



**T.C**  
**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE**  
**FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ :**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Hakkı ALBAYRAK**

**165011011**

**Tez Danışmanı:**

**Dr. Öğr. Üyesi Evren İPEK**

**Bandırma 2019**



**T.C**  
**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE**  
**FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ :**  
**TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Hakkı ALBAYRAK**

**165011011**

**Tez Danışmanı:**

**Dr. Öğr. Üyesi Evren İPEK**

**Bandırma 2019**

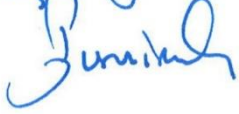
## YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI

Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Tezli Yüksek Lisans öğrencisi Hakkı ALBAYRAK tarafından Dr. Öğr. Üyesi Evren İPEK'in danışmanlığında hazırlanan "KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ" başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından, 24/06/2019 tarihinde yapılan Tez Savunma Sınavında oyçokluğu/oybirliği ile başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.


**Jüri Başkanı**

Dr. Öğr. Üyesi Hicran SEBEL  


**Jüri-Danışman**

Dr. Öğr. Üyesi Evren İPEK  


**Jüri Üyesi**

Dr. Öğr. Üyesi Rıza ATAKLI YAVUZ  


**ETİK BEYAN SAYFASI**  
**TÜRKİYE CUMHURİYETİ**  
**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

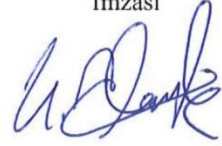
Bu belge ile bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(24/06/2019)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Hakkı ALBAYRAK

İmzası



## ÖZET

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ : TÜRKİYE ÖRNEĞİ

**Hakkı ALBAYRAK**

Bu çalışmada 1991:4-2018:4 çeyrek dönemleri arasındaki Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranlarının ilişkisi ampirik analizler çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmada kullanılan faiz oranları, Merkez Bankası politika faiz oranı, mevduat faiz oranı ve reeskont faiz oranı olarak belirlenmiştir. Bu değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi sınır testi aracılığıyla, değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler ise Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (ARDL) modeli aracılığıyla test edilmiştir. Değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünün belirlenmesi ise Toda-Yamamoto nedensellik analizi yardımıyla yapılmıştır. Analizlerin son kısmında ise etki-tepki fonksiyonları yardımıyla değişkenler arasındaki dinamik etkileşimler incelenmiştir.

Yapılan analizler neticesinde elde edilen sonuçlara göre kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir. Ardından kurulan ARDL modeli çerçevesinde çalışmada kullanılan tüm faiz oranı değişkenlerinin, kısa vadeli sermaye hareketlerini kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkilediği belirlenmiştir. Faiz oranları değişkenleri arasında sadece Merkez Bankası politika faiz oranı, kısa vadeli sermaye hareketlerini uzun dönemde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etkilemektedir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonucunda ise tüm faiz oranlarından kısa vadeli sermaye hareketlerine tek taraflı nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Etki-tepki analizleri neticesinde ise tüm faiz oranlarında yaşanan şok dalgalarına karşılık kısa vadeli sermaye hareketleri 2. dönemde anlamlı ve pozitif tepki vermektedir.

**Anahtar Sözcükler:** Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Faiz Oranları, ARDL, Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi, Etki-Tepki Analizi.

## ABSTRACT

### THE RELATIONSHIP BETWEEN SHORT-TERM CAPITAL MOVEMENTS AND INTEREST RATES : THE CASE OF TURKEY

Hakkı ALBAYRAK

In this study, the relationship between interest rates and short-term capital flows to Turkey between 1991:4-2018:4 quarter data periods were examined in the framework of empirical analysis. The interest rates used in the study were determined as Central Bank policy rate, deposit rate and discount rate. The cointegration relationship between these variables was tested by using bound test and the short and long term relationships between the variables were tested with Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model. The direction of causality between variables was determined by Toda-Yamamoto causality analysis. In the last part of the analysis, the dynamic interactions between the variables were investigated with the help of the impulse-response functions.

According to the results of the analyzes, the cointegration relationship between short-term capital movements and interest rates was determined. In the framework of the (ARDL) model, it was determined that all interest rate variables used in the study had a statistically significant and positive effect on short-term capital movements in the short run. Among the interest rates variables, only Central Bank policy rate affects the short-term capital movements in the long run statistically significantly and positively. As a result of the Toda-Yamamoto causality analysis, the existence of a one-way causality relationship from all interest rates to short-term capital movements was determined. As a result of the impulse-response analysis, short-term capital movements react significantly and positively in the second period in response to the shock waves experienced in all interest rates.

**Key Words:** Short-Term Capital Movements, Interest Rates, ARDL, Toda-Yamamoto Causality Test, Impulse-Response Analysis.

## ÖNSÖZ

Bu çalışmada Türkiye'ye yönelik 1991:4-2018:4 dönemleri arasındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişki üçer aylık veriler ile, sınır testi, ARDL modeli, Toda-Yamamoto nedensellik analizi ve etki-tepki analizi uygulanarak incelenmiştir.

Çalışmanın başından sonuna kadar ki tüm aşamalarında yol gösterici olan, sahip olduğu bilgi birikimi ve deneyimlerini esirgmeden benimle paylaşan ve bu çalışmaya en az öğrencisi kadar önem veren değerli danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Evren İPEK'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

**Hakkı ALBAYRAK**

**Bandırma 2019**



## İÇİNDEKİLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI .....	ii
ETİK BEYAN SAYFASI .....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
ÖNSÖZ .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
TABLolar .....	x
ŞEKİLLER .....	xi
KISALTMALAR .....	xii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### FINANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE

HAREKETLERİ .....	3
1. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMININ OLUŞUMUNA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE TANIMLANMASI .....	3
1.1. İç Finansal Serbestleşme .....	4
1.2. Dış Finansal Serbestleşme .....	5
2. FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR .....	7
2.1. McKinnon-Shaw Teoremi .....	7
2.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım .....	9
2.3. Yapısalcı Yaklaşım .....	10
3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜRKİYE'DEKİ TARİHSEL GELİŞİMİ .....	11
4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMLANMASI .....	14
5. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI .....	15
5.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları .....	15
5.2. Portföy Yatırımları .....	16
5.3. Diğer Yatırımlar .....	18

### İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ KAVRAMI .....	19
1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMLANMASI VE OLUŞUMUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	19
1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Belirleyen İçsel Faktörler .....	21
1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Belirleyen Dışsal Faktörler .....	22
2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ AÇIKLAYAN YAKLAŞIMLAR .....	23
2.1. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı .....	24
2.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı .....	26
2.3. Mundell-Fleming Modeli .....	27
3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TEMEL MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ .....	30
3.1. Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri .....	30
3.2. Enflasyon Oranları Üzerindeki Etkisi .....	32

3.3. Ekonomik Büyüme ve Yatırım Oranları Üzerindeki Etkileri .....	34
3.4. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi .....	35
4. FAİZİN TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ .....	36
5. FAİZ ORANI .....	39
6. FAİZ TÜRLERİ .....	41
6.1. Kanuni Faiz - Serbest Faiz .....	41
6.2. Brüt Faiz - Net Faiz .....	41
6.3. Basit Faiz - Bileşik Faiz .....	41
6.4. Öz Sermaye Faizi - Ödünç Sermaye Faizi .....	42
6.5. Sabit Faiz - Değişken Faiz .....	43
6.6. Temerrüt Faizi (Gecikme Faizi) .....	43
7. FAİZ ORANLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER .....	44
7.1. Fon Arzı ve Fon Talebi Etkisi .....	44
7.2. Para Arzındaki Değişimlerin Etkisi .....	45
7.3. Para Politikalarının Etkisi .....	46
7.4. Güvenilirlik ve Likidite Etkisi .....	46
7.5. Enflasyon Oranı Etkisi .....	47
7.6. Faiz Oranlarının Vade Yapısı .....	48

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ ORANLARI

<b>ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ .....</b>	<b>49</b>
1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN LİTERATÜR ÖRNEKLERİ .....	49
1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür Örnekler .....	49
1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür Örnekleri .....	59
2. VERİ SETİ VE METODOLOJİ .....	69
2.1. Veri Seti .....	70
2.2. Metodoloji .....	74
2.2.1. Birim kök testi .....	74
2.2.1.1. Genişletilmiş dickey fuller (ADF) testi .....	76
2.2.1.2. Phillips-Perron testi .....	77
2.2.1.3. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin birim kök testi .....	78
2.2.1.4. Ng-Perron testi .....	80
2.2.2. Sınır testi .....	81
2.2.3. Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (ARDL) modeli .....	83
2.2.4. Toda-Yamamoto nedensellik analizi .....	84
2.2.5. Etki-Tepki analizi .....	85
3. AMPİRİK ANALİZ SONUÇLARI .....	86
3.1. Birim Kök Testi Sonuçları .....	87
3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Merkez Bankası Politika Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları .....	88
3.2.1. Sınır testi sonuçları .....	88

3.2.2. ARDL modeli sonuçları .....	89
3.2.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları .....	91
3.2.4. Etki-Tepki analizi sonuçları .....	92
3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Mevduat Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları .....	93
3.3.1. Sınır testi sonuçları .....	93
3.3.2. ARDL modeli sonuçları .....	95
3.3.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları .....	96
3.3.4. Etki-Tepki Analizi sonuçları .....	97
3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reeskont Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları .....	98
3.4.1. Sınır testi sonuçları .....	98
3.4.2. ARDL modeli sonuçları .....	100
3.4.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları .....	101
3.4.4. Etki-Tepki analizi sonuçları .....	102
<b>SONUÇ</b> .....	104
<b>KAYNAKÇA</b> .....	108
<b>EKLER</b> .....	125
<b>ÖZGEÇMİŞ</b> .....	142

## TABLÖLAR

<b>Tablo 3.1</b>	: Modeldeki Değişkenlerin Tanımlamaları .....	71
<b>Tablo 3.2</b>	: Verilere Ait Tanımlayıcı İstatistikler .....	71
<b>Tablo 3.3</b>	: ADF, PP, KPSS, Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları .....	87
<b>Tablo 3.4</b>	: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-CBPR) .....	88
<b>Tablo 3.5</b>	: Sınır Testi Sonuçları (KVSH-CBPR) .....	89
<b>Tablo 3.6</b>	: ARDL(1,8) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-CBPR) .....	90
<b>Tablo 3.7</b>	: ARDL(1,8) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-CBPR) .....	91
<b>Tablo 3.8</b>	: Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-CBPR) .....	92
<b>Tablo 3.9</b>	: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-CBPR) .....	92
<b>Tablo 3.10</b>	: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-DEP) .....	94
<b>Tablo 3.11</b>	: Sınır Testi Sonuçları (KVSH-DEP) .....	94
<b>Tablo 3.12</b>	: ARDL(1,2) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-DEP) .....	95
<b>Tablo 3.13</b>	: ARDL(1,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-DEP) .....	96
<b>Tablo 3.14</b>	: Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-DEP) .....	97
<b>Tablo 3.15</b>	: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-DEP) .....	97
<b>Tablo 3.16</b>	: Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-DİS) .....	99
<b>Tablo 3.17</b>	: Sınır Testi Sonuçları (KVSH-DİS) .....	99
<b>Tablo 3.18</b>	: ARDL(1,2) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-DİS) .....	100
<b>Tablo 3.19</b>	: ARDL(1,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-DİS) .....	101
<b>Tablo 3.20</b>	: Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-DİS).....	102
<b>Tablo 3.21</b>	: Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-DİS) .....	102

## ŞEKİLLER

<b>Şekil 2.1</b>	: Mundell-Fleming Modeli ile İç ve Dış Denge .....	28
<b>Şekil 3.1</b>	: KVSH Değişkeni .....	72
<b>Şekil 3.2</b>	: CBPR Değişkeni .....	72
<b>Şekil 3.3</b>	: DEP Değişkeni .....	73
<b>Şekil 3.4</b>	: DİS Değişkeni .....	73
<b>Şekil 3.5</b>	: Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-CBPR).....	93
<b>Şekil 3.6</b>	: Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-DEP).....	98
<b>Şekil 3.7</b>	: Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-DİS) .....	103



## KISALTMALAR

<b>KVSH</b>	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
<b>CBPR</b>	: Merkez Bankası Politika Faiz Oranı
<b>DEP</b>	: Mevduat Faiz Oranı
<b>DİS</b>	: Reeskont Faiz Oranı
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>GSMH</b>	: Gayri Safi Milli Hasıla
<b>GOÜ</b>	: Gelişmekte Olan Ülke
<b>FED</b>	: Amerikan Merkez Bankası
<b>ARDL</b>	: Gecikmesi Dağıtılmış Oto regresif Model
<b>KPSS</b>	: Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
<b>ADF</b>	: Genişletilmiş Dickey-Fuller
<b>PP</b>	: Phillips-Perron
<b>VAR</b>	: Vektör Oto regresif Modeli
<b>UECM</b>	: Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli
<b>VECM</b>	: Vektör Hata Düzeltme Modeli
<b>ECM</b>	: Hata Düzeltme Modeli
<b>AIC</b>	: Akaike Bilgi Kriteri
<b>SIC</b>	: Schwarz Bilgi Kriteri
<b>HQ</b>	: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
<b>SUR</b>	: Görünürde İlişkisiz Regresyon
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>EVDS</b>	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
<b>IMF</b>	: Uluslararası Para Fonu
<b>IFS</b>	: Uluslararası Finansal İstatistikler
<b>TÜFE</b>	: Tüketici Fiyat Endeksi
<b>MIC</b>	: Modifiye Edilmiş Bilgi Kriteri

## GİRİŞ

Sanayi Devrimi ile başlayan kapitalist üretim süreci, ekonomik faaliyetlerin ulusal sınırların dışına taşmasına neden olmuştur. İlk olarak Avrupa ülkelerinin ucuz hammadde, insan gücü ve yeni pazar arayışları ile başlattığı bu durum, ulaşım ve iletişim olanaklarının artmasına paralel olarak üretim ve ticaret hadlerinin artmasını sağlamıştır. Bu sürecin neticesinde Avrupa ülkelerinin hızla artan gelir seviyeleri, ülkeler arasında ekonomik anlamda ciddi farklar oluşmasına neden olarak gelişmiş ülke statüsünün doğmasını sağlamıştır. Diğer ülkelerin bu gelir seviyelerine ulaşmaları için ekonomik faaliyetlerini arttırmaları gerekmektedir. Ancak yetersiz olan iç kaynaklar kısır bir döngü oluşturarak ekonomik gelişmenin önünde büyük engeller oluşturmaktadır. Buradan hareketle az gelişmiş olan ülkelerin yetersiz olan tasarruf miktarlarını karşılayabilmek adına yabancı kaynaklara yönelmesi, ekonomik faaliyetlerin küresel çapta hareketlenmesine neden olmuştur.

Küreselleşmenin ekonomik alandaki başlangıcı 1970'li yıllarda gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları finansal serbestleşme uygulamalarına dayanmaktadır. Sonraki yıllarda gelişmekte olan ülke ekonomilerine sıçrayan finansal serbestleşme uygulamaları ile sermaye dolaşımı önündeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Bu durum sermayedarların uluslararası piyasalara kıyasla daha yüksek faiz oranı ve dolayısıyla daha yüksek yüksek getiri imkanları sunan ülkelere doğru yönelmesiyle sonuçlanmıştır. Özellikle ekonomik alanda yeni yatırım araçlarının oluşturulması ve teknolojik gelişmelerle birlikte artan iletişim olanakları, uluslararası sermayenin sürekli daha fazla getiri elde etme amacıyla yer değiştirmesine neden olmuştur. Spekülatif niteliğe bürünen yabancı sermaye hareketleri, ülkelerin politikalarını kendi odağında şekillendirerek bağımsız politikaların oluşturulmasını engellemektedir.

Gelişmekte olan ülke statüsünde bulunan Türkiye'de tasarruf yetersizliği sıkıntısını çözmek adına yabancı sermayeyi ülkeye çekmek istemektedir. Bu doğrultuda 24 Nisan 1980 kararları ile başlayan ve devam eden finansal serbestleşme süreci ile global etkilere entegre olmuştur. Tıpkı diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye de faiz gibi bazı temel makroekonomik değişkenlerini bu doğrultuda politika aracı olarak kullanmaktadır.

Çalışmanın amacı 1991:4-2018:4 dönemleri arasında Türkiye'ye yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi, çeyrek dönem veriler yardımıyla ampirik olarak analiz etmektedir. Analizler sırasında üç farklı faiz oranı çeşidi kullanılarak, bunlar ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki etkileşim incelenmiştir.

Çalışma üç ayrı bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal serbestleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin kavramsal olarak incelenmesi yer almaktadır. İlk olarak finansal serbestleşme tanımlanarak, oluşumuna etki eden faktörler ve teorik yaklaşımlar incelenmiştir. Daha sonra finansal serbestleşmenin Türkiye'deki gelişimi tarihsel olarak özetlenerek uluslararası sermaye hareketleri kısmına geçilmiştir. Burada ise uluslararası sermaye hareketleri tanımlanarak sınıflandırılması yapılmış ve bu sınıflandırmalar kısaca açıklanmıştır.

