeli

¹⁶² Sevüktekin, Nargeleçekenler, a.g.e., s.317

¹⁶³ Sevüktekin, Nargeleçekenler, a.g.e., s.318

¹⁶⁴ Bozkurt, a.g.e., s.39

denklemdir. Otokorelasyon hangi gecikme sayısında kaldırılmışsa o gecikme sayısı optimum gecikme sayısı olarak kabul edilir.¹⁶⁵ Seçilecek gecikme sayısı doğrudan örneklem hacmi ile ilişkilidir. Uygun gecikme sayısının belirlenmesi için, Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC), ve Genelden Özele yaklaşımı en çok kullanılan yöntemlerdir.¹⁶⁶

6.2.2.Zaman Serilerinde Nedensellik Testi

Nedensellik testi iki değişken arasında bir sebep sonuç ilişkisinin olup olmadığını eğer varsa bu ilişkinin yönünü test etmek için kullanılır. Uygulamada zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkisinin tespit edilmesinde kullanılan yöntem Granger nedensellik analizidir.¹⁶⁷

Granger (1969) nedenselliği, “ Y’nin öngörüsü, X’in geçmiş değerleri kullanıldığında X’in geçmiş değerleri kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y’nin Granger nedenidir” şeklinde tanımlamıştır.

Granger nedensellik analizi, uzun dönemli zaman serilerine uygulanabilen ve aralarındaki nedensel ilişki ortaya konmak istenen değişkenlerin durağan olması varsayımına göre gerçekleştirilmektedir. Bu teknikte serilerin aynı düzeyde durağan olması şartı yoktur.¹⁶⁸

Granger nedensellik analizi aşağıdaki denklemler yardımıyla yapılmaktadır:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i} + u_i$$

$$X_t = b_0 + \sum_{i=1}^m b_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m a_i Y_{t-i} + u_i$$

Denklemdaki;

m=gecikme uzunluğu

¹⁶⁵ Yıldıztan, a.g.e., s.246

¹⁶⁶ Sevüktekin,Nargeleçekenler, a.g.e., s.323

¹⁶⁷ C. W. J. Granger, “Investigating Casual Relations by Econometrics Models and Cross-spectral Methods”, *Econometrica*, 1969, C.37, S.3, s.424-438

¹⁶⁸ Tarı, a.g.e., s.419

u_i =birbirinden bağımsız hata terimleri

Birinci denklem X'ten Y'ye ($X \rightarrow Y$) doğru bir nedenselliğin olduğunu, ikinci denklem ise Y'den X'e ($Y \rightarrow X$) doğru bir nedenselliğin olduğunu göstermektedir. Yapılan nedensellik analizi sonucu:¹⁶⁹

- Birinci denklemdeki “b”lerin topluca anlamlı, ikinci denklemdeki “a”ların topluca anlamsız olması, X'ten Y'ye ($X \rightarrow Y$) doğru bir nedensellik olduğunu gösterir.
- Birinci denklemdeki “b”lerin anlamsız, ikinci denklemdeki “a”ların anlamlı olması durumunda Y'den X'e ($Y \rightarrow X$) doğru bir nedenselliğin olduğunu gösterir.
- Hem “b”lerin hem de “a”ların topluca anlamlı olması durumunda $X \leftrightarrow Y$ X ve Y arasında iki yönlü nedensellik vardır.
- Hem “b”lerin hemde “a”ların anlamsız olduğu $X \nleftrightarrow Y$ X ve Y arasında nedensel ilişki yoktur.

6.2.3.Zaman Serilerinde VAR (Vektör Otoregresif Model) Ve Eşbütünleşik VAR

VAR modelinde genellikle bağımsız değişken bulunmadığı için değişkenleri bağımlı ya da bağımsız şeklinde ayırma zorunluluğu yoktur. Değişkenlerin tümü bağımlıdır ve birçok bağımlı değişken birlikte ele alınır. Her bir bağımlı değişken, kendisinin ve modelde bulunan diğer bağımlı değişkenlerin gecikmeli değerleriyle ele alınır.¹⁷⁰

VAR modeli, sistemde yer alan çok sayıdaki değişkenin önceki dönem değerleri ile ifade edildiği ve her bir denklemin En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi ile çözümlendiği bir analiz tekniğidir.¹⁷¹ X ve Y gibi iki değişken için basit bir VAR modeli aşağıdaki denklemlerle ifade edilebilir:¹⁷²

¹⁶⁹ Muhlis Bağdigen, Berna Beşer, “Ekonomik büyüme ile Kamu Harcamaları Arasındaki Nedensellik ilişkisinin Wagner Tezi Kapsamında Bir Analizi: Türkiye Örneği”, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2009, C.5, S.9, s.1-17, s.9

¹⁷⁰ Şahbaz, a.g.t., s.42

¹⁷¹ Bozkurt, a.g.e., s.75

¹⁷² Tarı, a.g.e., s.434

$$Y_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_{2i} x_{t-i} + v_{1t}$$

$$X_t = c_1 + \sum_{i=1}^p d_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^p d_{2i} x_{t-i} + v_{2t}$$

Yukarıdaki modelde “p” gecikmelerin uzunluğunu, “v” ise ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleri ile olan kovaryansı sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip, rassal hata terimlerini (artıkları) temsil etmektedir.

Fark alınarak oluşturulan bir VAR modelinde olası bir eşbütünleşim ilişkisinin ihmal edilmesi modelin oluşturulmasında spesifikasyon problemine neden olacaktır. Böyle bir durumda Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılması bu problemi ortadan kaldıracaktır.¹⁷³ VECM modeli hem değişkenler arasındaki uzun dönemli denge ilişkilerini hem de kısa dönem dengesizliğini bütünleştirme imkanı sunan bir modeldir.¹⁷⁴ İki değişkenin durağan ve eşbütünleşik olması durumunda nedensellik testleri VECM’ye göre oluşturulabilir.

Yapılan VAR/VECM analizi sonucu tahmin edilen modelin daha anlamlı şekilde yorumlanabilmesi için Etki-Tepki Analizi (impulse-response) ve Varyans Ayırıştırma Analizi (variance decomposition) ikinci aşama testlerinin yapılması gerekmektedir.

6.2.4.1.Etki-Tepki Analizi

Eti-Tepki analizi, sistemdeki diğer değişkenlere verilen tesadüfi şoklar karşısında herhangi bir değişkenin dinamik tepkisini test etmek amacıyla kullanılır. Etki-Tepki analizinde, dinamik etkileri ortaya çıkarabilmek amacıyla herhangi bir değişkene verilen 1 birimlik standart sapma şokunun, diğer değişkenler üzerinde nasıl

¹⁷³ Armağan Onur Damar, “Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Müdürlüğü, Ankara, 2010, s.45

¹⁷⁴ Sevda Yapraklı, “Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, 2007, S.5, s.75

bir etkiye sahip olduğu incelenir.¹⁷⁵ Etki-tepki analizlerinin yapılabilmesi değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisine bağlı olmaktadır.

6.2.4.2.Varyans Ayırıştırma Analizi

Varyans ayırıştırması, her bir değişkenin öngörü hata varyansının sistemdeki her bir değişkene yüklenebilecek, bileşenlerine ayırıştırma oranı olarak tanımlanır. Bir değişkendeki değişmenin % kaçının kendisinden, % kaçının diğer değişkenlerden kaynaklandığını bulmak için kullanılır. Bir değişkende meydana gelen değişmelerin tamamı kendisindeki şoktan kaynaklanıyorsa, bu durum değişkenin bağımsız hareket ettiğini, modeldeki diğer değişkenlerden kaynaklanıyorsa değişkenin bağımlı olduğunu gösterir. Varyans ayırıştırma aynı zamanda değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin derecesi hakkında da bilgi vermektedir.¹⁷⁶

6.3.Araştırmanın Kısıtları Ve Veri Seti

Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ile Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranı, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) miktarı, dolar kuru arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Verilerle çalışmaya başlamadan önce 3 aylık olarak yayınlanan GSYİH serisi ortalama yöntemiyle aylık seriyeye dönüştürülmüş ve mevsimsel etkilerden Tramo/seats yöntemiyle arındırılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye serisi Merkez Bankası ödemeler bilançosu kalemlerinden hesaplanmış olup negatif değerlerden kurtarabilmek için ilk önce karesi alınmış sonra da sayıları küçültülebilmek için logaritması alınmıştır.* DİBS faiz oranlarının da logaritması alınarak sayılar küçültülmüş ve bu işlemler yoluyla sayılar birbirine yaklaştırılmıştır.

Çalışmada 2003-2012 dönemi aylık serileri incelenmiş ve kullanılan veriler TCMB genel istatistiki verilerinden elde edilen sabit fiyatları ile üretime bağlı GSYİH, dolar kuru, ödemeler dengesi kalemlerinden hesaplanan kısa vadeli sermaye hareketleri ve Kalkınma Bakanlığı Ekonomik Gelişme verilerinden elde edilen DİBS faiz oranlarıdır.

¹⁷⁵ Rana Gürbüz, “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin MakroEkonomik Etkileri”, Mersin Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin, 2006, s.101

¹⁷⁶ Şahbaz, a.g.t., s.94.