İkinci bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz kavramı teorik olarak incelenmiştir. İlk kısımda kısa vadeli hareketleri tanımlanarak oluşumuna etki eden faktörler ve kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan yaklaşımlara yer verilmiştir. Son olarak ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerine bakılmıştır. Bu bölümün ikinci kısmında ise faiz kavramı tanımlanarak, tarihsel gelişimi, türleri ve etkisi altında olduğu bazı faktörler incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölümde Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilmiştir. Bu bölümde ilk olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi Türkiye ve diğer ülkeler çerçevesinde inceleyen çalışmalarla ilgili literatür örnekleri verilmektedir. Sonraki kısımda analiz öncesinde kullanılan yöntemlerle ilgili bilgiler verilerek, analizlerin yapılacağı modeller tanıtılmıştır. Çalışmada tanımlanan değişkenlerin bu modellere uyarlanmasıyla birlikte ampirik analize başlanılmıştır. Bu analizler neticesinde elde edilen sonuçlar ise ayrıca değerlendirilmiştir.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **FİNANSAL SERBESTLEŞME VE ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ**

Bu kısımda öncelikle finansal serbestleşmenin tanımı yapılarak, finansal serbestleşmeyi oluşturan faktörler hakkında bilgi verilecektir. Bu tanımsal bilgilerin ardından finansal serbestleşmenin gerekliliği savunan McKinnon-Shaw teoremine değinilerek, bu teoremi eleştiren Yeni Keynesyen ve Yapısalcı yaklaşımlar ele alınacaktır. Ardından bu finansal serbestleşmenin Türkiye ekonomisindeki tarihsel gelişim süreci işlenerek ikinci kısım olan uluslararası sermaye hareketlerine geçilecektir. İkinci kısımda ise uluslararası sermaye hareketlerini oluşturan doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar kısaca açıklanarak ikinci bölüme geçiş yapılacaktır.

#### **1. FİNANSAL SERBESTLEŞME KAVRAMININ OLUŞUMUNA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE TANIMLANMASI**

Dünyanın farklı bölgelerinde yaşamakta olan bireyler, toplumlar ve devletler arasındaki iletişim ve etkileşim derecelerinin, karşılık bağımlılık etrafında giderek artması küreselleşme olarak tanımlanabilmektedir (Bayar, 2008: 25). Küreselleşmenin temeli olarak görülen finansal serbestleşme kavramı ise bir takım düzenlemeler aracılığıyla sermayenin uluslararası dolaşımı üzerindeki tüm kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılmasını ifade etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, elinde fon fazlası bulunan gelişmiş ülkelerin finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekebilmek adına, bankacılık sistemlerinde var olan denetim ve kısıtlamaları kaldırması veya ciddi oranda azaltması bu finansal serbestleşme düzenlemelerine örnek olarak gösterilebilmektedir (Karaaba, 2006: 34).

Bir ülkedeki finansal piyasaların, fiyat kontrolleri gibi denetimsel faktörler aracılığıyla etkili bir şekilde çalışmasının engellenmesiyle oluşan finansal baskı, tasarruf oranlarını baskılayıcı bir niteliğe bürünüp sermaye kıtlığına yol açmaktadır. Ekonomik büyüme için kilit rol oynayan sermayenin kıtlaşması ise büyüme üzerinde

doğrudan olumsuz etkilere sahip olmaktadır. Dolayısıyla ekonomik büyüme adına olumsuz gözüken finansal baskının ortadan kaldırılması ihtiyacı, finansal serbestleşme adına savunulan en önemli kozlardan biri haline gelmektedir (Ghosh, 2005: 4). Mali baskının ortadan kalkması gerekliliğini anlatan finansal liberalizasyon, aynı zamanda faiz oranlarının da serbestleştirilmesini savunmaktadır. Bu görüşü savunanlara göre ülkelerdeki Merkez Bankalarının denetim prosedürlerinin değiştirilip, serbestleşme odaklı reformlar yapılması, küresel çapta refah arttırıcı etkileri beraberinde getirmektedir (Ayogu, Emenuga ve Soludo, 1998: 92).

### **1.1. İç Finansal Serbestleşme**

Ülkelerin, sahip oldukları ulusal para cinsleri aracılığıyla yapılan ekonomik işlemlerdeki sınırlayıcı rolde olan tüm etkenleri azaltması veya bütünüyle kaldırılmasını içeren düzenlemeler bütününe iç finansal serbestleşme adı verilmektedir (Keyder, 1996: 265). İç finansal serbestleşmeye gidilen bir ekonomide, faizlere uygulanan ek maliyetlerin azaltılması, faiz oranlarının piyasanın aracılığı ile serbestçe belirlenmesi, finansal piyasalara girişlere olan engellerin azaltılmasına paralel olarak finansal araçların çeşitliliğinin arttırılması gibi bir takım finansal amaçlar doğrultusunda hareket edilmektedir (Bilir, 2006: 15).

Yurtiçi finansal serbestleşme konusunda atılacak en önemli adım faiz oranlarının serbest bir şekilde piyasa tarafından belirlenmesini sağlamaktır. Bu düşüncenin altında yatan temel sebep ise, serbestleşen faiz oranlarının tasarruf oranlarında artışa neden olup, dışarıya doğru olacak sermaye göçlerine ciddi bir engel teşkil etmesidir. Bu duruma paralel olarak iç piyasada kalan sermayenin, ekonomik büyüme için gerekli olan finansal kaynakları arttırması beklenilmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2001: 212).

Ülkeler, finansal serbestleşme süreçlerinde büyük çapta yabancı sermaye girişleriyle karşılaşabilmektedirler. Bu sermaye girişlerinin ardından artan kredi arzı gelir seviyelerini arttırabilecek yatırım kaynaklarını daha ulaşılabilir kılmaktadır. Yatırımlar neticesinde olumlu etkilenen gelir seviyeleri de paralel olarak tasarruf oranlarını olumlu etkilemektedir. Kısa vadeli olan bu etkinin uzun vadede neler

getireceğinin dikkate alınması, finansal serbestleşmenin tasarruf oranları üzerindeki etkisinin modellenmesinde önemli olmaktadır (Quartey, 2005: 8).

Geleneksel görüşe göre iç finansal serbestleşme düzenlemelerine gidilmeden önce mevcut finansal sistemdeki özel sektör reform hareketlerinin tamamlanması gerekmektedir. Bu görüşün savunmasında ise, finansal sistemdeki kamu hakimiyetinin dominant konumunun, banka gibi finansal kurumların kredi kararlarında etkili olabileceği düşüncesi yer almaktadır. Dolayısıyla kamu hakimiyetinin azaltılmasını içeren reform hareketleri, bankacılık sektöründeki özerkliği arttırarak, iç finansal serbestleşme düzenlemelerinin başarılı olması konusunda oldukça önemli bir yapıya bürünmektedir (Bilir, 2006: 16).

## **1.2. Dış Finansal Serbestleşme**

Ülkede yerleşik konumda olanların döviz aracılığıyla varlık elde edinebilme ve bu yabancı paralar ile borç yükümlülüğüne girebilmelerine, ülkede yerleşik konumda olmayanların ise ulusal finansal sistemde ekonomik faaliyette bulunmalarını kolaylaştıran düzenlemeler bütününe dış finansal serbestleşme denilmektedir (Esen, 2000: 5).

Dış finansal serbestleşme düzenlemelerinde üç ana işlem türü görülmektedir. Bunlar içe dönük işlemler, dışa dönük işlemler ve döviz cinsiyle yapılan yurtiçi işlemlerdir. İçe dönük işlemlerde, ülkede yerleşik konumda olanların uluslararası piyasada serbest bir şekilde borçlanmasının engellenmesine rağmen yerleşik olmayanların yurtiçi finans piyasalarına serbest bir şekilde yatırım yapmasına imkan sağlanmaktadır. Dışa dönük işlemlerde, yerleşiklerin yurtdışı finansal piyasalarına sermaye transferlerinde bulunmalarına ve finansal varlık elde etmelerine, yerleşik olmayanların ise yurtiçi piyasalarda borç alıp verme işlemleri yapabilmesine izin verilmektedir. Son işlem türünde ise, yerleşikler arasında döviz cinsinden borç alacak verecek gibi finansal alışverişlere izin verilmektedir (Akyüz, 1993: 27).

Ülkede yerleşik konumda olanların yabancı varlıklar elde etmelerini sağlayan dış finansal serbestlik düzenlemeleri, serbestleşmenin en sert yüzü olarak görülmektedir.

Örneğin, ekonomik kriz dönemlerinde ülkede yerleşik konumda olanlar, sahip oldukları sermaye birikimlerinin değer kaybına uğramasından endişe etmektedir. Dolayısıyla birikimlerini kriz ortamındaki yurtiçi finansal piyasalara aktarmak yerine, yabancı finansal varlıklara yönelmesi bireysel getirileri korusa da, var olan ekonomik krizi daha da derinleştirmektedir (Ghosh, 2005: 3).

Uluslararası finansal piyasalar ile entegre olunmasını hedefleyen dış finansal serbestleşme düzenlemelerine göre, döviz kurlarının belirlenmesi tamamen piyasadaki serbest koşullara bırakılıp, devlet müdahalesinden uzak bir konumda tutulmalıdır. Bunlara ek olarak, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden önce kamu ve para piyasası arasındaki dengenin sağlanmış olması da daha sağlıklı sonuçlar ortaya çıkarmaktadır (Williamson ve Mahar, 2002: 10).

Neo-klasik görüşlere ve dış finansal serbestliğin gerekliliğini savunanlara göre, ekonominin finansal sektörünün küreselleşmesiyle birlikte sermaye zengini olan gelişmiş ekonomilerden sermaye eksikliği olan ülkelere doğru sermaye akışı gerçekleşmektedir. Bu sermaye akışı sayesinde sermaye eksikliği çeken ülkelerin kalkınmaları için ihtiyaç duyduğu fakat oldukça yetersiz olan tasarruflarına ek bir kaynak oluşmaktadır. Sonuç olarak sermaye maliyetinde meydana gelen bu azalışla birlikte yatırım oranlarında artışlar yaşanarak ekonomik büyümede artış sağlanmış olmaktadır (Naveed ve Mahmood, 2016: 68-69).

Dış finansal serbestleşmenin üzerindeki olumlu neo-klasik görüşleri eleştirenlere göre finansal piyasaların tasarruf oranları ve yatırım oranlarından bağımsız bir şekilde hareket etmesi ve finansal pazarların etkin bir şekilde çalışmaması günümüzdeki piyasalar için daha geçerli bir durumdur. Ek olarak gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere doğru hareket eden sermayenin miktarı arttıkça bu ülkeler arasındaki yatırımlardan elde edilen getiriler, birbirleriyle yakınlaşma eğilimi göstermemektedir. Eleştirilen diğer bir durum ise bazı gelişmekte olan ülkelerin uluslararası alanda yapmış oldukları aşırı borçlanmaya ek olarak kamu açıklarında artış yaşanması nedeniyle faiz yükü oldukça ağırlaşabilmektedir. Bu ortamdaki ekonomilerde yabancı sermaye hareketlerinin oluşturmuş olduğu borç yükü, faiz oranları üzerinde yükseltici bir

baskının oluşmasına neden olmaktadır. Oluşan bu kısır döngü neticesinde faiz oranlarında meydana gelen yükselişler, kamunun tasarruf oranlarını azaltıcı bir etkide bulunarak ortalama tasarruf oranlarının faiz oranlarındaki değişimlere karşı duyarsız bir konuma sokulmasına neden olmaktadır. Buna benzer olarak yabancı sermaye akımlarının spekülâtif nitelik taşıması, bu sermayenin gelişmekte olan ülkeler tarafından hedeflenen reel yatırımlara dönüşmesi yerine uluslararası sermayenin kısa vadeli kazanç elde etme etrafında şekillenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla yabancı sermayenin yatırımlardan elde ettiği getirilerde herhangi bir azalma gerçekleşmemektedir. Buna paralel olarak yükselen faiz oranları yatırım oranlarını olumsuz etkileyerek, gelişmekte olan ülkelerin reel yatırım kararlarında önemli bir politika aracı olan faiz oranlarının etkisizleşmesine neden olmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2001: 215-216).

## **2. FİNANSAL SERBESTLEŞME İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR**

Gelişmekte olan ülkelerde kamu otoriteleri aracılığıyla yürütülen mali baskıya çözüm olarak önerilen finansal serbestleşme politikalarının enflasyon oranları, faiz oranları, büyüme oranları gibi birçok temel makroekonomik değişkenler üzerinde etkileri bulunmaktadır. Bu etkiler konusunda literatürde farklı teorik temellere dayanan yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan öne çıkanlar ise McKinnon-Shaw teoremi, Yeni Keynesyen yaklaşım ve Yapısalcı yaklaşımdır (Eser, 1993: 83).

### **2.1. McKinnon-Shaw Teoremi**

1970'li yılların başına kadarki iktisat teorilerine göre; var olan gelir ve ikame etkilerinden dolayı tasarruf oranları ve faiz oranları arasındaki ilişki belirsiz olarak gösterilmekteydi. Faiz oranları ile yatırım oranları arasında ise zıt yönlü mutlak bir ilişkinin var olduğu görüşü geçerli olmaktadır. 1973 yılında gelindiğinde ise Ronald McKinnon ve Edward Shaw, geçerli olan görüşler neticesinde GOÜ piyasalarının baskı unsuru altında tasarruf oranlarını düşürmesinin, kaynak dağılımında bozulmalara sebebiyet verdiklerini ifade etmişlerdir. Buradan hareketle bütünsel bir yapıya sahip olduğu iddia edilen piyasaların aslında bütünsel olmadığı ve aracı finansal kurumların yüklenilen misyonları gerçekleştiremediklerini ileri sürmüşlerdir. Bu bulgularla beraber o döneme kadar hakim olan temel iktisadi teorilere karşıt bir görüş olarak, faiz oranları

ile yatırım oranları arasında zıt yönlü mutlak bir ilişkinin bulunmadığı kanısına varmışlardır (Doğru, Coşkun ve Değirmen, 2017: 270).

Eleştirel bir yaklaşım öne süren McKinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkeler, düşük faizli kredilerin öncelikli olarak belirlenmiş sektörlerle verilmesi, kambiyo ve faiz kontrolleri, oldukça yüksek tutulan zorunlu karşılık oranları gibi finansal baskı unsurlarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki bu finansal baskı unsurlarının ortadan kaldırılıp, finansal serbestleşme uygulamalarına geçilmesi ekonomik açıdan olumlu etkilenmelerini sağlamaktadır. Finansal serbestleşme ile birlikte tasarruf oranları ve ödünç verilebilir fon oranlarında yaşanan artışlar, yatırım oranlarında yükselişe sebep olurken tüm bunlara paralel olarak ekonomik büyümede de artış yaşanmaktadır. McKinnon'ın kanal etkisi olarak isimlendirdiği, faiz oranlarında yaşanan artışların finansal araçlar yoluyla artan tasarruflara paralel olarak yatırımları arttırması durumu buna örnek olarak gösterilmektedir. McKinnon'ın belirttiği reel faiz oranlarında yaşanan artışların yatırım talebini düşürmesi her ne kadar doğru olsa da, yatırım fonlarının arzındaki artış bu fonlara olan erişimi kolaylaştırmaktadır. Daha fazla ulaşılabilir olan bu yatırım fonları sebebiyle yatırım oranlarında da artış yaşanmaktadır. Dolayısıyla yatırım oranları ile reel faiz oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmaktadır (Asante, 2000: 4). Öne sürmüş oldukları bu teorilerini temellendirdikleri ödünç verilebilir fonlar teorisine göre de, mevcut ekonomideki kredi arzını arttıran bu ekonomik büyüme sürecinin, tam istihdam düzeyine ulaşana kadar herhangi bir enflasyonist etkisi de bulunmamaktadır (Öçal ve Çolak, 1999: 275).

McKinnon ve Shaw'ın bu teorik yaklaşımı, günümüze kadarki süreç içerisinde nadir durumlar dışında beklentinin oldukça uzağında kalmıştır. Finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte faiz oranlarında yaşanan artışlar, beklenildiği gibi tasarruf ve yatırım oranlarını etkilemede başarılı olamamıştır. Bu duruma ek olarak ülkenin dış ve iç borç stoklarında ciddi artışlara sebebiyet vermiştir. Uluslararası finansal piyasalara erişim imkanı olan büyük kurumlar uygun krediler alabilirken, bu tür piyasalara erişim imkanı bulunmayan küçük işletmeler ise yurtiçi finansal piyasalardan oldukça yüksek maliyetlerle kredi ihtiyacını karşılama yoluna gitmiştir. Bu durumun doğal bir sonucu

olarak işletmelerin borç yükü giderek artmıştır. Artan borç yükünün ekonomiye yaptığı olumsuz etkiler, hükümetlerin finansal piyasalara müdahalede bulunmasıyla sonuçlanmıştır (Esen, 1998: 25).

## **2.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım**

McKinnon ve Shaw'ın öne sürdükleri teorilerine eleştirel bir yaklaşım olarak ortaya çıkan Yeni Keynesyen yaklaşımında temel olarak sunulan düşünce geliştirmekte olan ülkeler için uygulanan finansal serbestleşme uygulamalarının bu ülkelerdeki ekonomik büyümeyi yavaşlatıcı bir etkiye sahip olacağı yönündedir. McKinnon ve Shaw'ın teorileri için dayanak oluşturduğu ödünç verilebilir fonlar teorisinde ekonomide tam istihdam şartı varken, Yeni Keynesyen yaklaşım bu durumu sorgulamaktadır. Buna göre genel ekonomik yapı mevcut koşullarda eksik istihdam olduğundan, bu teori beklentileri karşılayamayacaktır. Ek olarak geliştirmekte olan ülkelerde mevcut olan finansal yapı sorunları, finansal serbestleşmeden beklenen olumlu etkilerin gerçekleşmesi yolunda ciddi bir sorun haline gelmektedir. Finansal serbestleşmeyle birlikte dışa açılan ekonomilerin ortak bir sonucu olarak artan faiz oranları, kredilerin geri ödenmeme riskinin de artmasına neden olmaktadır. Artan risklerin finansal kriz ihtimalini de beraberinde arttırması ekonominin genelinde olumsuz etkilerin yaşanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla Yeni Keynesyen görüşe göre finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte artan faiz oranlarının geliştirmekte olan ülkeler adına ekonomik büyümeyi arttırıcı bir etkisinin olduğu görüşü, olumlu sonuçlar veren bir argüman olmamaktadır (Atamtürk, 2007: 78).

McKinnon ve Shaw'ın görüşlerinde önemli bir dayanak olan finansal baskı kavramı, Yeni Keynesyenler tarafında daha farklı bir şekilde ele alınmıştır. Yeni Keynesyenlerin yaklaşımına göre, geliştirmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerini arttırmaları adına gerekli olan yatırımlar finanse edilmelidir. Bunun için ihtiyaç duyulan özel tasarrufların eksikliği, bütünüyle finansal baskı unsurlarına dayandırılmamalıdır. Geliştirmekte olan ülkelerde bulunan finansal baskı unsurlarına ek olarak bu ülkelerin finansal piyasaları da tam anlamıyla gelişmemiştir. Özellikle kredi temelli olan finansal sistemin daha fazla gelişmiş olması, ihtiyaç duyulan fonların büyük bankalar veya

devlet kanalıyla teminine yol açmaktadır. Bu tür finansal sistemin ağırlıklı olduğu ekonomilerdeki para otoriteleri için en uygun ortam istikrarlı bir finansal sistem altında istikrarlı faiz oranlarının bulunmasıdır. Ancak enflasyon oranlarının artmasıyla birlikte negatif olarak ayrılan reel faiz oranları, finansal baskı unsurlarını ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla Yeni Keynesyen yaklaşımına göre, finansal sistemin istikrarlı bir yapıya kavuşması adına devletin yönlendirici olarak piyasalara müdahalede bulunması gerekmektedir (Eser, 1996: 26).

### **2.3. Yapısalci Yaklaşım**

McKinnon ve Shaw'ın teorilerini eleştiren diğer yaklaşım olan yapısalci yaklaşıma göre, desteklenen finansal serbestleşme uygulamalarının hedeflediği gibi ekonomik büyümeyi arttırmak yerine, büyümeyi yavaşlatarak, enflasyon oranlarını yükselteceğini ileri sürmüşlerdir. Lance Taylor'ın liderlik ettiği yapısalci yaklaşım, faizlerin neden oldukları maliyetlerin, işletmelerin tutmuş oldukları sermaye maliyetlerine eklenmesi gerektiğini belirtir. Faizlerin maliyet olarak eklenmesine paralel olarak, faiz oranları arttıkça üretim maliyetlerinde de artış gözlenecektir. Üretim maliyetlerinde yaşanan bu artış, fiyatlara da ekleneceğinden, finansal serbestleşmeyle birlikte artan faiz oranları fiyatlar genel seviyesinin yükselmesine sebep olmaktadır (Karaaba, 2006: 44).

Finansal serbestleşme uygulamalarıyla dışa açılan gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki yükselen faiz oranları, sermayenin maliyetini arttırmaktadır. Bununla birlikte enflasyon oranlarında yaşanan artışlar, reel ücretlerde de düşüşe neden olmaktadır. Bu duruma genel olarak bakıldığında toplam talebi azaltıcı etkilerde bulunacak olan bu faktörlerin, ekonomik büyüme adına da aynı şekilde olumsuz bir etkisinin olması beklenilmektedir. Dolayısıyla yapısalci yaklaşıma göre talep bazında beliren deflasyonist etkinin arz bazındaki enflasyonist etkiden büyük oluşu, ekonomik büyüme oranlarında negatif etkilere sebebiyet vermektedir (Özer, 2006: 26).

Yapısalci yaklaşıma göre ekonomideki sahip olunan kaynaklar, tam anlamıyla örgütlenememiş finansal piyasalardan bankalara doğru aktarılmaktadır. Bu duruma ek olarak bankaların elinde bulundurduğu fonlara oranla zorunlu karşılık bırakmak



durumunda olmaları da finansal serbestleşme ile birlikte vadedilen kredi arzı bolluğunun oluşmasını engellemektedir. Buradan hareketle yapısalcı yaklaşımda, faiz oranlarının arttırılmasıyla birlikte ekonominin genel anlamda olumsuz etkileneceği sonucuna varılmaktadır (Cho, 1990: 478).

### **3. FİNANSAL SERBESTLEŞMENİN TÜRKİYE’DEKİ TARİHSEL GELİŞİMİ**

1970’li yılların sonlarına doğru birçok ülkede ciddi boyutlarda yaşanan ekonomik krizler, o döneme kadarki ekonomi politikaların sorgulanmasına neden olmuştur. Oluşan ekonomik krizlerin nedenlerine dair sunulan görüşler, devletin ekonominin işleyişine oldukça fazla bir şekilde müdahalede bulunması etrafında şekillenmiştir. Bu argümana paralel olarak gelişmiş ülkelerin uyguladıkları liberal ekonomik politikalara, ekonomik krizden çıkış misyonu yüklenmiştir. Gelişmiş ülkelerde pozitif sonuç veren bu uygulamaların, ekonomik kriz içerisinde olan gelişmekte olan ülkeler açısından da etkili bir çözüm olacağı düşünülmüştür. Bu liberal politikalara göre devletin ekonomiye olan müdahalesi en aza indirgenerek, serbestleşmenin tabanı mal ve hizmet piyasalarına kadar yayılmalıdır. Serbestleşmeyi engelleyen veya kısıtlayan her türlü düzenlemeler kaldırılmalıdır. Gidiş haritası bu şekilde olan liberal politikaların Türkiye tarafından uygulanmaya başlanması ise 24 Ocak 1980 tarihinde alınan ekonomik istikrar tedbirleri aracılığı ile olmuştur (Gündoğdu, 2014: 39-40).

24 Ocak kararları diye de isimlendirilen bu tedbirler kısa vadede yüksek enflasyon oranları gibi temel makroekonomik sorunlara yönelirken, uzun vadede ise ekonominin yapısını değiştirecek reformlar içermektedir. Bu hedefler odağında 1980 yılına kadar uygulanan ithal ikameci sanayileşme stratejisinden vazgeçilip, ihracata dayalı üretim stratejisine geçilmiştir. Oldukça liberal bir yapısı olan yeni stratejiyle birlikte ithal mallara uygulanan bazı kısıtlamalar kaldırılmış ve sabit döviz kuru sisteminden vazgeçilip esnek döviz kuru sistemine geçilmiştir. Ayrıca para piyasalarındaki faiz oranları da serbestleştirilerek, Türkiye ekonomisindeki finansal serbestleşme sürecinin başlatılması sağlanılmıştır (Mangır, 2006: 463).

24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programı, faiz uygulamaları ile ilgili olarak yeni düzenlemeler içermektedir. Öncelikle kredi faiz oranları ve vadeli tasarruf mevduatı faiz oranlarının devlet müdahalesinden arındırılmış bir şekilde piyasalarca serbestçe belirlenmesi sağlanılmıştır. Bu uygulamadaki temel amaç, serbest bırakılan faiz oranları ile bankaların birbirleriyle rekabet halinde olunmasının istenilmesidir. Artan rekabete paralel olarak yükselen reel faiz oranları, yurtiçi tasarruf oranlarını da beraberinde yükseltmiştir. Ekonomiye finansal derinlik kazandıracığı düşünülen bu düzenlemelerle birlikte 1980 yılına kadar negatif olan reel faiz oranları, hedeflendiği gibi pozitif değerler almış ve tasarruf oranlarında ciddi artışlar yaşanmıştır (Yülek, 1998: 11). Ancak alınan bu kararlar, zamanla büyük bankaların kendi aralarında anlaşıp, faiz oranlarını belirledikleri bir sınırdaki tutmalarına neden olmuştur. Büyük bankaların yapmış oldukları bu anlaşmayla birlikte serbest piyasada bankaların verdiği faiz oranından daha yüksek olan yeni bir faiz oranı oluşmuştur. Bankerlerin sunduğu görece yüksek olan bu faiz oranları ile birlikte büyük bankaların rekabet gücü zamanla düşmüştür. Ayrıca bankalar ve bankerlerin uygulamış oldukları bu ikili faiz yapısı, yurtiçi tasarrufların bankacılık sisteminden başka alanlara kaymasına neden olmuştur (Akdoğan, 2012: 194).

Bankerler, denetimden yoksun bir şekilde topladıkları mevduatların faiz ödemelerini, faiz oranlarını yükselterek elde ettikleri yeni mevduat girişleriyle karşılamaktaydı. Dolayısıyla zincirin bozulmaması adına devamlı nakit girişine ihtiyaç duyan bankerler, girişlerin aksamasından kısa bir süre sonra ödeme yapamaz hale gelmişlerdir. İflas etmeye başlayan küçük bankerlerin ardından piyasanın en büyüklerinden olan “Banker Kastelli”, 1982 yılının Haziran ayında iflasını açıklamıştır (Kale, 2017: 15). Yaklaşık 2,5 milyon tasarruf sahibinin 400 milyar lirayı aşkın tasarrufunun aracılık edildiği bankerlerde yaşanan sıralı iflaslar, oluşan panik havasını ekonominin geneline yaymıştır. 1980 kararlarıyla birlikte yükselen bankercilik, 2 yıl gibi çok kısa bir süre içerisinde 250’den fazla kuruluşun iflası ile ömrünü tamamlamıştır (Parasız, 2002: 342). Yaşanan bu krizle birlikte faiz oranlarının piyasada serbestçe belirlenmesi engellenerek, faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB’ye verilmiştir (Delice, 2005: 36). Bu yetki 1988 yılına kadar TCMB’de iken, 1988’de tekrardan

serbestleştirilerek faiz oranlarının belirlenmesi piyasa koşullarına bırakılmıştır (Yülek, 1998: 16).

Kambiyo rejimini serbestleştirme kısmında ise 1984 yılının Temmuz ayında çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu önemli bir yer edinmektedir. Bu kanunun 30 sayılı kararı ile Türkiye’de yerleşik konumda olanların döviz sahibi olmalarının önündeki engeller kaldırılmıştır. Döviz transferi ve tahsis işlemleri ise bankalara bırakılarak, bankaların sahip olduğu döviz varlıklarının serbest bir şekilde kullanılmasına ve yurtdışı bankalarda döviz bulundurmalarına onay verilmiştir. Merkez Bankası’na ise Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değer tespit yetkisi verilmiştir. 1989 yılına gelindiğinde ise aynı kanunun 32 sayılı kararı neticesinde finans kesiminin yurtdışına açılabilmesi adına yapılan serbestleşme çalışmaları doğrultusunda tam konvertibiliteye geçilmiştir. Yerli yatırımcının uluslararası piyasalarda işlemler yapmasına olanak sağlayan bu yenilik, yatırımcının yatırım çeşitliliğini arttırmıştır. Uluslararası piyasalara entegre olunması konusunda atılan önemli bir adım olarak gösterilen bu karar, bankaların döviz işlemleri konusunda ciddi gelişmeler kaydetmesini sağlamıştır (Çakar, 2003: 6-7).

1989 yılı itibariyle alınan bu kararlar ile Türkiye, sermaye hareketlerini bütünüyle serbestleştirmiştir. Bu doğrultuda uluslararası sermaye hareketlerinin denetiminin kaldırılması, yurtiçi finans piyasalarının kısa vadeli yabancı sermayenin spekülatif atakları karşısında savunmasız kalmasına neden olmuştur. Ayrıca uluslararası piyasalarda birbirlerine bağımlı konuma gelen faiz oranları ile döviz kuru, Merkez Bankası’nın bu iki politika aracını birbirlerinden bağımsız bir şekilde kullanamamasına yol açmıştır (Yeldan, 2006: 135).

Türkiye ekonomisi bu süreç dahilinde özellikle, tam konvertibiliteye ulaştıktan sonra uluslararası yabancı sermayenin menfaatleri doğrultusuna hareket eder hale gelmiştir. Zamanla da sıcak para girişlerine bağımlı bir yapıya bürünmesine neden olmuştur. Denetimden yoksun bırakılan uluslararası yabancı sermaye hareketleri, süreç içerisinde yaşanan finansal istikrarsızlık unsurların kaynağı olmuştur. Ekonominin

dengeli büyümesi adına başlatılan bu süreç, misyonuna zıt bir şekilde dengeli büyümenin karşısındaki en büyük engel konumuna gelmiştir (Yeldan, 2006: 128).

#### **4. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMLANMASI**

Ekonomik anlamda kalkınmayı amaç edinen ülkeler, gerçek anlamda başarılı bir sonuç elde etmek adına bu kalkınma hareketinin devamlılığını da sağlayabilmelidirler. Bu amaç doğrultusunda en çok ihtiyaç duyulan kaynak ise sermaye olmaktadır. İç kaynaklarının yetersizliği nedeniyle istenilen oranda sermaye birikimine sahip olamayan ülkeler, bu sermaye açıklarını dış kaynaklardan gelecek yabancı sermaye aracılığı ile kapatma yoluna başvurumaktadırlar. Bu duruma ek olarak sermaye sahipleri de oluşturdukları finansal birikimlerini arttırabilecek şekilde daha yüksek kar elde edebileceği ülkelere giderek, toplam gelirlerini arttırma isteğindedirler. Yabancı sermayenin kalkınma üzerindeki katkısının görülmesi üzerine gelişmekte olan ülkeler, ihtiyaç duyulan sermayeyi ülkelerine çekebilmek için gerekli olan cezbedici zemini oluşturmaya çalışmaktadırlar (Pamuk, 2006: 1)

Ülke sakinlerinin diğer ülkelerle yaptıkları kısa veya uzun vadeli yatırım işlemleri ve sağladıkları kredi akışı olarak tanımlanabilecek yabancı sermaye hareketleri, kısa ve uzun vadeli olarak ikiye ayrılmaktadır. Kısa vadeli olarak adlandırılan sermaye hareketleri, ülkelerin sahip olduğu görece faiz farklılıklarından ve döviz kurunda yaşanan değişimler aracılığıyla oluşan arbitraj imkanlarından faydalanmak amacıyla bir yıldan kısa vadesi olan sermaye hareketleridir. Uzun süreli olarak adlandırılan sermaye hareketleri ise bir ülkeden başka bir ülkeye bir yıldan uzun süreli kredi alınması veya verilmesi, özel veya resmi kuruluşların aracılığıyla fabrika kurulması, hisse senedi alımı, ortak firma tesisi ve tahvil alım satımı yapılmasını kapsamaktadır (Dinler, 2000: 448) .

Küreselleşen dünyada gelişmiş ülkelerle rekabetin oldukça zorladığı gelişmekte olan ülkeler bir takım ekonomik sorunlarla baş başa kalmaktadırlar. Özellikle finansal dış şokların etkisini azaltmak ve sürekli var olan tasarruf açıklarını finanse etmek amacıyla dış borç alma yolu yerine, yabancı sermayeyi ülkeye çekmek adına teşvik

edici politikalar uygulamaya konulmaktadır (Reinhart, Calvo ve Leiderman, 1993: 109). Uygulanan bu politikalar neticesinde ÷lkeye gelen yabancı sermaye genellikle kısa vadeli bir yapıya sahip olmaktadır. Kısa vadeli olarak gelen bu sermaye yatırımları iç ve dış konjonktürlerden oldukça etkilendiğinden, oldukça değışken olabilmektedir. Bu yüzden ÷lkenin döviz kuru, enflasyon, büyüme ve likidite dinamiklerini ciddi oranlarda etkileyebilmektedir. Özellikle sermayenin ÷lkeden çekildiğı dönemlerde, makroekonomik denge oldukça sarsılabilmektedir (Erataş ve Öztekin, 2010: 49).

Yaşanan bu sermaye hareketleri neticesinde fabrika kurulması, bina ve arazi alım satımı gibi taşınmazlar üzerine gerçekleşen türleri fiziki sermaye yatırımları olarak, hisse senedi, yabancı tahvil ve hazine bonusu alım satımı gibi türleri ise finansal fon yatırımı olarak iki ayrı türe ayırabilmek mümkündür. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından yayınlanmakta olan ödemeler dengesi istatistiklerine bakıldığında ise uluslararası sermaye hareketlerinin doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğere yatırımlar olarak üç gruba ayrıldığı gör÷lmektedir (İpek ve Karahan, 2013: 300).

## **5. ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİNİN SINIFLANDIRILMASI**

Uluslararası sermaye hareketleri kendi içinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımlar ve diğere yatırımlar olmak üzere üç ayrı başlık altında tanımlanmaktadır.

### **5.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları**

Herhangi bir ÷lkede, firma satın alınması, yeni kurulan firma için kuruluş sermayesini sağlama veya mevcut olan bir firmanın sermayesini arttırmak yolu ile diğere ÷lkelerde bulunan firmalarca yapılan, kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlara doğrudan yabancı sermaye yatırımı denilmektedir (Karlık, 2003: 486). Doğrudan yatırım, bir ÷lkede yerleşik kişilerin başka bir ÷lkede yerleşik şirkette sürekli bir pay elde ettiğı uluslararası yatırım kategorisine girmektedir. Dolayısıyla, yabancı yatırımcıların bir şirketteki hisse

senetlerinin yüzde on veya daha fazlasına sahip olduğu şirketler, doğrudan yatırım şirketleri olarak tanımlanmaktadır (IMF, 2012: 86).