*Ek 1’e bakınız.

6.4.Araştırmanın Hipotezi

Araştırmanın literatür kısmında da incelendiği gibi, Türkiye’de yaşanan finansal serbestleşme sürecinden itibaren kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine etkileri araştırılmaktadır.

Araştırma ile sınanacak hipotezin temelinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini ortaya koymak bulunmaktadır.

Bu bağlamda temel araştırma hipotezi:

H_1 :” Kısa vadeli sermaye hareketleri makro ekonomik değişkenler üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir.”

H_2 : “Makro ekonomik değişkenler kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde anlamlı bir etkiye sahiptir.”

6.5.Verilerin Analizi Ve Araştırma Bulguları

Değişkenler sırasıyla:

LogKAREKVYS : Kısa Vadeli Yabancı Sermaye tutarı

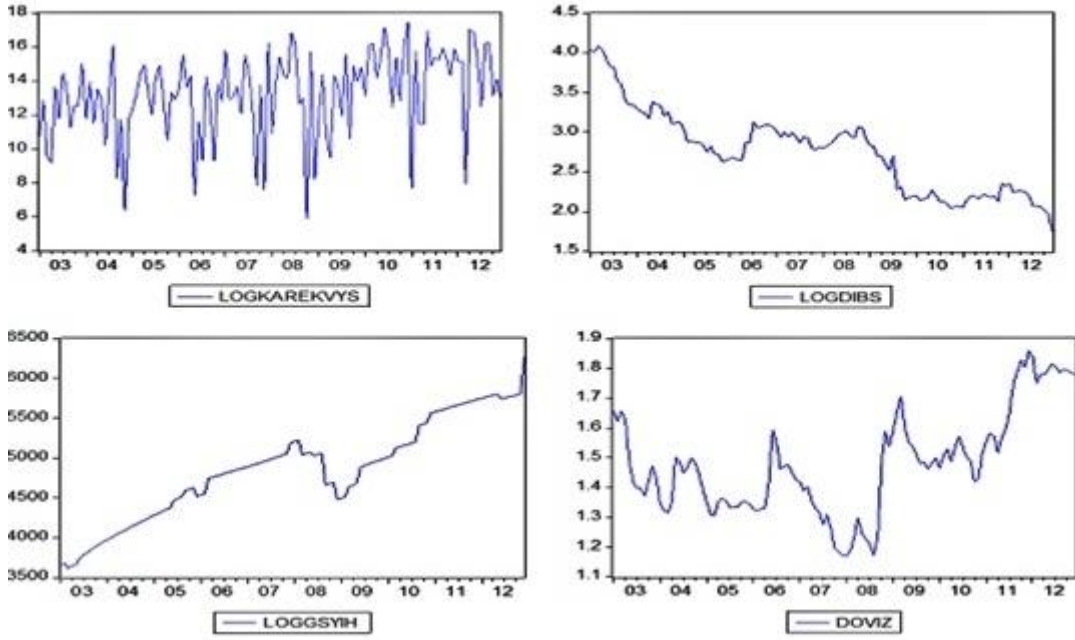
LogDİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranı

logGSYİH : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) tutarı

Doviz: Nominal Döviz Kuru (\$) (Uluslar arası sermaye hareketlerinin çoğunluğu dolar cinsinden yapıldığı için döviz kuru olarak dolar kuru değişkeni alınmıştır.)

Araştırmaya konu olan zaman serilerinin nasıl bir süreç takip ettiklerinin ortaya konulması için öncelikle serilerin ayrı ayrı grafikleri incelenmiştir. Aşağıdaki şekiller sırasıyla (kısa vadeli yabancı sermaye, DİBS, GSYİH, Döviz) incelendiğinde düzenlenmiş serilerin kısa vadeli sermaye hareketleri hariç durağan olmadıkları görülmektedir.

Şekil 6.1 Serilerin Analizi



Türkiye ekonomisine gelen kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanma ve istikrarsızlık Şekil 6.1'deki grafikte açıkça görülmektedir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin artış gösterdiği dönemlerde keskin çıkışlar gözlenmekte ve sermayenin çıkış yaşadığı dönemlerde de keskin inişler yaşanmaktadır; ancak bu inişler kısa süreli olmakta çıkan sermayenin hemen ardından tekrar yüksek miktarlarda sermaye girişi yaşanmaktadır. Türkiye ekonomisinde 2008 yılında dünya ekonomisinde yaşanan krizin etkisiyle uzun bir aradan sonra en keskin sermaye çıkışı yaşanmıştır. Ekonomide yaşanan bu para çıkışı sonucunda GSYİH'da bir kırılma yaşanmıştır. Bu da Türkiye ekonomisindeki büyümenin kısa vadeli sermaye kaynaklı bir büyüme olduğunu göstermektedir. DİBS faiz oranlarına ait grafik incelendiğinde önceki dönemlere göre faiz oranlarında bir düşüş gözlenmektedir; ancak her ne kadar faiz oranlarında bir düşüş yaşansa da ekonomiye giren kısa vadeli sermaye miktarında bir düşüş yaşanmamış hatta gün geçtikçe artmaya devam etmiştir. Bu da Türkiye'de uygulanan faiz oranlarının her ne kadar önceki yıllara göre düşmüş olsa da ABD ve AB (faiz oranları sıfır ya da sıfıra yakın) ülkelerinde uygulanan faiz oranlarından hala yüksekte olduğunu ve Türkiye'ye gelen yabancı yatırımcının kar elde etmeye devam ettiğini göstermektedir. Aynı zaman da da özel sektör ve bankaların her geçen gün uluslararası piyasalardan borçlanmaya gittiğini göstermektedir. Döviz kuru grafiği incelendiğinde 2008 yılında önemli bir

düşüş yaşandığı görülmektedir; ancak daha sonraki dönemlerde hızla artmaya devam etmektedir.

6.5.1.Birim Kök Testleri

Serilerin grafikleri incelendikten sonra Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi yardımıyla serilerin düzey değerleri gözden geçirilmiş ve serilerin birim kök içerip içermedikleri araştırılmıştır. Zaman serileri ile analiz yapılırken sahte regresyonla karşılaşılmasın için serilerin durağanlığı önemlidir. Birim kök test uygulanırken;

H_0 : Seriler birim köke sahiptir. (Seriler durağan değildir.)

H_1 : Seriler birim köke sahip değildir. (Seriler durağandır.)

Şeklinde kurulan hipotez sınanmıştır.

Tablo 6.2 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: logkarekvyys Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-5.920906	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.486551	
	%5 düzeyi	-2.886074	
	%10 düzeyi	-2.579931	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-11.84692	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.036983	
	%5 düzeyi	-3.448021	
	%10 düzeyi	-3.149135	

Kısa vadeli yabancı sermaye serisi düzey seviyede durağan olduğundan farkı alınmamış düzey değerleri için yapılan Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları tablo 6.2’de sunulmuştur. Hem sabitli hem de sabitli&trendli birim kök test istatistiği değerinin (-5.920906 ve -11.84692) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğu yönünde

kurulan H_0 hipotezi rededilir. Kısa vadeli yabancı sermaye serisi düzeyde I (0) durağandır.

Tablo 6.3 DİBS Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: logdibs Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-1.602010	0.4784
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.486064	
	%5 düzeyi	-2.885863	
	%10 düzeyi	-2.579818	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-2.512412	0.3218
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.036983	
	%5 düzeyi	-3.448021	
	%10 düzeyi	-3.149135	

Devlet İç Borçlanma Senetleri serisi düzey seviyesinde durağan olmadığından farkı alınmamış düzey değerleri için yapılan Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları tablo 6.3’de sunulmuştur. Hem sabitli hem de sabitli&trendli birim kök test istatistiği değerinin (**-1.602010** ve **-2.512412**) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden küçüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğu yönünde kurulan H_0 hipotezi reddedilemez. DİBS serisi düzeyde I (0) durağan değildir.

Bu sonuç doğrultusunda serinin hangi düzeyde durağan olduğunu belirlemek için önce serinin birinci farkı alınarak birim kök testi tekrar uygulanmış ve tablo 6.4’deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 6.4 DİBS 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: D(logdibs) Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-12.44140	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.486551	
	%5 düzeyi	-2.886074	
	%10 düzeyi	-2.579931	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-12.42311	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.037668	
	%5 düzeyi	-3.448348	
	%10 düzeyi	-3.149326	

DİBS serisinin farkı alınmış değerleri üzerinden yapılan birim kök testinde ADF test istatistiğinin mutlak değeri kritik değerlerin mutlak değerinden büyük, ayrıca olasılık (p) değeri de 0.0000'dır. Fark serisinin birim köke sahip olduğu şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu yüzden DİBS serisi 1.Farkı I (1) durağandır.

Tablo 6.5 GSYİH Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: loggsyih Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-0.111021	0.9448
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.486064	
	%5 düzeyi	-2.885863	
	%10 düzeyi	-2.579818	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-1.567421	0.8000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.036983	
	%5 düzeyi	-3.448021	
	%10 düzeyi	-3.149135	

GSYİH serisi düzey seviyesinde durağan olmadığından farkı alınmamış düzey değerleri için yapılan Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları tablo 6.5’de sunulmuştur. Hem sabitli hem de sabitli&trendli birim kök test istatistiği değerinin (-0.111021 ve -1.567421) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden küçüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğu yönünde kurulan H_0 hipotezi reddedilemez. GSYİH serisi düzeyde I (0) durağan değildir.