Ayrıca, yurt dışında yerleşik konumdaki ekonomik birimlerin, yurtdışında yaptıkları sabit sermaye yatırımları ile yurt içindeki yerleşik konumda olan ekonomik birimlerin yurt dışında yaptıkları sabit sermaye yatırımlarının netleştirilmiş farkına da doğrudan yabancı sermaye yatırımı denilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye alıcısı konumdaki ülkenin ekonomik koşulları, yabancı yatırımcının kararını direkt olarak etkilemektedir. Dolayısıyla makroekonomik dengeleri sağlam, risk oranı daha az olan ülkeler bu durumlarına paralel olarak daha fazla yabancı yatırım çekebilmektedir (Kaya, 1998: 78).

Ülkeler arasında sürekli değişkenlik izleyen faiz oranları nedeniyle oluşan spekülasyon beklentiler yerine, kar beklentilerinin uzun döneme yayıldığı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çoğunlukla taşınmaz varlıklardan oluşmaktadır. Dolayısıyla doğrudan yabancı sermaye yatırımları, ülkede yaşanan herhangi bir ekonomik kriz durumunda kısa vadeli sermaye gibi ülkeden hızla çıkış yapamamaktadır (Fernandez-Arias ve Hausman, 2001: 36). Uzun vadeli getiriler dikkate alınarak yapılan bu yatırımların, uluslararası faiz oranlarındaki değişikliklere karşı duyarlılıkları da daha az olmaktadır. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların genellikle çok uluslu şirketler tarafından gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleştirilmesi, bu ülkelerin üretim seviyelerini ve istihdamı arttırarak, milli gelirlerini arttırıcı etkilerde bulunmaktadır (Sümer, 2009: 16).

## **5.2. Portföy Yatırımları**

Doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıkların dışında kalan, borç ve hisse senedi şeklindeki menkul kıymetleri içeren uluslararası işlem ve pozisyonlara portföy yatırımı adı verilmektedir. Portföy yatırımlarının en belirgin özelliği devredilebilir özellikte olmasıdır. Bu durum yatırıma konu olan varlıkların alım satımını kolaylaştırarak, ekonomik anlamdan ömürleri yettiği sürece birçok farklı kurumsal birimlerin mülkiyetinde olmasına imkan sağlamaktadır. Devredilebilirlik özelliği, aynı zamanda

yatırımcıların sahip oldukları portföylerini farklı getiri veya riske sahip portföylerle birlikte çeşitlendirmesini ve isteği doğrultusunda bu portföyleri elinden çıkarabilmesini sağlamaktadır (IMF, 2009: 110).

Portföy yatırımları; ödemeler dengesi sermaye hareketlerinde varlıklar ve yükümlülükler olarak iki ayrı gruba ayrılmaktadır. Varlıklar grubunda, yurt içindeki yerleşiklerin dış piyasalardan yaptıkları menkul kıymet alım ve satımları yer almaktadır. Varlıkların negatif bakiye vermesi durumunda, dış piyasalardan yapılan alım işlemlerinin, satım işlemlerine oranla daha fazla olduğu anlaşılmaktadır. Ters bir durum olan dış piyasalara yapılan satım işlemlerinin, dış piyasalardan yapılan alım işlemlerine göre fazla olması ise varlıkların pozitif bakiye vermesine neden olmaktadır. Yükümlülükler grubunda ise tıpkı varlıklar grubunda olduğu gibi ikiye ayrılmaktadır. Bunlardan ilki kamu sektörünün, bankalar ve diğer kurumların tahvil ihraç etmek yoluyla yapmış oldukları borç miktarlarıdır. İkincisi ise yurt dışı yerleşiklerinin, yurt içi piyasalarında yaptıkları menkul kıymetler alım-satım işlemleri olmaktadır (Kar ve Kara, 2002: 56).

Portföy yatırımında bulunanlar, şirket yönetimine katılmayarak yalnızca finansal sermaye sağlamaktadır. Bunun en önemli nedeni yaptıkları yatırımın kısa dönemli nitelik taşımasıdır. Portföy yatırımcıların genel amacı, yerel yatırımların sağladıkları sermaye kazançları ve temettü getirilerinden pay almaktır. Bu amaç doğrultusunda ellerinde fon bulunan portföy yatırımcıları, bunlarla yerli veya yabancı menkul kıymet alımı yaparak sahip oldukları yatırım araçlarını çeşitlendirme yoluna gitmektedirler. Portföy yatırımcıları, bu şekilde sahip olduğu geliri maksimize ederek sahip olduğu tüm fonlarını tek bir menkul kıymete bağlamanın verdiği yüksek riskten kaçınmak istemektedirler. Bu duruma paralel olarak genel amacı karını maksimize etmek olan yatırımcılar için yüksek faiz oranları ve döviz kurunun istikrarlı bir düzeyde olması oldukça önemli olmaktadır. Ters bir durum olan, yatırımında bulunulan ülkede yaşanan herhangi bir istikrarsızlık durumunda artan belirsizlik yatırımcının aniden ülkeden çıkmasına neden olabilmektedir. Likiditesi yüksek olan portföy yatırımlarının bu ani çıkışları ülke ekonomisini olumsuz etkileyebilmektedir (Sümer, 2009: 4-5). Bu tür yatırımlar ülke ekonomisinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve

cari işlemler dengesinin bozulması gibi negatif etkiler yaratabilmektedir (Ayvaz, Baldemir ve Ürüt, 2006: 178).

### **5.3. Diğer Yatırımlar**

Portföy yatırımı, doğrudan yatırım ve rezerv varlıkları haricindeki bütün finansal işlemleri içinde barındıran yatırım türüne diğer yatırımlar adı verilmektedir (IMF, 2012: 95). Diğer yatırımların içinde portföy yatırımları arasında yer almayan, vadesi bir yıldan fazla olan yurtiçi borçlanmalarını, borç verme ve bunların geri ödenmesini içermekte olan sermaye hareketlerine ise de diğer uzun vadeli sermaye hareketleri denilmektedir (Chuhan, Perez-Quiros ve Popper, 1996: 4).

Portföy yatırımlarında takip edilemeyen diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıldan fazla olan yurt içi borçlanma ve geri ödemelerini içermektedir. Ayrıca kamu kesimince talep edilen kredilerin kullanımları ve dış piyasalardan toplanan diğer orta-uzun vadeli kredileri de kapsamaktadır. Bu tür sermaye hareketleri kamu ve özel sektörün, bankaların, uluslararası finans kuruluşları ve yabancı devletler aracılığıyla elde ettikleri kredileri ifade etmektedir. Oluşan bu fonların kaynağını ise IMF, Dünya Bankası, çeşitli yatırım bankaları ve diğer bankaların kendi aralarında oluşturmuş oldukları konsorsiyumlar oluşturmaktadır. Bu fonların kullanım alanları genel olarak proje odaklı ve makroekonomik dengeleri sağlamak amaçlı olduğu için potansiyel olarak oldukça verimli olabilmektedir. Ayrıca vadesi uzun nitelikte olduğundan, ani sermaye çıkışı gibi istikrarsızlık oluşturan durumları yaratma olasılığı çok daha az olmaktadır (Kar ve Kara, 2002: 55).



## İKİNCİ BÖLÜM

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ KAVRAMI

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle kısa vadeli sermaye hareketleri tanımlanarak, etkilendiği faktörlere değinilmiştir. Ardından kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan yaklaşımlar incelenerek, etkileşime girdiği temel makroekonomik değişkenler hakkında bilgi verilmiştir. İkinci kısmı oluşturan faiz kavramında ise faizin tarihsel süreci çerçevesinde oluşan tanımlamalarının yapılmasıyla başlanıp, uygulama farklılıkları nedeniyle birçok çeşide ayrılan faiz türlerinin açıklanmasıyla devam etmiştir. Son olarak ise faizi etkileyen faktörlere değinilerek üçüncü bölüme geçilmiştir.

#### 1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMLANMASI VE OLUŞUMUNU ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Vadesi bir yıla kadar uzanabilen, genellikle özel ve resmi nitelikte olmasına rağmen daha çok özel nitelikte görülen uluslararası sermaye hareketlerine kısa vadeli sermaye hareketleri denilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerine konu olan yatırımların süresi daha çok 30,60 veya 90 gün olmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri uluslararası faiz oranlarının farklılıkları ve arbitraj imkanlarından faydalanmak amacıyla yapılabileceği gibi ihracat kredileri gibi dış ticareti finanse etmeye yönelikte olabilmektedir. Günümüzde kısa vadeli sermaye hareketlerinin daha çok yüksek faiz oranlarından ve beklenen kur değişimlerinden yararlanma odağında olduğu görülmektedir (Seyidoğlu, 2017: 360). Bu türdeki sermaye hareketlerini kendilerine çekmek isteyen ülkeler, yüksek faiz, düşük döviz kuru politikasına paralel olarak spekülatif arbitraj imkanları yaratarak, daha fazla kısa vadeli yabancı sermaye girişi sağlayabilmektedirler (Kıran, 2007: 271).

Uluslararası faiz oranları karşısında çok duyarlı olan kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, bu doğrultuda kırılğan bir yapıya bürünmektedir. Ülkeye kazandırılan bu tür sermayeler, başlangıçta refah arttırıcı bir rol üstlense de, ülke ekonomisinde yaşanan dalgalanmalara bağlı değişken bir seyir izlemektedir. Sahip oldukları dövizleri bozdurarak yatırım yapılacak ülkenin para cinsine geçiren fon sahipleri, daha karlı veya daha az riskli başka bir ülke bulduklarında bu yatırımlarını

tekrardan dövize çevirip, buldukları ülkeyi aniden terk edebilmektedir. Bunun dışında herhangi bir olumsuz dalgalanmaya bağlı olarak da ülkeden ani çıkışlar yapabilmektedir. Bu gibi spekülâtif eylemler içerisinde olan sermaye sahipleri, ülke ekonomisinin olumsuz bir duruma sürükleyebilmektedirler. Özellikle ülkedeki reel faizlerin düşük olduğu ve döviz kurunun yükselişe geçtiği zamanlarda gerçekleşen bu ani sermaye çıkışları, olumsuz etkilerin daha da derinleşmesine neden olabilmektedir. Bu olumsuz sonuçlar beraberinde cari işlemler dengesinin bozulmasına ve finansal kriz zemininin oluşmasına yardımcı olmaktadır (Sümer, 2009: 6-7).

Tıpkı yüksek faiz oranları gibi ülkedeki ekonomik ve siyasi istikrar da kısa vadeli sermaye hareketleri için cezbedici bir unsur olmaktadır. Fakat istikrar her ne kadar bu tür yatırımlar için çekici bir unsur olsa da, kısa vadeli yabancı sermayeler tek başına istikrarsızlıklara da yol açabilmektedir. Bunun temel nedeni, ülkeye kazandırılan kısa vadeli yabancı sermayenin ülke içinde makroekonomik dengeleri oldukça hızlı bir şekilde etkileyebilmesidir. Örneğin ülkeye giren bu tür sermaye kısa dönemli olarak ciddi döviz birikimi sağlamaktadır. Bu durum ise ulusal paranın aşırı bir şekilde değer kazanmasına neden olarak, yurtdışında üretilen malların fiyatlarda paralel olarak artışa neden olmaktadır. Uluslararası piyasadaki rekabeti olumsuz etkileyen bu durum neticesinde ihracat oranlarında düşüş gerçekleşmektedir. Değer kaybeden yabancı para birimleri neticesinde ucuzlayan dış mallar ise ithalat oranlarını arttırarak, dış ticaret dengesinin olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla kısa vadeli yabancı sermaye imkanlarıyla sağlanan ekonomik büyüme, cari işlemler açığının büyümesine katkıda bulunarak, dışa bağımlı ve yapay bir görünüm sergilemektedir (Yeldan, 2006: 23).

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye yetersizliğinin ekonomik büyümenin önündeki başlıca engel olması, ekonomik büyüme için gerekli kaynakların finanse edilmesi amacıyla kısa vadeli yabancı sermayeyi cazip bir konuma sokmaktadır. Ulusal sermayeye ek olan bu kaynakların ekonomik büyümeye olan etkisi üretim ve tüketim etkisi bakımından farklılıklar içermektedir (Kurhan, 1995: 69). Ekonomide üretimi finanse eden kısa vadeli yabancı sermayeler, ekonominin istikrarlı bir şekilde büyümesi yolunda pozitif etkiye sahip olmaktadır. Tersine bir durum olarak, kısa vadeli

yabancı sermaye ülkedeki tüketimi finanse etme görevi görüyorsa, sermayenin ani çıkış senaryolarında yaşanabilecek olumsuz sonuçların derinliğini oldukça büyük olmaktadır. Dolayısıyla spekülatif karakterli kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye girişi, niteliği gibi kısa süreli bir zenginlik yaratmakta ve bu sermayenin çıkış süreci, mali ve reel sektörlere kadar sıçrayabilen ekonomik kriz ortamına zemin hazırlamaktadır (Eset, 1997: 76).

### **1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Belirleyen İçsel Faktörler**

Artan küreselleşme faaliyetleri, uluslararası sermayenin dolaşımını kısıtlayan korumacı politikaların giderek esnetilerek, zamanla kaldırılmasına neden olmuştur. Diğer yandan hızlanan özelleştirme faaliyetleri, gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye piyasalarının büyümesine yol açmıştır. Bunların yanında gelişmiş ekonomilerdeki düşük büyüme hızlarının getiri oranlarını azaltmasıyla, daha fazla kar elde etmek isteyen sermaye sahibi yabancı yatırımcılar, daha fazla getiri imkanı sunan yeni piyasalara doğru yönelmişlerdir (Yar, 2008: 8).

Yabancı sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerdeki iç koşulların belirlediği faktörlere içsel faktörler denilmektedir. Sermaye hareketlerini çeken faktörler olarak bilinen içsel faktörler, hükümetlerin uyguladıkları politikalar ile yakından ilişkili olmaktadır. Ülkeye yönelik yatırımların getirisinin yüksekliği, büyüme oranlarının artış göstermesi, ekonomik reformların gerçekleşmesi, enflasyon oranlarının düşmesi gibi makroekonomik göstergelerdeki pozitif etkiler, yabancı sermayenin bu gibi ülkelere yönelmesine neden olmaktadır. Bunların yanında yabancı sermayenin en dikkat ettiği içsel faktör ise ülkedeki finansal serbestleşmeye paralel olarak yabancı sermaye üzerindeki kontrollerdir. Denetim ne kadar az olursa yabancı sermaye için o kadar cezbedici bir ortam oluşmaktadır (İnandım, 2005: 16).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye girişini sağlayan iki temel içsel faktör bulunmaktadır. Bunların ilki ülkenin uyguladığı yapısal reform politikaları neticesinde temel makroekonomik dengelerin olumlu etkilenmesidir. Ekonomik büyüme oranlarını olumlu yönde etkileyen bu gibi gelişmeler, ülkenin uluslararası piyasalarda belirlenen kredi notunun yükselmesine neden olmaktadır. Bunların neticesinde gelişmekte olan

ülkelerdeki yüksek büyüme oranları, yabancı sermaye için oldukça cezbedici olmaktadır. Diğer temel içsel faktör ise izlenen sıkı para politikaları ve finansal piyasaların serbestleşmesidir. Özellikle piyasalarda serbest olarak belirlenen faiz oranlarındaki artışlar, yabancı sermaye hareketlerini yönlendiren oldukça önemli bir faktördür (Balseven, 2003: 112).

Sabit döviz kuru rejimini uygulayan gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye tarafından daha cazip görülmektedir. Çünkü sabit döviz kuru rejimi altında, döviz kurundaki dalgalanmalar kısa dönemli bile olsa bunun yükünü yatırımcı değil, resmi iradeler üstlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, yabancı sermaye adına sundukları bunlar gibi yüksek getiri imkanları ile birlikte hem yatırımcının hem de ülkenin ihtiyaçlarının karşılanması hedeflenmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelere yönelik büyük çaptaki sermaye girişlerinden sonra oldukça ısınan ekonomi, ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Bunun neticesinde artan cari açıklarla birlikte büyük çapta sermaye çıkışları meydana gelebilmektedir. Bunun en büyük sebebi olarak varlıklardaki getiri beklentisinin düşmesi ve akabinde yaşanan sürü psikolojisinin etkisi olarak gösterilmektedir (Lopez-Meija, 1999: 1-2).

## **1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Belirleyen Dışsal Faktörler**

Uluslararası sermayenin yatırım yapacağı ülkenin ekonomik koşullarında herhangi bir değişiklik olmamasına rağmen, diğer ülkelerde meydana gelen değişikliklere dışsal faktörler denilmektedir. Yabancı sermaye bu durumlarda koşullarında değişiklik olmayıp ekonomik olarak daha avantajlı konuma gelen ülkelere doğru yönelmektedir (Kaygusuz, 2014: 9).

Dışsal faktörler genellikle yabancı sermayenin kaynağı olan gelişmiş ülke ekonomilerinin dinamikleriyle ilişkili olmaktadır. Yabancı yatırımcıların yatırımlarını yapmadan önce global gelişmeleri, yatırım yapacağı ülkenin iç dinamiklerinde kıyasla daha fazla ön planda tutuyorsa, dışsal faktörlerin etkisinden söz edebilmek mümkündür. Yabancı yatırımcıların özellikle gelişmiş ülkelerdeki likidite fazlalığı, ekonomik durgunluk veya büyüme oranlarının düşüklüğü gibi faktörlere bağlı olarak yatırımlarını

sürdürmesi, dışsal faktörlerin yabancı sermaye üzerindeki etkisinin bir sonucu olmaktadır (Förster, Jorra ve Tillman, 2014: 2).

Gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermayenin amaçları, yapılan yatırımın çeşidine göre değişmektedir. Dışsal faktörlerin neden olduğu konjonktürel gelişmeler portföy yatırımlarını ve kısa vadeli yabancı sermayeyi daha çok etkilemektedir. Ülkeler arasındaki kar farklılıklarından yararlanmak isteyen bu yatırım çeşitleri döviz kuru ve faiz oranlarına karşı oldukça duyarlı olmaktadır (Yıldırım, 2008: 48).

Uluslararası sermayenin çıkış noktası olan gelişmiş ekonomilerde belirli periyotlarda yaşanan bazı koşullar nedeniyle ülke dışına çıkan sermayeler, bu koşullarda yaşanan düzelmelerle birlikte geri dönüş yapmaktadır. Örneğin, ABD'nin faiz oranlarının dalgalanmasına paralel olarak sermaye hareketleri de dalgalanmaktadır. Faiz oranındaki azalma sermayenin getirisini azaltacağından, yurtdışına çıkararak daha yüksek faiz oranlarında daha fazla getiri amacı güden sermayedarlar, ülke içindeki faiz oranlarının yükselmesiyle tekrardan geri dönmektedir. Bu gibi koşulların düzelmesine ek olarak, gelişmiş ekonomilerin gelişmiş ve etkin işleyen piyasaları, bu piyasaların yeni kurulduğu gelişmekte olan ülkelere kıyasla risk unsurunu oldukça düşürmektedir. Bu durumda sermaye hareketlerini etkileyen önemli bir dış faktör olarak görülmektedir. (İnandım, 2005: 20-21).

## **2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ AÇIKLAYAN YAKLAŞIMLAR**

1990'lı yıllardan itibaren uluslararası sermaye hareketleri yoğunluğunun giderek artmasıyla birlikte kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere bıraktığı tahribatın boyutu da artmıştır. Ortaya çıkan bu olumsuz sonuçlar, uluslararası sermaye hareketlerini destekleyen ve bu politikaların uygulanmasını önerenlerin serbestleşme kavramı üzerinde tekrar düşünmesine neden olmuştur. GOÜ'lerin yaşamış oldukları ekonomik sorunlar, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların korumacı bir hale bürünerek, ekonomik program uygulamaları başlatmasına neden olmuştur. Küresel çapta olan bu programlar, uygulanan ülkelerdeki mevcut istikrarsız ekonomik yapının

daha da bozulmasına yol açarak, gelir dağılımını olumsuz etkilediği görülmüştür. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan yaklaşımların teorik olarak incelenmesi, uluslararası sermaye hareketlerinin yapısının daha iyi kavranmasını sağlayacaktır (Tanören, 2009: 16)

### **2.1. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı**

Serbest piyasa koşullarının hakim olduğu piyasalarda girişimcilerinin hareketlerini yönlendiren temel etken kar elde etme güdüsüdür. Uluslararası veya ulusal piyasalarda bir ekonomik varlığın aynı anda birden farklı fiyatının oluşması, kar imkanlarının artmasına neden olmaktadır. Bu ekonomik varlığının fiyatının ucuz olduğu piyasalardan alınıp, daha pahalı olduğu piyasalara satılması neticesinde ortaya çıkan kar marjına arbitraj adı verilmektedir. Oluşan bu arbitraj mekanizmasının kısa vadeli mali piyasalara uygulanması ise faiz arbitrajı olarak adlandırılmaktadır (Seyidoğlu, 2017: 454).

1980'li yıllardan bu yana önemi giderek artan kısa vadeli sermaye hareketleri nedeniyle döviz kurlarında yaşanan hareketlilik, mal fiyatlarına kıyasla çok daha fazla olmaktadır. Bu ilişkinin neticesinde satın alma gücü paritesinin işlevselliğini yitirmesi, faiz haddi paritesinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu yaklaşım finansal piyasalar aracılığıyla faiz haddi ve döviz kurları arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır (Kılıçarslan, 2016: 10).

Döviz kurlarının belirlenmesi konusunda makro yapıyı temel almakta olan bu yaklaşım, analizine ödemeler bilançosunda bulunan sermaye hareketlerini de katmaktadır. Bu nedenle faizler, spot-forward döviz kurları ve spekülör beklentileri arasında bir bağlantı oluşturmaya çalışmaktadır. Yaklaşımına göre bu bağlantı nominal faiz oranları ile spot-vadeli döviz kurları arasında sağlanmaktadır. Yurtdışı finansal varlıklar ile yurtiçi finansal varlıklar arasında tam ikamenin sağlanması durumunda finansal varlıkların getirileri eşitlenmektedir. Bu eşitleme durumuna ise faiz haddi paritesi denilmektedir (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 175-176).

Bu yaklaşım güvenceli ve güvencesiz faiz haddi paritesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Döviz kurlarında oluşan ani şok dalgalarının sürpriz kayıplar

yaşatmaması adına, sonraki dönemlerde kazanılması planlanan döviz getirilerinin, vadeli döviz sözleşmeleri aracılığıyla cari dönem içerisinde satılması işlemine güvenceli faiz haddi paritesi denilmektedir (Gerber, 2014: 219-220). Güvenceli faiz haddi paritesinde, kıyaslanan iki ülke arasındaki faiz oranları farkı, vadeli-spot döviz kuru farkına eşit olmaktadır. Ülkeler arasında oluşan bu faiz farkı, ulusal paralarının prim ve iskonto oranlarını göstermektedir. Dolayısıyla fonların akışıyla doğru orantılı olarak faiz farklılıkları giderek eşitlenip, bu farklılıklardan kaynaklanan kar olanaklarının önüne geçilmektedir. Dolayısıyla uluslararası piyasalarda arbitraj odaklı yapılan yatırım imkanları kısıtlanmaktadır. Örneğin ülkedeki ulusal paranın iskonto oranı, yurtiçi faizlerinden düşükse yurtiçi yatırım yapmanın maliyeti, yurtdışına oranla daha düşüktür. Bu sebeple fonların yurtdışına çıkması fon arzını arttırmaktadır. Artan fon arzının faiz oranlarını düşürücü etkisi bulunduğundan, faiz farkı global piyasalardaki faiz oranı seviyelerine kadar inme eğilimi göstermektedir (Atış, 2008: 12)

Güvencesiz faiz haddi paritesi ise iki farklı para birim arasındaki faiz oranı farkının, döviz kurundaki beklenen değişmeye eşit olduğunu ifade etmektedir. Bu yaklaşıma göre yurtiçi faiz oranları, yurtdışı faiz oranlarına kıyasla yüksek ise ulusal paranın bu farklılık oranı kadar değer kaybetmesi gerekmektedir (Badurlar, 2009: 57). Yaklaşımın geçerli olabilmesi için yurtiçi ve yurtdışı yatırımların eşit riske sahip olduğu varsayılmaktadır. Yatırımcıların yurtiçine yapmış oldukları yatırımlardan beklentileri sabit iken, yurtdışı yatırımlarındaki beklentileri ise değişken olmaktadır. Bu değişkenliğin sebebi gelecekteki spot kurunun belirsizliğinden kaynaklanmaktadır. Yurtdışı finansal varlıkların getirileri, döviz kuru şoklarından etkilenmesi, yurtiçi finansal varlıkları daha güvenilir kılmaktadır. Yapılan çalışmalar ele alındığında güvenceli faiz haddi paritesi ampirik olarak desteklenirken, güvencesiz faiz haddi paritesi aynı desteği görememektedir. Bu durumun en önemli sebepleri olarak ise finansal piyasalara hükümetlerin müdahalelerde bulunması ve risk primi faktörünün varlığı gösterilmektedir (Uçan, 2013: 48).

## 2.2. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Branson ve Henderson (1985) tarafından geliştirilen portföy dengesi yaklaşımına göre, yabancı finansal varlıklar ile ulusal finansal varlıklar arasında tam ikamenin bulunmadığı varsayılmaktadır (Bailiu ve King, 2005: 5). Bu varsayımın yapılmasının altında yatan en önemli sebep ise risk faktörlerinin çeşitliliğidir. Varlıkların birbirlerinden farklı oranlarda risklere ve getirilere sahip olması yatırımcıların farklı hareket etmesine neden olmaktadır. Bazı yatırım sahipleri riskten kaçınarak daha az getirili fakat daha güvenceli fonlara, bazıları ise daha fazla getiri imkanı olan riskli fonlara yönelmektedir (Çağlar, 2003: 93).

Portföy dengesi yaklaşımı da bu risk farklılıklarına odaklanmaktadır. Yaklaşımın göre, bireylerin sahip olduğu fonların en uygun şekilde dağılımı, birçok alternatif yatırım arasındaki risk farklılıklarının ve getiri oranlarının bir fonksiyonu şeklinde olmaktadır (Plihon, 1995: 63).

Portföylerini oluşturmak isteyenler öz sermayelerinin dışında birçok makroekonomik değişkenleri dikkate almaktadır. Bunların arasında ulusal ve uluslararası faiz oranı farklılıkları, beklenen enflasyon oranı gibi makroekonomik değişkenler de bulunmaktadır. Bu gibi faktörlerin odağında belirlenen portföy dağılımları sonucunda ortaya çıkan denge, döviz kurlarını değiştirebilecek etkilere neden olabilmektedir (Appleyard, 1992: 606).

Yaklaşımın göre, ekonomik birimlerin yatırım için belirlediği araçların risk faktörleri eşitse, daha fazla getiriye sahip olanlar tercih edilmektedir. Diğer bir taraftan getiriler eşit ise, risk faktörü daha düşük olan araçlar tercih edilmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların tercihleri, getiri-risk analizi çerçevesinde şekillenmektedir. Her ne kadar yatırım yapılmışsa da sonraki dönem beklentilerinde meydana gelen değişimler, bu portföylerin tekrardan düzenlenmesine yol açmaktadır. Portföylerin döviz aktiflerinde yaşanan değişimler, faiz oranlarında ve kurlarda meydana gelen değişimlerle paralel bir seyir izlemektedir (Karluk, 2003: 396).



Portföy dengesi yaklaşımındaki varsayıma göre yurtiçi faiz oranlarının, global faiz oranlarına kıyasla daha yüksek olduğu bir durumda, yerli tahvil talebinde artış yaşanmaktadır. Bunu takiben ülkeye giren döviz miktarlarının artması, kurları azaltıcı etkide bulunarak ulusal paranın değer kazanmasını sağlamaktadır. Tersi durum olan global faiz oranlarının yurtiçi faiz oranlarından yüksek olduğunda yabancı tahvil talebi artmaktadır. Dolayısıyla oluşan bu talebe doğru orantılı olarak döviz talebinde yaşanan artışlar, döviz kurunu yükselterek ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır (Aral, 2015: 17).

Döviz kurunda yaşanan bu değişimler, risk faktörü ve faiz farklılığı neticesinde ulusal ve uluslararası finansal varlıkların tam ikame edilememesinden kaynaklanmaktadır (Plihon, 1995: 65). Dolayısıyla faiz farklılıkları gibi dışsal, finansal serbestleşme derecesi gibi içsel faktörlere paralel olarak ülkedeki sermaye hareketleri etkilenebilmektedir (Pan, Fok ve Liu, 2007: 513).

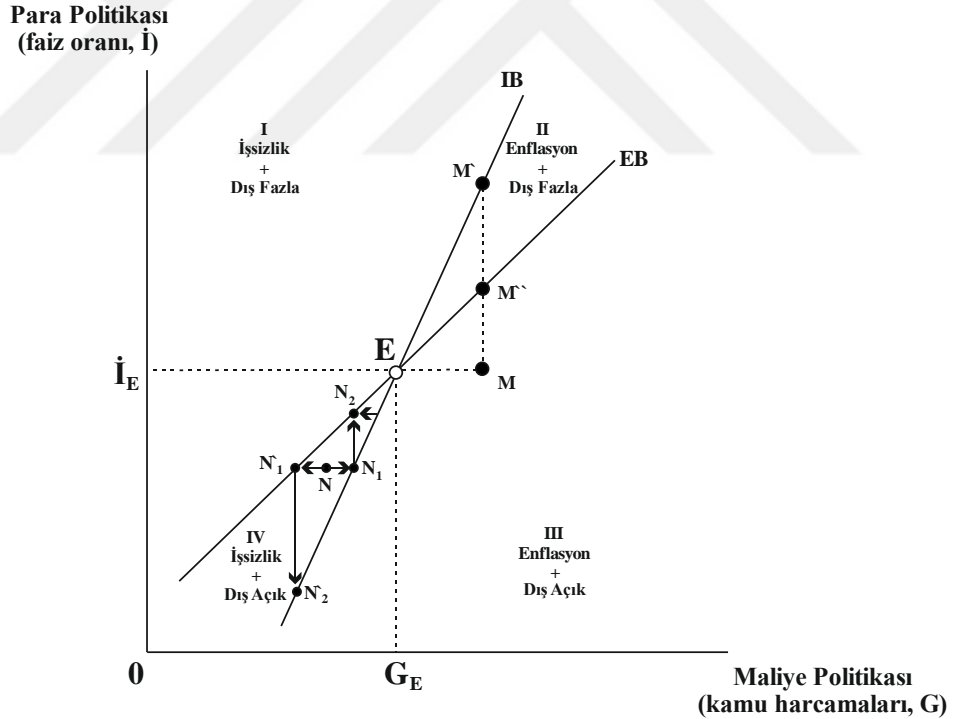
### **2.3. Mundell-Fleming Modeli**

Mundell-Fleming modeli, 1960'lı yılların başında Robert Mundell ve John Marcus Fleming'in birbirlerinden ayrı olarak yaptıkları çalışmalarının birleştirilmesinden oluşmaktadır. Yaklaşımın temel noktası, Keynesyen gelir-harcama yaklaşımına sermaye hareketlerinin eklenmesidir. Dolayısıyla bu yaklaşıma IS-LM modelinin açık ekonomiye uyarlanmış hali de denilebilmektedir. Mundell-Fleming modelinde, sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru sistemleri altında döviz kurunu belirleyen ekonomik politikaların etki analizleri yapılmaktadır (Kılıçarslan, 2016: 12-13).

Bu modele göre, sabit kur sistemini kullanan ülkelerde yaşanan işsizlik gibi durumlarda, çözüm nihayetinde öne sürülen genişletici para politikası uygulamaları etkisiz olmaktadır. Çünkü para arzının artırılması faiz oranlarının düşmesine neden olarak ülkeden sermaye kaçışını tetiklemektedir. Dolayısıyla artan döviz talebi, kurlara baskı uygulamaktadır. Ancak esnek döviz kuru sisteminde farklı sonuçlar olmaktadır. Uygulanan genişletici para politikasının ardından yaşanan sermaye çıkışları ulusal paranın değer kaybedip ihraç malların fiyatlarını düşürmektedir. Bu fiyat düşüşlerine

paralel olarak artan ihracat oranları da faiz oranları üzerinde azaltıcı baskılarda bulunup, ekonomik genişlemeye yol açmaktadır. Bu nedenle sabit döviz kuru, iç ve dış dengesizliklerin oldukça fazla bulunduğu dışa açık ülke ekonomilerinde sürdürülebilir sonuçlar vermemektedir (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 167-168).

Modele göre esnek döviz kuru sistemini kullanan ve tam sermaye hareketliliğın bulunduğu bir ekonomide yaşanan kamu harcamalarındaki artışlar, toplam talebi arttırarak milli gelirden düzeyinde yükselişe sebep olmaktadır. Bu artışa paralel olarak mal ve hizmet ithalatında da artışlar yaşanmaktadır. Dolayısıyla döviz kurunda yükseliş yönlü bir baskı ortaya çıkmaktadır. Kamu harcamalarındaki artış sonrası görülen diğer bir etki ise yurtiçi tasarrufların azalmasıdır. Bunun neticesinde işlem amaçlı tutulan para talebinin artması, faizleri de arttırmaktadır. Artan faiz oranları uluslararası sermayeyi ülkeye çekerek ulusal paranın değerini arttırmaktadır (Froyen, 1999: 396).



**Şekil 2.1. Mundell-Fleming Modeli ile İç ve Dış Denge**

**Kaynak:** Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, 2017, s.897

Şekil 2.1'de görüldüğü gibi para politikası dikey ekseninde faiz oranları ( $\dot{I}$ ) ile, maliye politikası ise yatay ekseninde kamu harcamaları ( $G$ ) ile gösterilmektedir. Bu iki politikanın birbirleriyle olan etkileşimleri sonucunda ortaya çıkan ters ilişki, IB ve EB

doğrusu ile gösterilmektedir. Pozitif yönlü olan bu iki doğrudan IB iç dengeyi, EB ise dış dengeyi göstermektedir. İç ve dış dengenin sağlandığı denge noktası ise E olarak gösterilmektedir. Ekonomi E noktasında dengede iken kamu harcamalarında artış yapıldığında, M noktasına doğru bir kayma gerçekleşmektedir. Bu durumun neticesinde oluşan talep fazlası, talep enflasyonu sorununa yol açmaktadır. Bu sorunun çözümü ise sıkı para politikası uygulamaları veya faiz oranlarının yükseltilmesinden geçmektedir. Sıkı para politikası uygulandığında ekonomi IB doğrusu üzerinde M' noktasına doğru kaymaktadır. M' noktasının altındaki herhangi bir düzeyde uygulanan faiz oranı yükseltmeleri ise artan talebi örtecek güçte olmadığından talep tam olarak karşılanamayarak enflasyonun önüne geçilememektedir. Ancak ekonomiyi M' noktasının üzerine taşıyacak bir faiz artırımına veya sıkı para politikasına gidilirse, kamu harcamalarındaki artışla birlikte artan enflasyon tam olarak önleyebilmektedir. Bu politikanın neticesinde ek olarak işsizlik ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla IB eğrisinin solunda ve üstünde işsizlik, sağında ve altında ise enflasyon bulunmaktadır (Seyidoğlu, 2017: 898).