Bu sonuç doğrultusunda serinin hangi düzeyde durağan olduğunu belirlemek için önce serinin birinci farkı alınarak birim kök testi tekrar uygulanmış ve tablo 6.6’daki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 6.6 GSYİH 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: D(loggsyih) Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-9.027040	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.486551	
	%5 düzeyi	-2.886074	
	%10 düzeyi	-2.579931	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8.958923	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.037668	
	%5 düzeyi	-3.448348	
	%10 düzeyi	-3.149326	

GSYİH serisinin farkı alınmış değerleri üzerinden yapılan birim kök testinde ADF test istatistiğinin mutlak değeri kritik değerlerin mutlak değerinden büyük, ayrıca olasılık (p) değeri de 0.0000'dır. Fark serisinin birim köke sahip olduğu şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu yüzden GSYİH serisi 1.Farkı I(1) durağandır.

Tablo 6.7 Döviz Serisi Düzey Değerleri Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: döviz Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-1.482235	0.5392
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.487046	
	%5 düzeyi	-2.886290	
	%10 düzeyi	-2.580046	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-3.152159	0.0994
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.037668	
	%5 düzeyi	-3.448348	
	%10 düzeyi	-3.149326	

Döviz serisi düzey seviyesinde durağan olmadığından farkı alınmamış düzey değerleri için yapılan Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi sonuçları tablo 6.7'de sunulmuştur. Hem sabitli hem de sabitli&trendli birim kök test istatistiği değerinin (-1.482235 ve -3.152159) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden küçüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğu yönünde kurulan H_0 hipotezi reddedilemez. Döviz serisi düzeyde I (0) durağan değildir.

Bu sonuç doğrultusunda serinin hangi düzeyde durağan olduğunu belirlemek için önce serinin birinci farkı alınarak birim kök testi tekrar uygulanmış ve tablo 6.8'deki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 6.8 Döviz 1. Fark Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: D(döviz) Birim Köke Sahiptir.			
Sabitli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8.283841	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3.487046	
	%5 düzeyi	-2.886290	
	%10 düzeyi	-2.580046	
Sabitli & Trendli			Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8.459638	0.0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4.038365	
	%5 düzeyi	-3.448681	
	%10 düzeyi	-3.149521	

Döviz serisinin farkı alınmış değerleri üzerinden yapılan birim kök testinde ADF test istatistiğinin mutlak değeri kritik değerlerin mutlak değerinden büyük, ayrıca olasılık (p) değeri de 0.0000'dır. Fark serisinin birim köke sahip olduğu şeklinde kurulan H_0 hipotezi reddedilmiştir. Bu yüzden döviz serisi 1.Farkı $I(1)$ durağandır.

6.5.2.VAR (Vektör Otoregresif) Model

VAR modeli sistemde yer alan çok sayıda değişkenin gecikmelerinin ifade edildiği ve her bir denklemin EKK ile çözümlendiği bir çözüm tekniğidir. Var modelleri, yapısal model üzerinde herhangi bir kısıtlama getirmeksizin dinamik ilişkileri verebilmekte ve bu yüzden zaman serileri için sıklıkla kullanılmaktadır.

Her değişkenin durağan olduğu mertebede yer aldığı VAR modelinin tahminine geçmeden önce, model için uygun gecikme uzunluğu belirlenmiştir. Bunun için LogL, LR, FPE, AIC, SC, HQ testleri kullanılmıştır;

Tablo 6.9 VAR Modeli İçin Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-105.5532	NA	8.93e-05	2.027736	2.221915	2.106521
1	372.5960	905.0682	2.33e-08	-6.224929	-5.642393*	-5.988576
2	401.5819	52.79563	1.85e-08	-6.456819	-5.485926	-6.062897*
3	420.0159	32.25959*	1.78e-08*	-6.500284*	-5.141035	-5.948793
4	422.7173	4.534485	2.27e-08	-6.262809	-4.515202	-5.553749
5	432.5322	15.77399	2.55e-08	-6.152361	-4.016398	-5.285733
6	441.8634	14.33008	2.92e-08	-6.033276	-3.508955	-5.009079
7	456.6235	21.61300	3.04e-08	-6.011135	-3.098457	-4.829369
8	470.3326	19.09478	3.25e-08	-5.970225	-2.669191	-4.630891

Tablo 6.9 incelendiğinde LR, FPE, AIC değerlerinin aynı yönde olduğu ve 3 gecikme için minimum değer verdiği; SC için 1 gecikme, HQ için 2 gecikmede minimum değer sağlandığı gözlemlenmektedir. Üç kriterin aynı gecikmede minimum değer vermesi üzerine, analiz için optimal gecikme seviyesinin 3 olduğuna karar verilmiştir.

VAR modelin Durağanlığını Tespit etmek için modelin köklerine bakılmıştır.

Tablo 6.10 VAR Modelinin Köklerinin Durağanlığının Tespit Edilmesi

kökler	modüller
0.997410	0.997410
0.936518	0.936518
0.848330	0.848330
-0.110963 - 0.608994i	0.619020
-0.110963 + 0.608994i	0.619020
0.392523 - 0.466714i	0.609833
0.392523 + 0.466714i	0.609833
-0.466089 - 0.325563i	0.568534
-0.466089 + 0.325563i	0.568534
0.565080	0.565080
-0.492797	0.492797
0.288810	0.288810

Oluşturulan VAR modelinde yapısal bir sorunun olup olmadığını tespit için Otokorelasyon-LM testi yapılmıştır. Modelde yer alan hata terimleri arasında ilişki var mı yok mu belirlemek için yapılan test 12 gecikme düzeyi için oto korelasyon olmadığını göstermektedir.

Tablo 6.11 VAR Modeli İçin Otokorelasyon Testi

Gecikme	LM-Stat	Olasılık
1	7.982891	0.9494
2	10.73523	0.8255
3	6.323374	0.9842
4	17.48132	0.3551
5	15.71430	0.4731
6	16.77298	0.4004
7	15.83005	0.4649
8	9.818400	0.8759
9	26.49211	0.0475
10	23.07931	0.1116
11	27.20592	0.0393
12	21.54022	0.1587

Ki-Kare değeri modelde değişen varyans sorunu olmadığını, hata teriminin varyansının tüm gözlemler için aynı olduğunu göstermektedir. White değişen varyans testi sonuçlarına göre değişen varyans olmadığı görülmektedir.

Tablo 6.12 Değişen Varyans Testi

Chi-sq		df		Prob.	
275.2172		250		0.1310	
Dependent	R-squared	F(25,91)	Prob.	Chi-sq(25)	Prob.
res1*res1	0.251127	1.220637	0.2440	29.38186	0.2483
res2*res2	0.232983	1.105657	0.3532	27.25901	0.3431
res3*res3	0.269738	1.344514	0.1567	31.55938	0.1712
res4*res4	0.232974	1.105600	0.3533	27.25793	0.3431
res2*res1	0.214817	0.995865	0.4809	25.13364	0.4549
res3*res1	0.272212	1.361456	0.1470	31.84880	0.1624
res3*res2	0.166374	0.726469	0.8171	19.46580	0.7743
res4*res1	0.255501	1.249196	0.2212	29.89365	0.2283
res4*res2	0.328616	1.781634	0.0254	38.44804	0.0418
res4*res3	0.211614	0.977028	0.5046	24.75885	0.4760

6.5.3.VAR Modeline Dayalı Engle-Granger Nedensellik Testi

Sistemde yer alan değişkenlerin karşılıklı olarak birbirlerini etkileyip etkilemediklerini belirlemek üzere Var modeline dayalı Engle-Granger Nedensellik Testi yapılmıştır.

Tablo 6.13 VAR Modeline Dayalı Engle- Granger Nedensellik Testi

Bağımlı Değişken	Logkarekvys		
		Chi-sq	Olasılık
Bağımsız Değişken	LOG(GSYİH_SA)	7.047689	0.0704
	LOG(DİBS)	9.320585	0.0253
	DOVİZ	8.496718	0.0368
Bağımlı Değişken	LOG(GSYİH_SA)		
		Chi-sq	Olasılık
Bağımsız Değişken	LKKVYS	2.305610	0.5114
	LOG(DİBS)	11.13992	0.0110
	DOVİZ	13.36165	0.0039
Bağımlı Değişken	LOG(DİBS)		
		Chi-sq	Olasılık
Bağımsız Değişken	LKKVYS	0.542141	0.9095
	LOG(GSYİH_SA)	1.294573	0.7304
	DOVİZ	16.77859	0.0008
Bağımlı Değişken	DOVİZ		
		Chi-sq	Olasılık
Bağımsız Değişken	LKKVYS	3.013795	0.3895
	LOG(GSYİH_SA)	26.65273	0.0000
	LOG(DİBS)	4.041092	0.2571

Nedensellik testinden elde edilen sonuçlar %5 hata payı ile değerlendirildiğinde;

Döviz kısa vadeli sermaye hareketlerinin Granger Nedenselidir.