Grafikte gösterilen EB doğrusu ise dış dengeyi belirleyen bir takım para ve maliye politikalarını göstermektedir. EB doğrusunda bulunan herhangi bir nokta üzerindeki genişletici maliye politikaları düzenlemeleri milli geliri olumlu yönde etkilemektedir. Milli gelirden yaşanan bu artış ticaret bilançosunun da değişmesine neden olmaktadır. Tekrardan dengenin sağlanması adına sıkı para politikası çerçevesinde faiz oranlarında artışa gidilerek, kısa vadeli yabancı sermayenin yurtiçine çekilmesi hedeflenmektedir. Örneğin, E noktasında dengede olan bir ülkede EB doğrusu üzerinde uygulanan genişletici maliye politikası ile M noktasına geçilmiştir. Bu noktada ortaya dış açık sorunu çıkmaktadır. Ülkeyi M' noktasına taşıyabilecek nitelikteki sıkı para politikası uygulamaları ve yüksek faiz politikası aracılığıyla bu dış açık kapatılabilmektedir. Bu yüzden EB eğrisi pozitif eğimli olmaktadır. Bu politikaların dozunun daha da artırılıp, ülke M' noktasının üzerinde çıkarıldığında dış ödeme fazlası oluşmaktadır. Dolayısıyla dış ödeme fazlası EB'nin solunda ve yukarıda yer alırken, dış ödeme açığı ise sağında ve altında yer almaktadır (Seyidoğlu, 2017: 898).

### **3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TEMEL MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkeler incelendiğinde, ekonomik temelleri sağlam olan ülkelerin, sermaye hareketlerinin yaratmış olduğu olumsuz etkileri kolay bir şekilde giderebildiği görülmektedir. Ancak ekonomik temelleri zayıf olan GOÜ'lere yönelen kısa vadeli sermaye hareketleri, ilk etapta geçici bir ferahlama dönemini beraberinde getirirse de, orta ve uzun vadede ciddi ekonomik sıkıntılara sebebiyet vermektedir. Bu tablonun daha da ağırlaşması ülkeleri ekonomik krizlere kadar götürebilmektedir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonominin temelinde yer alan makroekonomik değişkenler üzerine olan etkisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olabileceği durumların boyutlarını öğrenebilme konusunda yardımcı olmaktadır (Yalçınar, 2012: 115-116).

#### **3.1. Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri**

Faiz oranları, gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketleri ile en fazla karşılıklı etkileşimde bulunan değişkenlerden birisidir. Bu etkileşim, finansal serbestleşme ile oldukça net bir hale gelmiştir. Uluslararası sermaye hareketleri için cezbedici olan unsur, ülkelerin yurtiçi faiz oranlarının global faiz oranlarına kıyasla yüksek olmasıdır. Bu farkın yüksekliğine paralel olarak sermaye girişleri de artmaktadır. Neo-klasik finansal serbestleşme teorisine göre bu sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları fonların teminini sağlayarak, ülkedeki tasarruf miktarlarını arttırıcı etkide bulunmaktadır. Artan tasarruflarla birlikte sermaye akışının da artması, piyasalara likidite sağlayacaktır. Dolayısıyla süreç içerisinde faiz oranlarının azalarak, global faiz oranları seviyelerinde kadar inmesi beklenilmektedir (Keskin, 2008: 68).

Neo-klasik görüşe zıt olarak sermaye hareketlerinin, faiz oranları üzerinde azaltıcı etkisinin olmadığını belirten görüşler de bulunmaktadır. Bu görüşlere göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin faiz oranlarını etkileyebilmesi için diğer ekonomik göstergelerle birlikte ortaya çıkması gerekmektedir. Örneğin, ekonomik canlanma nedeniyle yabancı sermaye çeken bir ülkede, faiz oranları üzerinde yükseltici

bir baskı oluşmaktadır. Buna ek olarak uygulanan sterilizasyon politikaları da faiz oranlarının düşüşüne engel olabilmektedir (Uzunoğlu, Alkin ve Gürsel, 1995: 71).

Parasal taban üzerindeki yabancı para girişlerinden kaynaklanan etkilerin nötrleştirilmesi olarak tanımlanabilen sterilizasyon politikaların uygulanmaması durumunda, yaşanan sermaye girişleri ülke ekonomisinde enflasyonist etkiler bırakmaktadır. (Aklan, 2002: 42). Ayrıca uygulanan sterilizasyon politikalarının derecesine göre, faiz oranları üzerindeki etki farklılaşabilmektedir. Örneğin ülkeye olan yabancı sermaye girişinden sonra para arzında yaşanan artışların bütününe sterilizasyona dahil edilmesi, para arzının artmamasını sağlayarak faiz oranlarının sabit kalmasına neden olmaktadır. Aynı şekilde artan para arzının bütününe sterilize edilmemesi, para arzında sınırlı bir artışa sebebiyet vermektedir. Bu sınırlı artışın faiz oranlarına olan etkisi ise sınırlı bir düşüş şeklinde olmaktadır (Keskin, 2008: 69).

Sermaye girişlerinin faiz oranlarını azaltmadığını gösteren başka bir örnek ise aşırı yabancı sermaye girişleri sonucunda yaşanmaktadır. Bu girişlerinin aşırı boyutlara ulaşmasına paralel olarak kamu açığı ve kamu faiz ödemeleri de artmaktadır. Dolayısıyla kamudaki tasarruf miktarlarında azalma ve dış borç miktarlarında artış oluşmaktadır. Bu durumun nihai sonucu olarak faiz oranlarındaki artış tekrarlanmaktadır (Şeren, 2011: 20).

Bu teorik önermelerin yeteri kadar başarılı olamaması, faiz ve sermaye hareketleri arasındaki çift yönlü etkileşimden kaynaklanmaktadır. Uluslararası sermayeyi kendi ülkelerine çekmek isteyen gelişmekte olan ekonomiler, yüksek faiz oranlarını bir politika aracı olarak kullanmaktadırlar (Özgen, 1998: 66). Artan yabancı sermaye girişlerinin devamlılığını sağlamak adına hükümetlerce yüksek tutulan faiz oranları, teorik olarak sermaye girişlerine paralel bir şekilde azalması gereken faizlerin düşmesini engellemektedir (Tokat, 2010: 51).

Gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının, yaşanan bu sermaye girişleri neticesinde olumsuz etkilenmesi, ülkedeki reel yatırım kararlarını da olumsuz etkilemektedir. Bu gibi durumlar faiz oranlarının etkili bir politika aracı olma gücünün giderek zayıflamasına yol açmaktadır. Dolayısıyla hükümetler, bağımsız bir politika

aracı olan faiz oranlarının, zamanla bağımlı bir politika aracına dönüşmesi ile karşı karşıya kalabilmektedir (Yentürk, 2005: 105).

### **3.2. Enflasyon Oranları Üzerindeki Etkileri**

Bir ülkenin mal ve hizmet fiyatlarının genel seviyesinde yaşanan sürekli artışlara enflasyon denilmektedir. Enflasyon, birkaç mal veya hizmete indirgenmeyerek, bir tüketicinin yıl içinde kullandığı tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarında yaşanan değişiklikleri kapsamaktadır. Dolayısıyla enflasyon oranı artarken bazı mal ve hizmetlerin fiyatları düşebilirken, bazılarının fiyatlarında ise artışlar yaşanabilmektedir. Fiyatlarda yaşanan bu artışların enflasyon tanımına uyabilmesi için belirli bir dönemlik değil süreklilik taşıması gerekmektedir (TCMB, 2013: 2).

Enflasyonun genel nedeni olarak hükümetlerin izledikleri para ve maliye politikaları gösterilmektedir. İzlenen politikalar neticesinde ülkeye kazandırılan kısa vadeli yabancı sermayelerin ekonomiye olan ilk etkisi enflasyon oranlarını düşürücü yönde olmaktadır. Bu etkinin yaşanması iki durumla açıklanabilmektedir. İlk durumda sermaye girişi sonrası artan döviz arzıyla birlikte ithal ürünlerin fiyatlarında düşüş yaşanmaktadır. Yerli tüketicilerin, fiyatı düşen ithal mallara karşı taleplerini arttırmaları sonucunda yerli mala olan talep düşmektedir. Azalan taleple doğru orantılı olarak yerli malın fiyatlarında düşüş yaşanmaktadır. Diğer durumda ise yurtiçi üretim için ithal edilmesi gereken hammadde veya yatırım için gerekli malların fiyatlarında yaşanan düşüşler, maliyetlerin azalmasına neden olarak ürünlerin daha ucuza üretilmesine olanak sağlamaktadır. Dolayısıyla artan arz miktarı fiyatların yükselmesini engelleyerek deflasyonist etkilerde bulunmaktadır. Ancak bu sermaye akımlarının süreklilik arz etmesi sonucu ekonomideki yabancı sermayenin ağırlığı giderek artmaktadır. Bu durum yüksek enflasyona sahip gelişmekte olan ülkelerin, hedefledikleri enflasyon oranlarına düşmelerini engellemektedir. Enflasyon oranlarının kontrol altına alınabilmesi için sermaye girişleriyle birlikte artan para arzının genişleme etkilerinin sınırlandırılması gerekmektedir (Uzunoğlu ve diğerleri, 1995: 73; Şengönül ve diğerleri, 2007: 35).

Gelişmekte olan ülkelerde sıklıkla yaşanan enflasyonist baskıların oluşmasında ise faiz oranlarının önemli bir rolü bulunmaktadır. Ülkeye giren yabancı sermaye

uluslararası faiz oranlarının göreceli olarak düşüklüğü sebebiyle gelmişse, ülkedeki döviz rezervlerini arttırmaktadır. Ancak artan döviz rezervlerine karşılık Merkez Bankaları tarafından piyasaya ulusal para sürülmektedir. Bunun sonucunda artan para arzı, para tabanını genişleterek enflasyonist etkiler yaratmaktadır. Böyle bir tablonun beraberinde getirdiği istikrarsız büyüme, enflasyon oranlarını artırarak yatırımcıların ülkeye duyduğu güveninin zedelenmesine neden olmaktadır. Yatırımcılar, bu sorunun giderek artması ile sermayelerini güven duymadıkları ekonomilerden çekip, daha fazla güven veren ekonomilere doğru yönelmektedirler (Bilgi, 2009: 43).

Döviz rezervlerinde yaşanan artışların neden olduğu enflasyonist etkilerin önüne geçebilmek için Merkez Bankaları sterilizasyon politikasını devreye sokmaktadır. Sterilizasyon ile birlikte kamunun faiz yükünde artış yaşanmaktadır. Aynı zamanda kamu kesiminde biriken fonlar, kamu harcamaları ve faiz geri ödemeleri ile ekonomiye tekrardan döndürülmektedir. Bunun sonucunda ise tekrarlanan enflasyonist etkilerle karşılaşmaktadır (Karaaba, 2006: 86).

### **3.3. Ekonomik Büyüme ve Yatırım Oranları Üzerindeki Etkileri**

Gelişmekte olan ülkelerin milli gelirlerinin düşük seviyelerde kalması, ekonomik anlamda geri kalmalarının temel nedeni olarak gösterilmektedir. Bu duruma bağlı olarak tasarruf ve yatırımlar oranları da oldukça yetersiz düzeylerde kalmaktadır. Yatırımların düşük oranlarda seyretmesi ise sermaye birikiminin istenilen seviyelere ulaşamamasına neden olmaktadır. Sermaye birikiminin eksik olması da yatırımların yetersiz kalmasına yol açarak, milli gelirin düşük seviyelere saptanmasına neden olmaktadır. Nurkse, bu durumu yoksulluk tuzağı olarak isimlendirmektedir. Nurkse'a göre yoksulluk tuzağından kurtulabilmek için herhangi bir içsel kuvvet bulunmamaktadır. Bu sorunun tek çözümü eksik olan sermayeyi ülkeye dış kaynaklar aracılığıyla kazandırabilmektir (Bass, 2008: 5).

GOÜ ekonomilerinin hedefledikleri gibi yüksek oranlı ve istikrarlı bir büyüme sağlayabilmeleri için yetersiz olan tasarruf ve yatırım oranlarını arttırmaları gerekmektedir. Bu yüzden ülkeler dış borçlanma yoluna veya uluslararası sermaye hareketlerini kendi lehlerine yöneltme çabalarına girmektedir. Uluslararası yatırımcılar

açısından bakıldığında ise ülkeler, sermaye birikimleri ile paralel olarak büyüme oranlarını arttırmaktadır. Dolayısıyla kar oranlarını artırmak isteyen uluslararası yatırımcılar için, yatırım yapacakları ülkenin ekonomik büyüme rakamları da oldukça önemli hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin sermaye birikimi eksikliği nedeniyle potansiyel büyüme oranlarının oldukça altında kalması, uluslararası yatırımcılar için cazibe arttırıcı bir unsur olarak tanımlanmaktadır. Bu ülkelerin büyüme oranlarının arttırmasına paralel olarak yabancı sermayenin odağı da o yöne doğru hareket etmektedir (Alkin, 2001: 1-2).

Ülkeye kazandırılan bu yabancı sermayelerin uzun vadeli nitelik taşıması, istihdam oranlarını arttırarak ekonominin geneline olumlu etkilemektedir. Ancak spekülatif kazanç amacı güden kısa vadeli yabancı sermayeler için aynı olumlu etkiden bahsetmek mümkün olmamaktadır. Kısa vadeli sermayelerin ülkeye girdikten sonraki ilk etkisi, döviz arzını arttırmasına bağlı olarak yerli paraya değer kazandırmasıdır. Bu duruma paralel olarak artan likidite, tüketim ve yatırım harcamalarını arttırmaktadır. Ancak kısa süreli olarak milli gelirde yaşanan bu yapay büyüme sonucu elde edilen tasarruflar, üretimi arttıran yatırımlara yönelmemektedir. Bunun yerine hisse senedi piyasaları gibi parasal varlıkları tercih etmektedir. Kısa vadeli sermayenin ülkeden aniden çıkması sonucunda artan döviz kuru, ithalata bağımlı bir şekilde üretim yapan ve kısa vadede döviz cinsinden borç sahibi olan özel sektörü oldukça olumsuz etkileyerek, iflaslarına dahi sebep olabilmektedir. Üretimin bu şekilde olumsuz etkilenmesi, işsizlik oranlarının da giderek artmasına neden olmaktadır. Bu durumun kaynağı olarak ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayenin, tüketime dayalı büyümeyi arttırmış olması gösterilebilmektedir. Çünkü sermaye girişinden sonraki duruma göre göreceli olarak daha ucuz olan döviz, tüketime dayalı artan büyüme ile birlikte daha fazla talep edilmektedir. Dolayısıyla ulusal para değer kaybetmektedir. Tersine bir senaryo olarak bu yabancı sermaye girişinden sonra üretime dayalı büyüme gerçekleşirse, artan üretim miktarlarının maliyetleri düşürücü etkisi olmaktadır. Bu sonuca paralel olarak artan ihracat oranları da ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır.(Esen, 2008: 45).



### 3.4. Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Ülkelere yönelik kısa vadeli yabancı sermaye girişleri sonucunda ilk görülen etki döviz arzının artması şeklindedir. Döviz arzının artmasıyla değer kazanan yerli para, ithalatın gelişmesine neden olmaktadır. Buna ek olarak para arzında yaşanan artışlar yatırım ve tüketim harcamaları arttırarak üretim miktarlarının artmasını ve ulusal tasarrufların baskı altına alınmasını sağlamaktadır. Bu etkilere sahip olan kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeden aniden çıkması veya girişlerinin yavaşlaması gibi durumlar ciddi finansal krizlere yol açabilmektedir (Calvo, Leiderman ve Reinhart 1996: 128).

Finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte uluslararası piyasalardan döviz cinsiyle borçlanan yerel bankalar, kredi verirken ulusal para cinsini kullanmaktadır. Dolayısıyla bankalar, kısa vadeli olan döviz yükümlülüklerinin bu kısa vade içerisinde elde edebileceği döviz miktarını geçmesi halinde likidite sorunuyla karşı karşıya kalabilmektedir. Bankaların yaşadıkları bu döviz darboğazı sorunu, ekonominin genel yapısını etkileyebilecek bir sorun olarak görülürse, ülkeye girmiş olan kısa vadeli yabancı sermaye ülkeyi hızla terk etmeye başlayacaktır. Bu durum döviz kurları üzerinde olan baskının giderek artmasına neden olmaktadır (Kaygusuz, 2014: 26).

Sermaye hareketlerinin ülke ekonomileri üzerindeki etkisi, ülkede kullanılan döviz kuru rejimine göre farklılık içermektedir. Serbest-dalgalı döviz kuru rejimini uygulayan bir ülkeye giriş yapan yabancı sermaye ulusal paranın değer kazanmasına neden olurken, sabit kur rejimini uygulayan bir ülkede direkt olarak uluslararası rezervleri arttırıcı etkide bulunmaktadır (Yeldan, 1996: 50).