DİBS Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Granger Nedenselidir.

DİBS GSYİH'nın Granger Nedenselidir.

Döviz GSYİH'nın Granger Nedenselidir.

Döviz DİBS'in Granger Nedenselidir.

GSYİH dövizin Granger Nedenselidir.

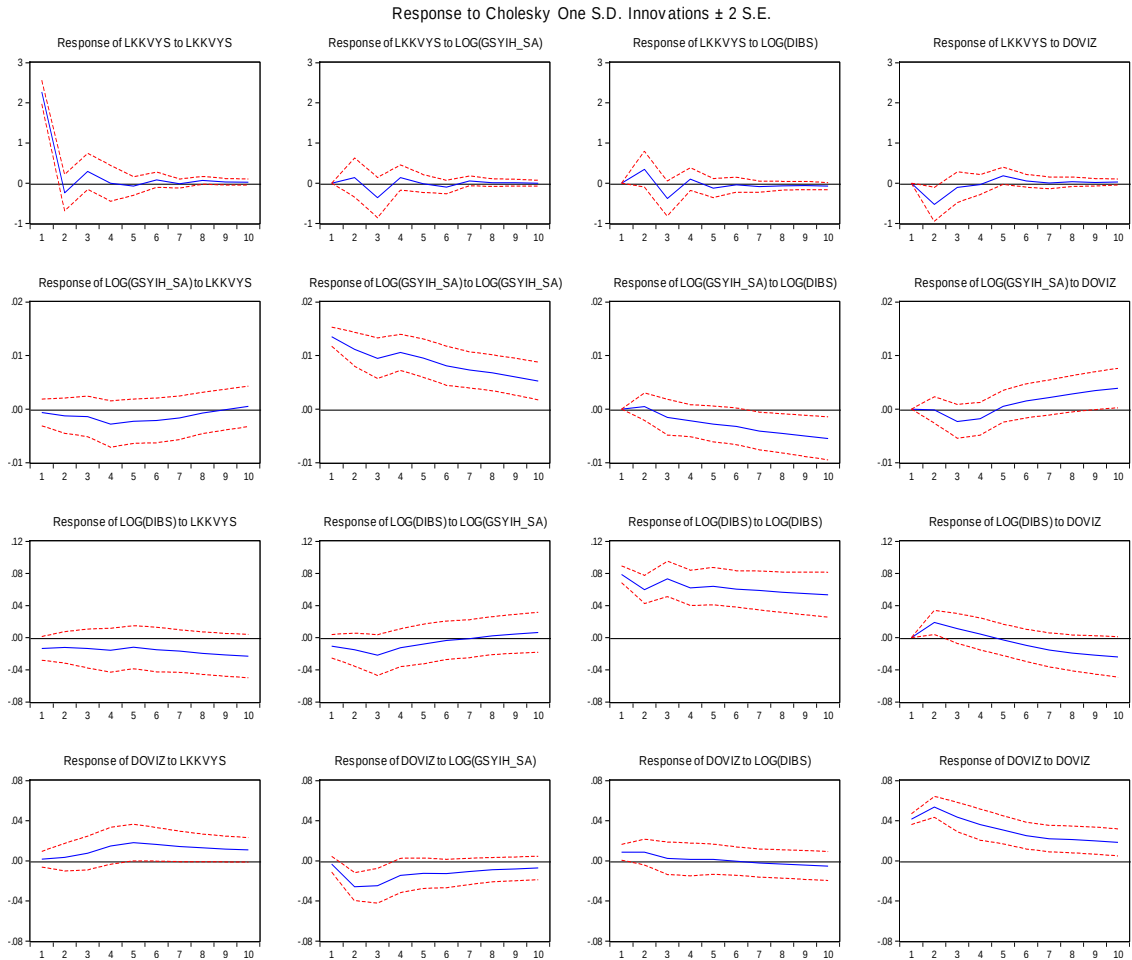
GSYİH %10 önem seviyesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Granger Nedenselidir.

6.5.4.Etki-Tepki Ve Varyans Ayrıştırma Analizleri

Etki-Tepki grafikleri değişkenlerden birinde meydana gelen bir birim standart sapmalılık şok karşısında diğer değişkenin bu etkiye verdiği tepkiyi göstermektedir. Aralarındaki nedensel ilişkiler VAR modeli yardımıyla ortaya konulan değişkenlerin etki-tepki grafikleri incelendiğinde VAR modelinde ulaşılan ilişkiler görsel olarak ortaya konulabilmektedir. Etki-tepki grafiklerinin oluşturulması esnasında değişkenlerin durağan değerlerinin kullanılması değişkenin bir birim standart sapmalılık şoka tepki gösterdikten sonra denge değerine ulaşması açısından önemlidir. Aksi takdirde durağan olmayan veriler etki-tepki analizine dâhil edilirse şoka verilen tepki sürekli devam edecek böyle istenen sonuçlara ulaşılamayacaktır.

Seriler için bir standart hatalık şok karşısında değişkenlerin gösterdiği tepkiler grafiksel olarak şekil 6.2’de sunulmuştur.

Şekil 6.2 Etki-Tepki Grafikleri



Kısa vadeli sermayedeki bir birimlik şokun kısa vadeli sermaye üzerindeki etkisi, kısa vadeli sermaye değişkeninin modelde olmayan değişkenler tarafından etkilenen kısmını göstermektedir. Kısa vadeli sermayeye uygulanan şoka kısa vadeli sermayenin tepkisi ilk iki aya kadar pozitifdir. Ancak ikinci ayda gözlemlenen en belirgin tepkinin yönü negatif olmaktadır. Ortaya çıkan etkinin yönü, bu dönemden sonra tekrar pozitif olmakta ve uzun dönem denge değerine altıncı aydan sonra ulaşmaktadır. Kısa vadeli sermayedeki bir standart hatalık sok karşısında GSYİH ikinci aydan dokuzuncu aya kadar negatif bir tepki göstermiş dokuzuncu aydan sonra bu tepki pozitif yönlü olmuştur. Kısa vadeli sermayedeki şok karşısında DİBS'in tepkisi negatif yönlü olurken, döviz kuru pozitif yönde tepki göstermiştir.

GSYİH'daki bir birimlik şokun karşısında Kısa vadeli sermaye hareketleri beşinci aya kadar negatif ve pozitif yönde dalgalı bir tepki verirken beşinci aydan itibaren dengeye ulaşmıştır. GSYİH'daki bir birimlik şok karşısında GSYİH değişkenin gösterdiği tepki modelde olmayan değişkenler tarafından bu değişkenin pozitif yönde azalarak devam eden bir tepki gösterdiğini temsil etmektedir. GSYİH'da meydana gelen şok karşısında DİBS'in gösterdiği tepki altıncı aya kadar negatif yönde olurken altıncı aydan sonra bu tepki pozitif yönde olmuştur. Döviz kuru değişkeninin de göstermiş olduğu tepki negatif yönlüdür.

DİBS'te meydana gelen bir birimlik şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri altıncı aya kadar pozitif ve negatif yönlü dalgalanmalar şeklinde bir tepki göstermiş altıncı aydan itibaren dengeye ulaşmıştır. GSYİH ise ikinci aydan itibaren negatif yönde artarak devam eden bir tepki göstermiştir. DİBS'e uygulanan şok karşısında modelde olmayan değişkenlerin etkisi pozitif yönde olmakta, döviz kurunun tepkisi ise ikinci aydan sekizinci aya kadar dengede kalmakta sekizinci aydan sonra da negatif yönde ilerlemektedir.

Döviz kuruna uygulanan bir birimlik şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri başlangıçta negatif yönlü bir tepki gösterirken dördüncü aydan itibaren pozitif olmuş ve altıncı ayda dengeye ulaşmıştır. GSYİH'nın tepkisi, ikinci aydan beşinci aya kadar negatif yönde olurken beşinci aydan sonra pozitif yönlü bir artış göstermiştir. DİBS'in tepkisi başlangıçta pozitif yöndeysen beşinci aydan itibaren negatif yönde devam etmiştir. Modele dahil olmayan değişkenlerin etkisi ise pozitif yönde azalarak devam etmektedir.