IMF'in görüşlerine göre döviz kuru esnekliğinin az olduğu ülkeler, spekülâtif ataklara karşı en savunmasız ülkelerdir. Bu ülkeler, rekabetçi dış pozisyonlarını korumak ve ülke içinde oluşan enflasyonist baskıların önüne geçebilmek adına gözetimli dalgalanmayı nominal çıpa olarak seçmektedirler. Bu uygulama her ne kadar faydalı olsa da tek başına yeterli olmamaktadır. Çünkü bu uygulama, tutarlı bir makroekonomik politika yanında finansal piyasanın güçlü ve esnek olmasını gerektirmektedir. En ufak bir tutarsızlık veya finansal yapının zayıflık belirtisi, spekülâtif ataklara yol açabilmektedir. Bunun yanı sıra spekülâtif nitelik taşıyan ataklar

genellikle dış borçları ağırlıklı olarak kısa vadeli nitelik taşıyan, finansal yapısı zayıflamış ve reel döviz kuru aşırı oranda değer kazanmış ülkelere doğru olmaktadır (IMF, 1997: 9).

Esnek döviz kuru rejiminin sağladığı en büyük avantaj, sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu durumlarda paradaki değer kazanımının enflasyon kaynaklı olmayıp, nominal değişimden kaynaklanmasıdır. Ancak ekonomik sistemin daha fazla kontrol imkanı sağladığı parasal toplamlar üzerinden, enflasyon oranlarına aşağı yönlü baskı oluşmaktadır. Bu durum ulusal parayı reel olarak değerlendirerek ülkenin rekabet gücünün zayıflamasına yol açmaktadır. Eğer çıpa olarak döviz kuru kullanılıyorsa, maliye politikaları para politikalarına tercih edilecektir. Bu şekilde kamu harcamaları ve vergi politikaları ile uyum sağlanmış olacaktır (Danışoğlu, 2001: 116).

Yabancı sermaye çeken ülke sabit veya gözetimli döviz kuru rejimini uyguluyorsa, sermaye hareketlerinin tek taraflı etkisinden arınmak adına iç kaynaklarını kullanmak zorunda kalmaktadır (Kıran, 2007: 271). Bu rejimlerde uygulanan para politikaları, toplam talep üzerinde oluşan baskıları bertaraf edebilmek için, artan rezerv miktarlarına paralel olarak oluşan parasal genişlemenin sterilize edilmesini amaçlamaktadır. Ancak sabit döviz kuru rejimi ve sermaye hareketliliğinin olduğu bir ortamda para politikası uygulanamamaktadır. Para politikasının işlevselliğini kaybetmesi, bir politika aracı olma gücünün de kaybolması anlamına gelmektedir. Diğer bir açıdan bakıldığında ise, sabit döviz kuru rejimi, işlem maliyetleri ve kur riskini azaltmaktadır. Bu durum yatırım oranlarında artışa neden olmaktadır. Para politikası uygulamalarında nominal çıpa görevinde olan döviz kuru, enflasyon oranlarının düşürülmesi yolunda güvenilirliği yüksek bir araç olmaktadır (Danışoğlu, 2001: 120).

#### **4. FAİZİN TANIMI VE TARİHSEL GELİŞİMİ**

Eski dönemlerde taraflar arasında yapılan kredi anlaşmasınca borçlu olan tarafın krediyi veren tarafa ödediği, geri ödeme sırasında karşılaşılabilecek herhangi bir hata veya ihmalden doğabilecek zararları karşılama niteliği taşıyan ek ödeme şekline “interesse” denilmekteydi. Dönemin din adamları tarafından faiz yasaklanıp, bu ödeme şekli meşru sayılmıştır. Bu nedenle farklı türde faiz içeren ekonomik işlemlerin

meşrulaştırılması adına birçok faizli işlemlerde kullanılan Latince kökenli “interesse” sözcüğü, günümüzde faiz anlamına gelen “interest” sözcüğünün türediği kaynak olarak gösterilmektedir (Qureshi, 1972: 53).

Faizin günümüzde kullandığımız modern şekilde tanımlanması, elinde fon fazlası bulunan kesimle, fon ihtiyacı çeken kesimin aralarında yapmış oldukları alışveriş neticesinde, fon talep eden kesimin ödünç aldığı fon karşılığı ödeme yaptığı bedel şeklindedir. Fon fazlası olan taraf, borç olarak verdiği miktarın ileriki dönemlerde geri ödenmeme riskiyle karşı karşıya olduğu gibi, sahip olduğu parayı nakit olarak kullanma ayrıcalığından vazgeçerek, bu fonu talep eden tarafa vermektedir. Almış olduğu bu risklerden dolayı, faiz olarak tanımlanan bir bedel talep etmektedir (Aslan, 2009: 16).

Faizin hukuki anlamda tanımı ise; taraflar arasındaki borç alışverişi sırasında, borç veren tarafın, elindeki miktarın nakit kullanımından vazgeçip bu kullanım hakkını borç talep eden tarafa devretmesi ile aldığı, miktarı para borçlarıyla ilgili yasalarca belirlenen bir kazanç veya tazminat türü şeklindedir (Helvacı, 2000: 25).

İnsanlar, insanlık tarihinin başlangıcından bu yana birbiriyle etkileşim halinde olmuşlardır. Örneğin avcı-toplayıcı dönemdeki insanların ihtiyaçlarını her zaman karşılayamamasına ek olarak, doğadaki bütün zorluklara ve tehlikelere karşı korunmasız bir konumda olması, sahip oldukları varlıklar üzerinde vahşi hayvan saldırısı, bozulma, hırsızlık gibi durumların sıkça yaşanmasına neden olmuştur. Bu ortamda avcılar, ihtiyaç fazlası olan avlarını, ihtiyaç duyanlara daha sonradan geri almak koşuluyla vermişlerdir. Zamanla ürünlerin saklanması için bilgiler arttıkça, karşılıksız değişim işlemlerine karşı isteksiz bir tavır ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı insanlar, değişimin karşılığında ek olarak da bir takım fazlalıklar istemeye başlamıştır. Konu edilen bu fazlalıklar günümüzdeki faiz kavramının başlangıcı olmaktadır. Daha sonraları özellikle ticaretin gelişmesi ve paranın ticari faaliyetlerdeki başrolü devralmasıyla birlikte faiz, dünyanın tüm kesimlerinde yaygınlaşmıştır (Komisyon, 2014: 15).

İlkçağda faiz kavramı daha çok ahlaki yönden ele alınmıştır. Özellikle Eflatun, faizin insanlar arasında çatışma oluşturabilecek kadar büyük uçurumlar yaratıp gelir

dağılımını olumsuz etkileyeceği, ahlaki düzene aykırı bir nitelik taşıdığı ve bu yüzden faizin devlet tarafından yasaklanması gerektiğini savunmaktadır (Karakuş, 2006: 11). Dönemin diğer büyük filozoflarından Aristo'nun görüşleri ise Eflatun ile benzerlik taşımaktadır. Aristo'ya göre paranın asli görevi değişim aracı olmasıdır. Servet kazanma amacıyla biriktirilen para, toplumun doğal dengelerini bozarak, küçük bir kesimin zenginleşmesine karşı büyük bir kesimin fakirleşmesi riskini taşımaktadır. Bundan dolayı Aristo'ya göre faiz, doğal olmayan ve yasaklanması gereken bir kavram niteliğindedir (Ekelund ve Hebert, 2014: 19).

Ortaçağ'ın başlarında ise semavi dinlerin faiz üzerinde büyük bir baskısı söz konusu olmaktadır. Üç büyük din olan Yahudilik, Hristiyanlık ve İslamiyet'te faiz ortak olarak yasaklı bir kavram olsa da dinler arasında bazı farklılıklar mevcuttur. Hristiyanlık ve Yahudilikte faize karşı olan tutum zamanla yumuşamış gözükse de İslamiyet'teki faiz yasağı herhangi bir değişime uğramadan devam etmiştir (Demir, 2010: 5). Örneğin; Yahudilikte faiz, kavram olarak yasak olmasına karşın bu yasak sadece Yahudiler arasında uygulanmıştır. Yahudi olmayanlara karşı yapılan ticaretle herhangi bir faiz kısıtlaması söz konusu olmamıştır. Hristiyanlıkta ise kutsal kitapları olan İncil'de, faizi net olarak yasaklayan ibareler bulunmasa da İznik Konsülü aracılığıyla 325 yılında yasaklanmıştır. Bu faiz yasağı, reform hareketleri ile Hristiyan mezhep birliğinin bozulmasına kadar devam etmiştir. Sonraki süreçlerde tavizler verilse de yasağın kaldırılıp, yasalaştırılması işlemi Fransız İhtilali sonrasında başlamıştır (Dağhan, 2013: 5-6).

19. yüzyıldan itibaren ise bilimsel gelişmenin öncülük ettiği sanayileşme ile birlikte işgücünün yerini makine gücü almıştır. Bu makineleşme sayesinde kitlesel üretimin başlanmasına paralel olarak ekonomik faaliyetler de boyut atlamıştır. Yeni teknolojik üretim araçlarının dahil olduğu ekonomik sistemde var olabilmek adına bu yeniliklere yatırım yapmak gerekmektedir. Bu durum ise yüklü miktarda sermaye ihtiyaçlarını doğurmuştur. Dolayısıyla birikmiş sermayeye olan ihtiyacının artması, bankacılık sektörünün ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisini geliştirerek, faizin ekonomik etkinliğini üst düzeye çıkarmıştır (Çilingirtürk, 1998: 10).

Faiz oranlarının günümüz ekonomisindeki öneminin oldukça yüksek olması, gelecek dönemlerdeki fiyat seviyelerini etkileyerek, bireylerin ekonomik beklentileri üzerinde pay sahibi olmasıyla ilgilidir. Dolayısıyla faiz oranlarının beklentiler üzerine olan bu etkisi, ülkelerin temel ekonomik yapısını etkilemektedir. Özellikle çok yüksek faiz oranlarına sahip olan ülkelerdeki finansal tablonun ortak bir şekilde kötü performanslı olması, bu duruma bir örnek oluşturmaktadır (Karataş, 2017: 47).

Görüldüğü üzere faiz kavramı, insanlığın tarihsel sürecinin neredeyse en başından beri var olmasına rağmen gerek sosyolojik gerekse inancaşsal birçok faktörle çatışmıştır. Bu çatışmalar neticesinde genel yasakların hedefi olmasına karşın giderek popülerliğini arttırarak günümüzde ekonomik düzenin merkezinde yer almaktadır.

## **5. FAİZ ORANI**

Fon arz eden sermayedar tarafın, sermayesini belirli bir süre devretme için fon talep eden taraftan talep ettiği sermaye kiralama bedeli olan faizin, yüzdesel olarak tanımlanmasına faiz oranı denilmektedir (Tezcan, 2009: 11).

Ekonomide en çok takip edilen değişkenlerden birisi olan faiz oranları, bireylerin tüketim, tasarruf, yatırım gibi birçok temel ekonomik faaliyetlerindeki kararlarını doğrudan etkileyebilmektedir. Örneğin faiz oranlarının yüksek olduğu bir ortamda artan finansman maliyeti, bireyleri konut alma düşüncelerinden vazgeçirip, yüksek faiz oranlarından faydalanmak adına mevduat alımı yapmasına neden olabilmektedir. Yüksek faiz oranlarının tasarrufu teşvik eden bu özelliği sadece bireyler üzerinde değildir. Örneğin bir şirket, biriken sermayesiyle yeni bir fabrika inşa edip üretimini arttırmak yerine, yüksek faiz oranlarından yararlanıp sermayesini atıl olarak bekletebilmektedir. Dolayısıyla yatırımın gerçekleştiği tabloda ekonomiye üretim ve istihdam katkısı verilirken, yüksek faiz oranları nedeniyle tasarruf miktarlarının artması, kısa dönemde bu katkıdan uzaklaşıldığını göstermektedir (Mishkin, 2000: 2).

Faize konu olan bir anlaşmada paranın satın alma gücü önemsizmeden hesaplanan faiz türüne nominal faiz denilmektedir. Dolayısıyla nominal faiz, enflasyon

etkisinden arındırılmamıştır (Dirimtekin, 1989: 203). Faiz oranının, enflasyon oranından arındırılmış haline ise reel faiz oranı denilmektedir (Pınar ve Erdal, 2008: 142).

Örneğin enflasyon oranının %5 olduğu bir ekonomide %10 faiz oranıyla borç verilen 100 liranın fon sahibine olan yıllık getirisi 10 lira gibi gözükse de, satın alma gücüne göre yılsonunda fon sahibinin eline 104,95 lira geçmektedir. Dolayısıyla örnekteki 10 lira nominal faizi ifade ederken, 4,95 lira ise reel faizi ifade etmektedir (Özsoy, 2004: 32).

Bireyler veya firmalar yapmak istedikleri yatırımlarda nominal faiz oranları yerine reel faiz oranlarını önemsemektedirler. Çünkü ekonominin genel tablosuna bakıldığında yapılacak yatırımın getirisini ve maliyetini en iyi gösteren değişken olarak reel faiz oranları gösterilmektedir. Reel faiz haddi yükselmesi aynı zamanda yapılacak yatırımdan beklenen kar oranlarının da o derece düşük olması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla böyle bir durumda yatırımlarda düşüş gözükürken, tasarruf oranlarında artış yaşanmaktadır (Karataş, 2017: 49).

Reel faiz oranını hesaplamak için, enflasyonun düşük olduğu ülkelerde nominal faizden beklenen enflasyon oranını çıkartınca gerçek değerine çok yakın bir tahmin elde edilebilmektedir. Ancak enflasyonun çok yüksek oranlarda olduğu ülkelerde bu hesaplama yöntemiyle reel faiz oranlarının tahmini ve gerçek değerleri arasındaki fark oldukça yüksek olabilmektedir. Bundan dolayı enflasyonun ve nominal faiz oranlarının yüksek olduğu durumlarda tam ölçüm yöntemi ile daha kesin sonuçlara ulaşılmaktadır. Tam ölçüm yönteminin formülize edilmiş hali ise 2.1 numaralı eşitlikte gösterilmektedir (Ünsal, 2009: 111).

$$r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1 \quad (2.1)$$

i=nominal faiz oranı

r=reel faiz oranı

$\pi$ =gerçekleşen enflasyon oranı

## **6. FAİZ TÜRLERİ**

Faiz kavramı, borç alan taraf ile borç veren taraf arasındaki ilişkiler, anlaşmalar, hesap yöntemleri ve yasal düzenlemeler göz önüne alındığında birçok farklı türe bürünebilmektedir. Uygulama farklılıklarını dikkate aldığımızda faiz türlerini belli başlıklar altında toplamak mümkün olmaktadır (Kurtuluş, 1999: 31).

### **6.1. Kanuni Faiz – Serbest Faiz**

Konu olan alacağa karşı taraflarca belirlenen herhangi bir faiz oranı yoksa, yasalara dayanarak kanun koyucu tarafından uygulanan faiz türüne kanuni faiz denilmektedir. Ayrıca ticari ve temerrüt faizleri de tarafların karşılıklı anlaşmasına gerek duyulmadığı için kanuni faiz kapsamına girmektedir (Turgut, 1995: 37).

Faize konu olan işlem sırasında fon arz eden tarafla, fon talep eden taraf arasında serbestçe belirlenebilen faiz türüne ise serbest faiz denilmektedir. Serbest faiz oranları arz ve talebe bağlı olarak belirlendiği için ekonomideki sınırlı kaynakların en etkili yatırım alanlarına ulaşmasını sağlamaktadır (Tezcan, 2009: 14).

### **6.2. Brüt Faiz – Net Faiz**

Günelik yaşamda kullanılan faizin içinde iki tarafında birlikte üstlendiği bir takım vergi, komisyon, stopaj vb. gibi ek maliyetler yer almaktadır. Herhangi bir kredi işleminde tarafların kendi aralarında anlaştığı ve bu ek maliyetlerle birlikte ödenen faiz oranına brüt faiz denilmektedir. Brüt faize konu olan bu ilave masrafların çıkartılmasıyla oluşan faiz türüne de net faiz denilmektedir. Borç sahibi olan tarafın ödediği net faiz, brüt faizden fazla olabileceği gibi, alacaklı konumda olan tarafın elde edeceği net faiz getirisi, brüt faizden az olabilmektedir (Orman, 1987: 56-65).

### **6.3. Basit Faiz – Bileşik Faiz**

Belirli bir miktar anapara üzerine, belirli bir süre için işlenen faiz türüne basit faiz denilmektedir. Basit faizi, bileşik faizden ayıran temel unsur ise sadece anapara üzerinden hesaplanmaya tabi tutulmasıdır (Şirin, 1994: 73). Örneğin 1000 liralık

sermaye, 1 yıllık %15 faiz oranıyla bankaya yatırıldığında, vadenin sonunda fon sahibinin geri alacağı anapara olan 1000 liraya ek olarak alacağı 150 liralık faiz getirisi, basit faiz olmaktadır.

Bileşik faiz ise, basit faizden farklı olarak belirli bir anapara üzerinden hesaplanmak yerine, her dönem hesaplanan faiz miktarının, bir önceki dönem hesaplanmış olan anapara ve faiz miktarlarının toplamı üzerinden hesaplanmasıdır. Bu hesaplamalarda herhangi bir vade sınırlaması yer almamakla birlikte günlük, hatta anlık olarak bile hesaplanabilmektedir (Aslan, 2009: 22).