Tablo 6.14 Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Varyans Ayırıştırması

LKKVYS Varyans Ayırıştırması					
Periyot	S.H	LKKVYS	LOG(GSYİH_SA)	LOG(DİBS)	DOVİZ
1	2.272078	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2.373732	92.61176	0.348284	2.125032	4.914920
3	2.450769	88.32781	2.499280	4.388857	4.784048
4	2.457061	87.87628	2.807088	4.534872	4.781761
5	2.468244	87.16268	2.783851	4.746852	5.306622
6	2.472532	86.97469	2.925018	4.758133	5.342158
7	2.474783	86.81865	2.974754	4.873813	5.332784
8	2.476885	86.74784	2.972209	4.937603	5.342343
9	2.477937	86.69240	2.971189	4.991657	5.344750
10	2.479287	86.60672	2.968028	5.072990	5.352264
11	2.480732	86.52213	2.964614	5.141909	5.371342

Tablo 6.14'deki sonuçlara göre, kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin öngörü hata varyansının %5.37'si döviz kuru, %5.14'ü DİBS faiz oranları, %2.96'sı GSYİH tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 6.15 GSYİH Varyans Ayırıştırması

LOG(GSYİH_SA) Varyans Ayırıştırması					
Periyot	S.H	LKKVYS	LOG(GSYİH_SA)	LOG(DİBS)	DOVİZ
1	0.013540	0.229580	99.77042	0.000000	0.000000
2	0.017588	0.636933	99.28613	0.067991	0.008947
3	0.020223	0.953267	97.10202	0.635280	1.309430
4	0.023177	2.186933	94.85220	1.355836	1.605027
5	0.025311	2.633541	93.63335	2.348198	1.384914
6	0.026896	2.961744	91.96775	3.524391	1.546115
7	0.028307	3.009141	89.72563	5.277353	1.987881
8	0.029605	2.815222	87.26565	7.171812	2.747314
9	0.030817	2.599326	84.36866	9.249569	3.782443
10	0.031981	2.437758	81.02043	11.53346	5.008354
11	0.033163	2.362807	77.29679	13.92635	6.414057

GSYİH'ya ilişkin öngörü hata varyansının %6.41'i döviz kuru, %13.92'si DİBS faiz oranı, %2.36'sı kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 6.16 DİBS Varyans Ayrıştırması

LOG(DİBS) Varyans Ayrıştırması					
Periyot	S.H	LKKVYS	LOG(GSYİH_SA)	LOG(DİBS)	DOVİZ
1	0.080707	2.728671	1.712899	95.55843	0.000000
2	0.104121	3.007715	3.119721	90.56465	3.307915
3	0.130296	2.994143	4.803934	89.33702	2.864902
4	0.145742	3.544644	4.579568	89.48720	2.388592
5	0.159881	3.501170	4.061293	90.42094	2.016598
6	0.171914	3.775419	3.551835	90.61222	2.060528
7	0.183066	4.161556	3.136990	90.18609	2.515365
8	0.193534	4.723982	2.822969	89.23102	3.222030
9	0.203550	5.378512	2.606141	87.97330	4.042044
10	0.213177	6.073666	2.472565	86.48838	4.965387
11	0.222530	6.779804	2.414695	84.84224	5.963257

DİBS faiz oranına ilişkin öngörü hata varyansının %5.96'sı döviz kuru, %2.41'i GSYİH, %6.77 kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 6.17 Döviz Varyans Ayrıştırması

Döviz Varyans Ayrıştırması					
Periyot	S.H	LKKVYS	LOG(GSYİH_SA)	LOG(DİBS)	DOVİZ
1	0.042568	0.140948	0.597048	3.990418	95.27159
2	0.073861	0.281278	12.44728	2.666677	84.60476
3	0.089616	0.913145	16.16378	1.881426	81.04165
4	0.098855	3.027505	15.47302	1.565202	79.93427
5	0.105862	5.549218	14.87907	1.384426	78.18728
6	0.110765	7.253442	14.92496	1.265803	76.55579
7	0.114359	8.368037	14.87047	1.226635	75.53486
8	0.117391	9.146507	14.67289	1.238303	74.94230
9	0.120015	9.705710	14.49286	1.308305	74.49312
10	0.122226	10.15124	14.31245	1.452186	74.08412
11	0.124132	10.54038	14.10281	1.658676	73.69813

Döviz kuruna ilişkin öngörü hata varyansının %1.65'i DİBS faiz oranı, %14.10'u GSYİH, %10.54'ü kısa vadeli sermaye hareketleri tarafından açıklanmaktadır.

YEDİNCİ BÖLÜM

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Küreselleşme ile hız kazanan sermaye hareketleri içerisinde faiz-kur arbitrajına dayalı, kısa vadeli, akışkanlık hızı oldukça yüksek, spekülatif amaçlı sermayenin payı giderek artmış ve bu sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri tartışılmaya başlanmıştır.

Sermaye hareketleri yatırımcıların portföylerini çeşitlendirerek risklerini dağıtmalarını, gelirlerini artırıp kar elde etmelerini sağlarken yatırımın yöneldiği ülkelerin para ihtiyacını karşılamakta, bu ülkelerin cari açıklarını kapatmalarına yardımcı olurken yerli paranın değer kazanmasıyla enflasyon oranlarını dengelemelerine ve ekonomide rahatlamaya sebep olmaktadır. Ancak, değer kazanan yerli para orta vadede ülke ihracatını olumsuz etkilerken beraberinde Merkez Bankası'nın kullandığı para politikalarının etkinliğini azaltmaktadır.

Türkiye ekonomisi 24 Ocak 1980 Kararları ile ekonomik serbestleşme sürecine girmiş ve 1989 yılında konvertibiliteye geçiş kararı ile ekonomik serbestleşme süreci tamamlanmıştır. Yaşanan serbestleşme sürecinin ardından ülkeye gelen kısa vadeli sermaye akımları artış göstermiş hükümetlerin uyguladığı yüksek faiz düşük kur politikaları bu girişlerin artmasına neden olmuştur. Ülkeye gelen kısa vadeli sermaye cari açıkları kapatmada kullanılmış, ekonomi kısa süreli rahatlamış; ancak bu sermaye hareketlerinin ülkeden çıktığı dönemlerde de ciddi problemlerle karşılaşmış, ekonominin pek çok kesimi sorunlar yaşamıştır.

Bu çalışmada 2003-2012 yılları arasında Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Araştırmada TCMB ödemeler dengesi istatistiklerinden yararlanılarak hesaplanan kısa vadeli sermaye hareketleri, Devlet İç Borçlanma Senetleri faiz oranları, Gayri Safi Yurt İçi Hasıla ve dolar kuru arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

Değişkenler arasında yapılan Granger Nedensellik testinde %5 hata payında dolar kuru ve DİBS kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenseli çıkmıştır. DİBS GSYİH'nın, dolar kuru DİBS'in nedenseli olarak bulunmuştur. Dolar kuru ve GSYİH

arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunmuştur. %10 önem seviyesinde de GSYİH'nın kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenseli olduğu tespit edilmiştir.

Değişkenler arasında son olarak etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri yapılmıştır. Etki-tepki analizinde kısa vadeli sermayeye uygulanan şoka en anlamlı tepkiyi kısa vadeli sermayenin kendisi vermiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri sekizinci aydan sonra denge düzeyine ulaşmakta, kısa vadeli sermayeden 1 ay sonra da GSYİH pozitif yönde olmakta ve ekonomide büyüme yaşanmaktadır. DİBS'e uygulanan bir birimlik şoka ise, kısa vadeli sermaye hareketleri en anlamlı tepkiyi vermiştir. Ekonomiye kısa vadeli sermaye girişleri sonucu yurt içi para reel olarak değerlendirilmiş ve bu tepki bir zaman sonra azda olsa azalmıştır. Ekonomiye giren kısa vadeli sermaye miktarındaki artışın yurt içi paranın reel olarak değerlendirilmesine neden olduğu anlaşılmaktadır. Ülkeye gelen kısa vadeli sermaye girişleri ekonomideki döviz arzını artırdığı ve döviz fiyatını düşürdüğü için beklenen bir gelişmedir.

Ülkeye gelen kısa vadeli sermaye girişi ile döviz kuru grafikleri incelendiğinde kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kurunu değerlendirdiği yani yerli paranın değer kazandığı, kısa vadeli sermaye çıkışlarında ise yerli paranın değer kaybetmesine neden olduğu görülmektedir. Yerli paranın değerlendirilmesi sonucu ithalat ucuzlamakta ve ithalat miktarı artmaktadır. Buna bağlı olarak da yerli malı kullanarak üretim yapanlar bir süre sonra vazgeçip ucuz yabancı kökenli ham madde ve ara malı kullanarak üretim yapmaya başlamakta ve böylece ithalat artmaktadır. İthalat arttıkça ithalattan alınan vergi miktarı artmakta ve bu sayede bütçe açıkları gerilemektedir. İthalat arttıkça ihracatın ithalatı karşılama oranı gerilemekte ve dış ticaret açığı artmaktadır. Dış ticaret açığının artması sonucu cari açık da artmaktadır. Cari açıkları finanse etmek için de kamu iç ya da dış borçlanma yoluna gitmektedir. İç borçlanma yoluna gidilmesi ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte aynı zamanda kamunun iç borç stoku artmaktadır.

Yapılan varyans ayrıştırma analizi sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişimlerin %86,5'i kendisinden kaynaklanırken dolar kuru ve DİBS'in etkisi %5 olmakta en az etkiyi de GSYİH değişkeni yapmaktadır. GSYİH değişkeninde meydana gelen değişimlerde ise %13'lük oranla en büyük etkiyi DİBS yaparken kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkisi %2 olmaktadır. DİBS'te meydana gelen değişimlerin ise en büyük sebebi %84 oranıyla kendisi olmakta kısa vadeli

sermaye %6, dolar kuru %5 etki etmektedir. D v z kurundaki değişmelere en büyük etkiyi %14 oranıyla GSY H ederken %10'luk bir etkiyle kısa vadeli sermaye ikinci büyük etkiyi yapmaktadır. D BS'in ise etkisi oldukça az bulunmuştur.

Ekonomiye kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarındaki istikrarsızlıklar, ekonominin hemen hemen tüm sektörlerindeki dengesizlikleri artırmakta ve krize uygun ortam hazırlamaktadır. Kriz anlarında ekonomiden hızla çıkan kısa vadeli sermaye miktarları krizin derinleşmesine neden olmakta ve ekonominin tüm kesimlerinde telafi edilmesi zor olumsuzluklara neden olmaktadır. Türkiye ekonomisi gibi gelişmekte olan ekonomilerin sık olarak yaptığı şekilde kısa vadeli sermaye hareketlerinin bütçe açıklarını kapatmada, verimsiz projelerde finansman olarak kullanılması ve tüketime bağlı ithalatta kullanılması gelişmekte olan ülkelerin borç yüklerini artırmakta, cari işlemler dengesini bozmakta ve ekonomilerini kırılgan hale getirmektedir. Ekonomideki olumsuz koşullar kısa vadeli sermayenin tekrar güvenli ülkelere yönelmesine sebep olmakta ve bu ani  ıkışlar krizlere sebep olabilmektedir.

KAYNAKLAR

Kitaplar:

- Adams, C., F., vd., (1998), International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Issues, Washington.
- Alp, A., (2002), Uluslar Arası Mali Piyasalardaki Gelismeler ve Türkiye, Ankara, İMKB Yayınları.
- Aslan, N., (1997), Uluslar Arası Özel Sermaye Akımları, İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- Bozkurt, H., (2007), Zaman Serileri Analizi, Bursa, Ekin Yayınları.
- Bulutoğlu, K., (1970), Türkiye’de Yabancı Sermaye, İstanbul, Gerçek Yayınevi.
- Ertürk, E., (1994), Döviz Ekonomisi, İstanbul, Der Yayınları.
- Felderer, B., Homburg, S., (2010), Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat, Ankara, Efil Yayınevi.
- İçöz, C., (1995), Küresel Makro İktisat, Ankara, Gazi Üniversitesi Yayınevi.
- Kaya, Y-T., (1998), Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği, Ankara, DPT, Yayın No:2487.
- Kazgan, G., (1995), Yeni Ekonomik Düzendeki Türkiye’nin Yeri, İstanbul, Altın Kitaplar Yayınları.
- Kazgan, G., (1999), Tazminattan XXI. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi: Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye, İstanbul, Altın Kitaplar Yayınevi.
- Özsoylu, A-F., (2011), Türkiye Ekonomisi, Adana, Karahan Kitabevi.
- Öztürk, S., Özyakışır, D., (2008), Türkiye’nin Ekonomi Politikası 1923-2007, Ankara, Orion Kitabevi.
- Sevüktekin, M., Nargeleçekenler, M., (2007), Ekonometrik Zaman Serileri Analizi Eviews Uygulamalı, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım.
- Seyidoğlu, H., (1999), Uluslar Arası İktisat Teori Politika ve Uygulama, İstanbul, Güzem Yayınları.
- Seyidoğlu, H., (2003), Uluslar Arası İktisat Teori Politika ve Uygulama, İstanbul, Güzem Can Yayınları.
- Şahin, H., (2012), Türkiye Ekonomisi, Bursa, Ezgi Kitabevi.

- Tarı, R., (2008), Ekonometri, İstanbul, Avcı Ofset.
- Tecer, M., (2005), Türkiye Ekonomisi, Ankara, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Para Politikası Raporu, 2005/1.
- Ünsal, E-M., (2005), Uluslar Arası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi, Ankara, İmaj Yayınevi.
- Williamson, J., Mahar, M., (2002), Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir İnceleme, Ankara, Liberte Yayınları.
- Yeldan, E., (2001), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme, İstanbul, İletişim Yayınları.
- Yıldırım, D-Ç., (2011), E-views Uygulamalı Temel Ekonometri, İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- Yıldızoğlu, E., (1996), Globalleşme ve Kriz, İstanbul, Alan Yayıncılık:167, İstanbul.

Makaleler:

- Afşar, M., (2004), Finansal Küresellesme ve Türk Bankacılık Krizleri Üzerine Etkisi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, No: 1558, s. 58-59.
- Aitken, B., (1996), Have Institutional Investors Destabilized Emerging Markets?, IMF Working Paper, Yıl:16, Sayı:2, s.174 .
- Akdiş, M., (2004), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:6, Sayı:36, s.36-48.
- Aklan, N-A.,- Nargeleçekenler, M., (2008), Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri, İ.Ü.Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Sayı:39, s.113.
- Arslan, İ., Yapraklı, S., (2008), Banka Kredileri ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Ekonometrik Bir Analiz (1983-2007), İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, Sayı:7, s.88-103.
- Bağdigen, M., Beşer, B., (2009), Ekonomik Büyüme ile Kamu Harcamaları Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Wagner Tezi Kapsamında Bir Analizi: Türkiye Örneği, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt:5, Sayı:9, s.1-17, s.9.

- Berksoy, T., (1995), Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz -24 Ocak 1980'den 5 Nisan 1994'e, Petrol İş 93-94 Yıllığı, No: 36, ss.596-622.
- Bildirici, M., Alp, E-A., Kayıkçı, F., (2011), Relationship Between Hot Money and Economic Growth: Tar-cointegration and MS-VAR Analysis, African Journal of Business Management, ISSN 1993-8233, Vol. 5, No:3, p. 1060-1075, p.1070-1071.
- Boratav, K., (2001), 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, İnadına, 2001, Sayı:13, s.3.
- Calvo, G-A., (1996), Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons, International Journal of Finance and Economics, Vol.1, No:3, p.219.
- Calvo, G-A., Leiderman, L., Reinhart, C-M., (1994), Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects, Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper, 302.
- Calvo, G-A., Vegh, C-A., (1999), Inflation Stabilization and Bop Crises in Developing Countries, NBER Working Series, No.6925, p.60.
- Caramazza, F., Aziz, J., (1998), Fixed or Flexible? Getting The Exchange Rate Right in the 1990's, International Monetary Fund, p.5.
- Chuhan, P., Claessens, S., Mamingi, N., (1993), Equity and Bond Flows to Asia and Latin America The Role of Gloabal and Country Factors, International Economics Department The World Bank, WPS 1160, p.5.
- Coakley, J., Kulasi, F., Smith, R., (1998), The Feldstein-Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review, International Journal of Finance and Economics, No:3, p.169-188.
- Copeland, L., (1989), Exchange Rates and International Finance, Wokingham: Addison-Wesley Publishing.
- Çetinkaya, M., Mazgit, İ., Uysal, Y., (1999), Sorun Kamu Maliyesinde, TOBB Ekonomik Form Dergisi, s.23.
- Dağdelen, İ., (2004), Liberalizasyon, Uluslar Arası İnsan Bilimleri Dergisi, ISSN: 1303-5134, s.21.
- Damar, A-O., (2010), Türkiye'de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Müdürlüğü, Ankara.
- Demir, M., Sever, E., (2009), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü:

Türkiye Üzerine Bir İnceleme, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 8, s.29(214-239), ISSN: 1304-0278.

- Dickey, D-A., Fuller, W-A., (1979), Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, Journal of the American Statistical Association, Vol.No: 366, p.427-431.
- Dornbusch, R., Goldfajn, I., Valdes, R-O., (1995), Currency Crisis and Collapses.
- Dornbusch, R., Werner, A., Calvo, G., Fischer, S., (1994), Mexico:Stabilization, Reform, and No Growth, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1994, No: 1., p. 253-315.
- Duman, K., (2002), Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması, Akdeniz Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, 4, s.141.
- Eichengreen, B., Mussa, M., (1998), Capital Account Liberalization and The IMF, Finance Development, Vol.35, No:4, p.18.
- Eichengreen, B., Rose, A-K., Wyplosz, C., (1995), Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks.
- Emsen, S., (1997), Finansal Küreselleşme, Vadeli Teslim Döviz Piyasaları ve Finansal Krizler, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:11, Sayı:3-4.
- Erbaykal, E., (2007), Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Döviz Kuru Cari Açık Üzerinde Etkili midir? Bir Nedensellik Analizi, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 6, s.81-88.
- Eser, R., (2001), Finansal Piyasalarda Düzenleme ve Sermaye Piyasasında Düzenleyici Kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, s.5.
- Feldstein, M., Horioka, C., (1980), Domesting Saving and International Capital Flows, The Economic Journal, Vol. 90, No. 358, p.314-329.
- Fischer, B., Reisen, H., (1992), Towards Capital Account Convertibility, OECD Development Centre, 1992, Policy Brief No:4.
- Fischer, S., (1999), The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons, International Monetary Fund, p.3.
- Fouquau, J., Hurlin, C., Rabaud, I., (2007), The Feldstein-Horioka Puzzle: a Panel Smooth Transition Regression Approach, p.2.
- Gedikli, A., (2010), Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslar Arası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki, International Conference On Eurasian Economies, Session 3A: Küresel Kriz ve Finans, s.174.

- Gibson, H-D., (1996), International Finance, New York: Longman Group Limited.
- Granger, C-W-J., (1969), Investigating Casual Relations by Econometrics Models and Cross-spectral Methods, *Econometrica*, Vol. 37, No: 3, p.424-438.
- Helleiner, G-K., (1998), Capital Account Regimes and the Developing Countries, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VIII.
- IMF, (1997), "Capital Flows Sustainability and Speculative Currency Attacks", IMF Research Department Staff
- Kaminsky, G., Lizondo, S., Reinhart, C-M., (1998) Leading Indicators of Currency Crises, *IMF Staf Papers*, Vol.45 No:1, p.23.
- Kara, M., (2001), Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye'deki Sıcak Para Akımının Değerlendirilmesi, *Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı:6, s.33.
- Krugman, P., (1979), A Model of Balance-of-Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.11, No:3, p.325.
- Lane, P-R., (1999), Money Shocks and the Current Account, *Money Capital Mobility and Trade*, MIT Press, p.400.
- Lee, J., Chinn, M-D., (1998), The Current Account and the Real Exchange Rate: Astructural VAR Analysis of Major Currencies, *National Bureau of Economic Research, Working Paper 6495*.
- Lopez, M-A., (1999), Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences and Policy Responses, *IMF Working Paper*, p.23.
- Mangır, F., Ertuğrul, H-M., (2012), Sermaye Hareketliliği, Tasarruf ve Yatırım İlişkisi: Türkiye Örneği, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Cilt: 27, No: 317, s.61-87.
- Martin, M-F., Morrison, W-M., (2008), Chinas Hot Money Problem, *CRS Report for Congress*, Order Code RS22921, p. 2.
- Melvin, M., (1996), *International Money and Finance*, US, Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Misztal, P., (2011), The Feldstein-Horioka Hypothesis in Countries with Varied Levels of Economic Development, *Contemporary Economics*, DOI: 10.5709/ce.1897-9254.9, Vol.5, No: 2, p.16.
- Montiel, P-J., (1994), Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates, *The World Bank Economic Review*, Vol. 8, No: 3, p. 311-350.

- Obstfeld M., Taylor, A-M., (2003), Globalization and Capital Markets, NBER Working Paper, No: 8846, p.4-5.
- Obstfeld, M., (1998), The Global Capital Market: Benefactor or Menace?, Journal of Economic Perspectives, Vol.12, No:4, p. 9-30.
- Obstfeld, M., Rogoff, K., (1994), The Intertemporal Approach To the Current Account, National Bureau of Economic Research, Working Paper No: 4893, p. 3-4,
- Obstfeld, M., Rogoff, K-S., (1996), Foundations of International Macroeconomics, The MIT Press., England, p.161.
- Oktayer, N., Susam, N-N., (2007), Tasarruf-Yatırım-Sermaye Hareketleri İlişkisinin Türkiye Örneğinde Değerlendirilmesi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, ISSN 1305 -7766, Cilt: 9, Sayı: 2, s.19-54.
- Ongun, M-T., (1993), Finansal Globalleşme, Ekonomik Yaklaşım, Cilt: 4, Sayı: 9, s.37.
- Öztürk, N., Bayraktar, Y., (2010), Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar, Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 11, Sayı: 1, s.176.
- Ralhan, M., (2006), Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis, Econometrics Working Paper, EWP0601, ISSN 1485-6441.
- Rodrik, D., Velasco, A., (1999), Short-Term Capital Flows, World Bank ABCDE Conference, p.14.
- Seyidoğlu, H., (2003), Uluslar Arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri, Dogus Üniversitesi Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2, s. 141-156.
- Taylor, M-P., (1986), Covered Interest Parity: A High-Frequency, High-Quality Data Study, Economica, Vol.54, No: 216, p.429-438.
- Taylor, M-P., Sarno, L., (1997), Capital Flows to Developing Countries: Long and Short Term Determinants, The World Bank Economic Review, Vol. 11, No: 3, p. 451-470.
- Utkulu, U., (2003), Türkiye’de Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Gerçekten İkiz Mi? Koentegrasyon ve Nedensellik Bulguları, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (DEÜİİBFD), Cilt: 18, No: 1, s. 45-61.
- Uzgören, N., Uzgören, E., (2005), Zaman Serilerinde Sahte Regresyon Sorunu ve Reel Kamu Harcamalarına Yönelik Bir Ekonometrik Model Uygulaması, Akademik Bakış, Uluslar Arası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi, ISSN:1694-528X, Sayı.5, s.4.

- Üzümcüoğlu, Ö., (2000), Finansal Kararlara Genel Denge Yaklaşımı, Hazine Dergisi, Sayı: 13, s. 91.
- Willet, T-D., Keil, M-W., Ahn, Y-S., (2001), Capital Mobility for Developing Countries May Not Be So High, Claremont Colleges Working Papers in Economics.
- Wong, C-H., Carranza, L. (1999), Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results, IMF Staff Paper, Vol. 46, No: 2, p.235.
- Yapraklı, S., (2007), Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi, s. 5.
- Yeldan, E., (2005), Yükselen Piyasa Ekonomisi Olarak Türkiye, s.1

Tezler:

- Alper, A-M., (2010), Sürdürülebilir Reel Döviz Kuru Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara.
- Ağcaer, A., (2003), Dalgakur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Coşgun, D., (2006), Uluslar Arası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar.
- Çolpan, V., (2008), Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ve Krizler, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir.
- Demirgil, E., (2005), Küreselleşmenin Sermaye Hareketlerine Etkisi: Asya Krizi Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta.
- Gürbüz, R., (2006), Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin MakroEkonomik Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi, Mersin.
- İnandım, Ş., (2005), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Ninjabat, U., (2006), Uluslar Arası Sermaye Hareketliliğinin Derecesi ve Feldstein-Horioka Bilmecesi, Ankara Üniversitesi, İktisat Yüksek Lisans Programı, Seminer Çalışması.

- Şahbaz, Ü., (2007), Zaman Serilerinde Nedensellik Analizi (Türkiye’de Ekonomik Büyüme ve Turizm Gelirleri Arasındaki İlişkinin Nedensellik Analizi), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.
- Tanören, D., (2009), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.
- Tükel, Ö., (2007), Finansal Serbestleşmenin Türkiye’nin Ekonomik Performansı Üzerine Etkileri , Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Uluçay, K., (2008), Uluslar Arası Finansal Piyasaların Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye’ye Etkisi, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

İnternet Kaynakları:

- Akgüç, Ö., (2005), Sıcak Para Yanılsaması (İllüzyonu), <http://www.acikistihbarat.com/Haberler.asp?haber=2594>, (10.02.2013).
- Alp, A., Küreselleşme Sürecinde Uluslar Arası Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye, <http://ekonomi2023.org>, (21.10.2012).
- Bildirici, Z., (2008), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Portföy Yatırımları ve Sıcak Para, 2008, s.1, <http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf>, (15.04.2012).
- Büyüksahin, B., (2003), Döviz Kurları ve Döviz Piyasaları, http://www.buyuksahin.com/files/Courses/undergraduate/International_Finance/CS_3.pdf, (09.02.2013).
- Dursun, F., (2007), Acaba Nedir Bu Sıcak Para , www.feyzidursun.com, (10.02.2013).
- Durusoy, S., (2009), Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, http://www.ozmena.net/ekonomi_/finansal-liberallesmenin-sorgulanmasinin-nedenleri-711674.html (15.11.2012)
- Gündoğan, M., (2005), Sıcak Para Dengesi, www.metegundogan.com, (10.02.2013).
- İMKB, “Sabit Getirli Menkul Kıymetler”, <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9653/sabit%20getirili%20menkul%20kiymetler.pdf>, (11.12.2012).
- Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Nedir?, <http://www.borsamedya.com/piyasa-verileri/yatirimci-rehberi-sss/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri-nedird.html>, (24.05.2013).

- Kızılot, Ş., (2010), Sıcak Hava Arttıkça, Sıcak Para da Arttı <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/15577739.asp>, (10.02.2013).
- Kızılot, Ş., (2011), Sıcak Para ve Tobin Vergisi, www.hurriyet.com.tr, (10.02.2013).
- Kibritçioglu, A., Döviz Kurlarının Oluşumuyla İlgili Kuramlara Giriş, http://kibritcioglu.com/iktisat/Kibritcioglu_1996-Ch10-kurbop.pdf, (21.11.2012).
- Korkmaz, E., “Sıcak Para Ne Kadar Sıcaktır?”, http://www.iktisatlilar.net/index.php?option=com_content&view=article&id=194:nekadar, (10.02.2013).
- Küresel Sermaye ve Sıcak Para Gerçeği, <http://ekonomi1.blogspot.com/2008/06/kuresel-sermaye-hareketleri-makale-para.html>, (21.01.2013)
- Okçuoğlu, İ., “Son İki Dünya Ekonomik Krizi Sürecinde Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Portföy Yatırımları Bazında Uluslararası Sermaye Hareketinin Seyri (I)”, http://ibrahimokcuoglu.blogspot.com/2011/01/son-iki-dunya-ekonomik-krizi-surecinde_28.html, (22.05.2013).
- Özcan, F., (2012), Kriz, <http://blog.milliyet.com.tr/ekonomik-kriz-kapida-1/Blog/?BlogNo=349040>, (10.02.2013).
- Öztürk, F., (2010), Dışarıda Sıcak Para Savaşı, http://www.tkbb.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=3850&Itemid=846, (10.02.2013).
- Sıcak Para, 2007, <http://www.bursaihl.com/forum/index.php?topic=1969.0>, (10.02.2013).
- Sıcak Paranın 25 Yıllık Bilançosu, 2012, <http://haber.sol.org.tr/ekonomi/sicak-paranin-25-yillik-bilancosu-haberi-56056>, (10.02.2013)
- Sıcak Paranın Türkiye Serüveni Raporu, 2006, <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=793>, (10.02.2013).
- Sönmez, C., (2011), Sıcak Para Neden Geliyor?, www.yeniasir.com.tr, (10.02.2013).
- Türkiye’nin Büyümesi Yabancı Mali Yatırımcılara Bağlı, (2012) <http://blog.milliyet.com.tr/sicak-para-ve-turkiye-ekonomisi/Blog/?BlogNo=277129>, (10.02.2013).
- Yabancı Sermaye Nedir?, <http://www.webmastersitesi.com/ekonomi/247627-yabanci-sermaye-nedir.htm>, (10.05.2013).
- Yaşar, S., Zenginlik 2012’de Nasıl El Değiştiriyor, <http://www.sabah.com.tr/Yazarlar/yasar/2012/01/02/zenginlik-2012de-nasil-el-degistiriyor>, (10.01.2013).
- Yeldan, E., Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf, (18.01.2013).

<http://asbava.blogspot.com/2011/01/faiz-oran-arbitraj.html>, (09.02.2013).

Yıldırım, M., (2012), Sermaye Piyasaları ve Portföy Yönetimi, Karabük Üniversitesi, Uzaktan Eğitim Uygulama Ve Araştırma Merkezi, http://web.karabuk.edu.tr/muratyildirim/H2_ISL769.pdf, (11.10.2012).

Bildiriler:

Aksaraylı, M., Tuncay, Ö., (2008), Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği, 2. Ulusal İktisat Kongresi.

İnsel, A., Sungur, N., (2000), Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III - 1999:IV, erc/ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi IV, Ankara.

Danışoğlu, A-Ç., (2001), Uluslar Arası Sermaye Akımları Karşısında Uygulanan Politikalar, İ.Ü.İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezleri Konferansları, 39. Seri.

Oral, B-G., Sayın, F., (2009), Mali Yolsuzluğun Yansımaları: Türkiye İçin Eşbütünleşme Analizi, İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 52.Seri.

Özçalık, M., Erataş, F., Nuriev, H-B., (2010), Feldstein-Horioka Bilmecesinin Gelişmiş Ülke Ekonomileri Açısından Değerlendirilmesi: Panel Veri Analizi, 2. Uluslararası Ekonomi Konferansı, Türkiye Ekonomi Kurumu, Girne-Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti.

Susam, N., (2004), Feldstein- Horioka Paradoksu: Yatırım, Tasarruf ve Sermaye Hareketleri İlişkisinin Açıklanması, İstanbul Üniversitesi , İktisat Fakültesi ,Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 46. Seri.

EKLER

EK1.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Oluşturan Ödemeler Dengesi Kalemleri Ayrıntılı Sunum

II - SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI

A. SERMAYE HESABI

1. Göçmen Transferleri

B. FİNANS HESAPLARI

3. Diğer Yatırımlar

3.1. Varlıklar +

3.1.1. Ticari Krediler

3.1.1.1. Verilen Krediler

3.1.1.2. Geri Ödeme

3.1.2. Krediler

3.1.2.1. Merkez Bankası

3.1.2.2. Bankalar

3.1.3. Bankaların Döviz Varlıkları -

3.1.4. Diğer Varlıklar

3.1.4.1. Merkez Bankası

3.1.4.2. Diğer Sektörler

3.2. Yükümlülükler

3.2.1. Ticari Krediler

3.2.1.1. Uzun Vade

3.2.1.1.1 Kullanım

3.2.1.1.2 Geri Ödeme

3.2.1.2. Kısa Vade +

3.2.1.2.1 Kullanım

3.2.1.2.2 Geri Ödeme

3.2.2. Krediler

3.2.2.1. Merkez Bankası

3.2.2.1.1. Uluslar. Para Fonu Kredileri

3.2.2.1.1.1. Kullanım

3.2.2.1.1.2. Geri Ödeme

3.2.2.1.2. Uzun Vade

3.2.2.1.2.1. Kullanım

3.2.2.1.2.2. Geri Ödeme

3.2.2.1.3. Kısa Vade +

3.2.2.2. Genel Hükümet

3.2.2.2.1. Uluslar. Para Fonu Kredileri

3.2.2.2.1.1. Kullanım

3.2.2.2.1.2. Geri Ödeme

3.2.2.2.2. Uzun Vade

3.2.2.2.2.1 Kullanım

3.2.2.2.2.2 Geri Ödeme
3.2.2.2.3. Kısa Vade +
3.2.2.3. Bankalar
3.2.2.3.1. Uzun Vade
3.2.2.3.1.1. Kullanım
3.2.2.3.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.3.2. Kısa Vade +
3.2.2.4. Diğer Sektörler
3.2.2.4.1. Uzun Vade
3.2.2.4.1.1. Kullanım
3.2.2.4.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.4.2. Kısa Vade +
3.2.3. Mevduatlar
3.2.3.1. Merkez Bankası
3.2.3.1.1. Uzun Vade
3.2.3.1.2. Kısa Vade +
3.2.3.2. Bankalar +
3.2.3.2.1. Yurtdışı Bankalar
3.2.3.2.2. Yurtdışı Kişiler
3.2.4. Diğer Yükümlülükler +

EK.2

Sıcak Para Akımlarını Oluşturan Ödemeler Dengesi Kalemleri Ayrıntılı Sunumu

II - SERMAYE VE FİNANS HESAPLARI

A. SERMAYE HESABI

1. Göçmen Transferleri

B. FİNANS HESAPLARI

2. Portföy Yatırımları

2.1. Varlıklar

2.1.1 Genel Hükümet

2.1.2 Bankalar

2.1.3 Diğer Sektörler

2.2. Yükümlülükler

2.2.1. Hisse Senetleri +

2.2.2. Borç Senetleri

2.2.2.1. Merkez Bankası

2.2.2.2. Genel Hükümet

2.2.2.2.1. Yurtiçi +

2.2.2.2.2. Yurtdışı

2.2.2.2.2.1. Borçlanma

2.2.2.2.2.2. Geri Ödeme

2.2.2.3. Bankalar

3. Diğer Yatırımlar

3.1. Varlıklar

3.1.1. Ticari Krediler

3.1.1.1. Verilen Krediler

3.1.1.2. Geri Ödeme

3.1.2. Krediler

3.1.2.1. Merkez Bankası

3.1.2.2. Bankalar +

3.1.3. Bankaların Döviz Varlıkları

3.1.4. Diğer Varlıklar

3.1.4.1. Merkez Bankası

3.1.4.2. Diğer Sektörler

3.2. Yükümlülükler

3.2.1. Ticari Krediler

3.2.1.1. Uzun Vade

3.2.1.1.1 Kullanım

3.2.1.1.2 Geri Ödeme

3.2.1.2. Kısa Vade

3.2.1.2.1 Kullanım

3.2.1.2.2 Geri Ödeme

3.2.2. Krediler

3.2.2.1. Merkez Bankası

3.2.2.1.1. Uluslar. Para Fonu Kredileri

3.2.2.1.1.1. Kullanım
3.2.2.1.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.1.2. Uzun Vade
3.2.2.1.2.1. Kullanım
3.2.2.1.2.2. Geri Ödeme
3.2.2.1.3. Kısa Vade
3.2.2.2. Genel Hükümet
3.2.2.2.1. Uluslar. Para Fonu Kredileri
3.2.2.2.1.1. Kullanım
3.2.2.2.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.2.2. Uzun Vade
3.2.2.2.2.1 Kullanım
3.2.2.2.2.2 Geri Ödeme
3.2.2.2.3. Kısa Vade
3.2.2.3. Bankalar
3.2.2.3.1. Uzun Vade
3.2.2.3.1.1. Kullanım
3.2.2.3.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.3.2. Kısa Vade +
3.2.2.4. Diğer Sektörler
3.2.2.4.1. Uzun Vade
3.2.2.4.1.1. Kullanım
3.2.2.4.1.2. Geri Ödeme
3.2.2.4.2. Kısa Vade +
3.2.3. Mevduatlar
3.2.3.1. Merkez Bankası
3.2.3.1.1. Uzun Vade
3.2.3.1.2. Kısa Vade
3.2.3.2. Bankalar +
3.2.3.2.1. Yurtdışı Bankalar
3.2.3.2.2. Yurtdışı Kişiler
3.2.4. Diğer Yükümlülükler
III - NET HATA NOKSAN +

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı ve Soyadı : Arife ÖZDEMİR

Doğum Yeri ve Yılı : Antalya 1987

Medeni Hali : Bekar

Eğitim Durumu :

Lise : 2001-2005 Serik Anadolu Lisesi

Ön Lisans : 2008-2010 Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi

Dış Ticaret Bölümü

Lisans Öğrenimi : 2006-2011 Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü

Yabancı Dil(ler) ve Düzeyi :

İngilizce-İyi Düzeyde