Örneğin, 1,000 liralık sermayeyi 3 ayda bir bileşik faiz hesaplanmasına tabi tutulacak şekilde yıllık %40 faiz oranı veren bankaya yatırdığımızı düşünürsek, 3 aylık sürenin sonunda anapara olan 1,000 liranın 100 lirası faiz getirisi olarak hesaplanmaktadır. Anaparaya eklenen bu miktarla birlikte ikinci çeyrek üzerinden yapılacak hesaplama 1,100 lira üzerinden, %10 faiz hesaplanmasıyla 110 lira olacaktır ve ikinci çeyrek sonunda anapara 1,210 liraya yükselecektir. Dolayısıyla iki çeyrek sonunda bileşik faiz ile elde edilen faiz getiri 210 lira olmaktadır.

#### **6.4. Öz Sermaye Faizi – Ödünç Sermaye Faizi**

İşletme sahiplerinin, herhangi bir işletmenin kuruluşu sırasında kendi hesaplarında gösterdiği sermayenin üzerine faiz işletilmesi ile elde edilen faiz getirisine öz sermaye faizi denilmektedir. İşletmenin üretim faaliyetlerinin başlangıç aşamasında yapılan bu hesaplama, girişimci ve sermayedar rolüyle yatırıma katılan bireylerin sahip oldukları bu iki gelir faktörlerindeki getirilerin birbirlerinden ayrı bir şekilde tespit edilebilmesi ve sermayeden elde edilen getirinin, üretim sonucu elde edilen kardan ayrılabilmesini sağlamaktadır. Fon sahipleri tarafından, sermayenin kullanımı amacıyla fon talep edenlere devredilmesi karşılığında alınan faiz türüne ise ödünç sermaye faizi denilmektedir. Günümüz ekonomik sisteminde girişimciliğin konumunun önemli olması, ödünç sermaye faizinin de önemini artırmaktadır. Çünkü girişim için temel gereksinim olan sermayenin bu şekilde temin edilmesi, üretime başlayacak olan girişimcinin mevcut üretim maliyetlerine, ödünç sermaye faiz giderini de eklemektedir.



Dolayısıyla bu faiz oranının yüksekliği, girişimcinin üretimi sonrası elde edeceği toplam kar hacminde düşümlere sebebiyet vermektedir (Ergin, 1983: 257).

### **6.5. Sabit Faiz – Değişken Faiz**

Faize konu olan işlemlerde tarafların birlikte belirleyip, anlaşma çerçevesindeki süre içinde her dönem boyunca aynı kalan faiz oranına sabit faiz denilmektedir (Mishkin, 2000: 69). Örneğin 10,000 lirayı 10 yıllık bir süre sonunda geri ödenmesi şartıyla yıllık %10 faiz oranında karşılığı fon talep eden tarafa veren fon sahibi, anlaşma gereğince 10 yıl boyunca her yıl sabit bir şekilde 1,000 lira sabit faiz getirisi elde etmektedir.

Değişken faiz ise, tarafların birbirleriyle yaptıkları anlaşma gereğince, belirlenen bir değişkenin odağında, zaman içinde değişebilen faiz oranıdır. Değişken faiz oranını belirlenmesinde her iki taraf için en önemli unsur geleceğe yönelik beklentilerdir. Faizlerle ilgili gelecek beklentisi yükseleceği yönündeysen, borç alan taraf için uzun vadede sabit faiz oranıyla borçlanmak daha karlı olacaktır. Tersini durum olan faiz oranlarının gelecekte düşeceği beklentisi altında ise kısa vadede değişken faiz oranıyla borçlanmayı tercih etmek isteyecektir (Kara, 2012: 35).

### **6.6. Temerrüt Faizi (Gecikme Faizi)**

Herhangi bir ekonomik işlem sonucu borçlu durumdaki kimsenin, alacaklı konumundakine olan geri ödeme sorumluluğunu anlaşılan süre içinde gerçekleştirmemesi durumunda, alacaklı tarafa ödenen faiz türüne temerrüt faizi denilmektedir. Belirlenen süre içinde ödeme yapılmamasının alacaklı olan tarafta zarara neden olup olmamasına bakılmaksızın, hatta borçlu taraf bu durumdaki kusursuzluğunu ispatlasa dahi, temerrüt faizi ödemektedir (Zeytinoğlu, 2005: 255). Temerrüt faizine konu olan miktarın tespit edilmesi, yasalarca belirlenen sınırlar arasında, taraflarca serbest bir şekilde belirlenebilmektedir. Bu serbestlikten dolayı farklı finansal piyasalarda ve kurumlarda farklı oranlarda temerrüt faizi uygulanmaktadır (Durgut, 2010: 12).

## 7. FAİZ ORANLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Faiz, yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırım miktarlarına olan etkisi nedeniyle ekonominin en önemli değişkenlerinden birisi konumundadır. Faiz oranlarının yükselmesine paralel olarak artan borçlanma maliyetleri, şirketlerin yatırım için ihtiyaç duydukları fonları çekememesine yol açarak yatırım oranlarının düşmesine sebebiyet vermektedir. Yüksek dış borç yükü altına girmiş olan ülkeler, yükselen faiz oranları nedeniyle GSYİH'nın büyük bir kısmını sahip oldukları borçların faiz ödemesine ayırmak zorunda kalmaktadırlar. Dolayısıyla faiz, hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda birçok faktöre etki edebilecek öneme sahip bir değişkendir (İldokuz, 2015: 27). Temelde piyasadaki fon arz ve talebine göre belirlenen faiz oranları, para politikasındaki değişimler, beklentiler, enflasyon riski gibi faktörlerden etkilenebilmektedir. TCMB, faiz oranlarına ilişkin herhangi bir karar alırken toplam arz ve talep dengesini, ücret-istihdam göstergelerini, maliyet-verimlilik gelişmelerini, enflasyon beklentilerini, kamu ve özel sektördeki fiyatlama ve döviz kuru gibi ekonomik göstergeleri dikkate almaktadır. (TCMB, 2004: 24).

### 7.1. Fon Arzı ve Fon Talebi Etkisi

Klasik ekoldeki iktisatçılara göre faiz oranı, fon sahibinin mevcut tüketim şansını gelecek tüketimle değiştirdiği için vazgeçtiği tüketiminin ödülü olmaktadır. Dolayısıyla faiz oranları yükseldikçe, daha çok fon sahibi tasarruf etme eğiliminde olmaktadır ve bu tasarruf miktarları sermaye piyasasındaki borç verilebilen fon arzını oluşturmaktadır. Hane halkının yapmış olduğu tasarruflar, faiz oranlarını olumlu yönde etkilediği için, tüketimleri de ters etkiye sahip olarak faiz oranlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Klasik iktisadi modele göre ise borç verilebilir fon talebini ise sermaye mallarına yapılan yatırım harcamaları belirlemektedir. Firmalar tarafından yapılan bu yatırım harcamaların koşulu, yatırım sonrası beklenen getiri oranının, talep edilen fonun maliyetinden yüksek olmasıdır. Dolayısıyla faiz oranları yükseldikçe, talep edilen fonların maliyeti de paralel şekilde yükselmektedir. Yükselen maliyetlerle birlikte azalan kar oranları, yatırımları azaltıcı etkilerde bulunmaktadır. Buradan hareketle klasik iktisadi modele göre yatırım ve tasarruf oranlarının gücü, reel faiz oranlarını

belirlemektedir. Faiz oranındaki değişimler ise fon talebi ve fon arzı arasındaki eşitlik dengesini sağlayan bir dengeleyici kuvvet olmaktadır (Snowdon ve Vane, 2005: 47-48).

## **7.2. Para Arzındaki Değişimlerin Etkisi**

Para arzı ile faiz oranlarının birbirleriyle olan etkileşimleri sonucunda doğrudan ve kısa vadeli ile dolaylı ve daha uzun vadeli olmak üzere iki farklı etki oluşmaktadır. İktisadi ekollerde bu ilişkiye yönelik farklı görüşler bulunmaktadır. Örneğin Klasik ve Neo-Klasik iktisadi ekole göre, para arzında meydana gelen değişimler faiz oranlarını ancak kısa vadede değiştirebilmektedir. Uzun dönemde bu denge kendiliğinden sağlanacağı için, uzun vadeli bir etkiden bahsetmek söz konusu olmamaktadır (Üstünel, 1990: 122). Keynesyen iktisadi görüşe göre likidite fonksiyonunun değişmediği varsayımı altında para arzındaki değişimlerle faiz oranları birbiriyle zıt yönlü hareket etmektedir. Para arzındaki artışlar faiz oranlarını azaltırken, para arzındaki azalma ise faiz oranlarını arttırıcı etkilerde bulunmaktadır (Ertürk, 1996: 144).

Para arzında yaşanan artışların faiz oranlarını düşüreceği yönündeki düşünce Milton Friedman tarafından eleştirilmektedir. Friedman'ın likidite etkisi olarak adlandırdığı para arzındaki artışların faiz oranlarını düşürücü etkisi diğer koşullar sabit iken geçerli olmaktadır. Ancak para arzındaki artışlar diğer koşulları etkileyerek, faiz oranlarını yükseltecek başka etkileri tetikleyebilmektedir. Örneğin para arzında yaşanan artışlar ekonomide genişlemeye sebep olacağından, milli gelir ve serveti arttırıcı etkilere neden olmaktadır. Yaşanan bu gelir etkisiyle artan gelir seviyesi, faiz oranlarının yükselmesine neden olabilmektedir. Bu duruma ek olarak para arzındaki artışlar enflasyonist etkilere sahiptir. Fiyatlar genel seviyesinin arttığı bir durumda oluşan yüksek fiyatlara bağlı olarak faiz oranları yükselebilmektedir. Ayrıca bu enflasyonist etkiler, beklenen enflasyon oranlarını arttırarak daha yüksek bir faiz oranına neden olabilmektedirler. Ancak para arzındaki artışların kalıcı enflasyonist etkilere sebep olabilmesi için sürekli bir şekilde para arzının arttırılması gerekmektedir. Para arzı artış oranının yüksekliği bu etkilerin kalıcılığında en önemli faktör olmaktadır (Mishkin, 2000: 11-12).

### **7.3. Para Politikalarının Etkisi**

Ülkelerde uygulanan farklı para politikaları, faiz oranlarını etkileyen faktörlerden birisi olmaktadır. Merkez bankaları tarafından belirli sınırlar çerçevesinde uygulanan bu para politikaları reeskont politikaları, açık piyasa işlemleri, bankaların tutmak zorunda oldukları karşılık oranları gibi durumları belirleyerek para arzına müdahalelerde bulunmaktadır. Merkez bankalarının bu müdahale araçlarından en çok kullandığı ise açık piyasa işlemleri olmaktadır. Bu tür araçlarla para arzında oynamalar yapılarak, faiz oranları etki altına alınmaktadır (Dornbusch ve Fischer, 1998: 124).

Merkez bankasının alacağı para politikası kararları, faiz oranlarını etkileyeceği için, alınacak karar öncesi faiz etkisinin nasıl sonuçlanacağını tespit edilmesi gerekmektedir. Örneğin, ekonomik büyümeyi arttırmak adına izlenilmesi planlanan bir para politikası, üretim miktarlarının arttırılmasını hedeflemektedir. Üretimi miktarlarını arttırmak için de yatırımların arttırılması gerekmektedir. Bu tabloda izlenmesi gereken para politikası, tasarrufu azaltacak şekilde faiz oranlarının düşük seviyelerde olmasını gerektirdiğinden, para politikalarının faiz oranlarını etkilediği söylenebilmektedir (Öztürk, 2012: 68).

### **7.4. Güvenilirlik ve Likidite Etkisi**

Ekonomik sistemlerin düzgün işleyebilmesi için reel faktörlerin önemi büyük olsa da, bazı reel olmayan faktörler bu düzenin önemli bir parçası olmaktadır. Ekonomik dışsallık grubu altında gösterilen güven, sadakat gibi sosyal değerler, ekonomik sistemin etkinliğini arttırarak üretim hacminin artmasında pozitif etkilere neden olmaktadır. Bu yüzden pratik değerleri yüksek olan kavramlardır (Fukuyama, 2000: 167). Örneğin yatırıma konu olan paraya uygulanacak olan faiz oranı hesaplamasında, güven faktörü ön plana alınarak geri ödenmeme riskine göre faiz oranı değişkenlik göstermektedir. Geri ödenmeme riskinin yüksek olduğu finansal kriz durumlarında, güvenilirlik azaldığı için fonların faiz maliyeti de yükselmektedir. Ancak ekonomik temelleri sağlam ve güven veren bir ekonomide ödünç verilen fonların geri

ödenme olasılığı düşük olduğu için faiz oranları da düşük seyretmektedir (Mishkin, 2000: 129).

Faiz oranlarını etkilemede güvenilirlik gibi önemli olan diğer bir faktör ise piyasada işlem görmekte olan finansal araçların, mevcut piyasa oranlarıyla anlık nakde dönüştürülebilmesidir. Likidite olarak adlandırılan bu kavram, finansal araçların vadelerine göre değişiklik göstermektedir. Vade uzadıkça kaynağın nakde dönüşme süresi uzamakta ve likiditeden uzaklaşmaktadır. Buna rağmen kısa vadeli olup likidite özelliği bulunmayan finansal araçlar da mevcuttur. Dolayısıyla vadesi kısa olan finansal araçların tamamı olmasa da çoğunluğu daha likit kaynaklardır (Aren, 1991: 55-60).

### **7.5. Enflasyon Oranı Etkisi**

Enflasyon oranlarının yüksek olduğu bir ekonomide, fon arz edenler ekonomik zarara uğramamak adına enflasyon oranından daha yüksek getiri elde etmek zorundadırlar. Yatırımcılarda oluşan bu yüksek getiri talepleri, faiz oranlarında yükselmeye neden olmaktadır. Çünkü yüksek enflasyon oranları satın alma gücünü düşürerek, paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır. Piyasaya fon arz edenler paranın değer kaybını, enflasyon oranından daha yüksek bir seviyedeki faiz oranlarıyla ikame etme isteğindedirler. Enflasyon oranlarının arttığı durumlarda faizlerinde artış göstermesi enflasyon oranlarının faiz oranlarına olan etkisine bir örnek oluşturmaktadır (Öztürk, 2012: 68-69).

Enflasyon oranının, faiz oranı üzerindeki bu etkisini ilk defa Irving Fisher ortaya koyduğundan, bu etkiye Fisher etkisi de denilmektedir. Fisher'a göre enflasyon oranındaki uzun vadeli değişim beklentileri, nominal faiz oranlarına eşit derecede değişikliklerle yansımaktadır. Ancak bu artış trendi, nominal faiz oranında sınırlı kalıp reel faizi oranlarını etkilememektedir. Dolayısıyla Fisher'a göre reel faiz oranı, nominal faiz oranı gibi değişkenlik göstermemektedir (Dornbusch ve Fischer, 1998: 498).

## 7.6. Faiz Oranlarının Vade Yapısı

Piyasadaki faiz oranlarına bakıldığında, vade arttıkça faiz oranları arasındaki farkların da aynı doğrultuda arttığı görülmektedir. Uzayan ödeme süreleri, borcun geri ödenmeme riskini arttırdığı için uzun vadeli tahvillerin, kısa vadeli olanlara göre faiz maliyeti daha yüksek olmaktadır. Çünkü fon arz edenlerin, uzun vadeli alışverişe ikna edilebilmesi için faiz oranlarının teşvik edici ölçüde yüksek olması gerekmektedir (Tekere ve Gümüşsoy, 2004: 4)

Faiz oranlarının vade yapılarına göre değişimlerini ele alan beklentiler teorisi, likidite tercih teorisi ve bölünmüş piyasalar teorisi gibi bazı teoriler bulunmaktadır. Bunlardan biri olan beklentiler teorisine göre, piyasadaki farklı vadeli faiz oranları, yatırımcıların kısa vadeli faiz oranlarındaki beklentisine göre şekillenmektedir. Yatırımcılar, uzun vadede faiz oranlarının artacağı düşüncesinde iseler, fonlarını uzun vadeli vermek için daha fazla faiz isteyeceklerdir. Buradan hareketle uzun dönem için oluşan bu yüksek faiz beklentisi, konu olan vade boyunca tahmin edilen kısa vadeli faiz oranlarının geometrik ortalaması alınarak belirlenmektedir (Paya, 1998: 127).

Likidite teorisinde ise, uzun vadeli tahvillerin faiz getirisinin, kısa vadeli tahvillere oranla daha fazla olması gerektiği savunulmaktadır. Buna sebep olarak, varlıkların likidite farklılıkları gösterilmektedir. Uzun vadeli tahvillerin likiditesi düşük olduğundan, vazgeçilen zamanın artı bir değerle ödüllendirilmesi gerekmektedir. Ayrıca vade uzadıkça artan geri ödenmeme riskiyle oluşan temerrüt olasılığı gibi nedenlerle de uzun vadeli yatırımların daha yüksek faiz getirisine sahip olması gerektiğini göstermektedir (Arslan, 2012: 7).

Bölünmüş piyasalar teorisine göre, piyasalarda oluşan vade farkları piyasaların bölünmesine yol açmıştır. Farklı vadeye sahip olan bu piyasalar, birbirleriyle tamamen kopuk bir haldedir. Dolayısıyla ne fon arz eden ne de fon talep eden kesimler, piyasalar arasında geçiş yapmak istememektedirler. Tarafların bu şekilde sadece kendi piyasalarında oluşan getirilerle ilgilenmesi, farklı arz ve talep dengelerinin oluşmasına neden olmaktadır (Horne, 1998: 90).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN AMPİRİK ANALİZİ

Çalışmanın ampirik analiz kısmını oluşturan bu bölümde ilk olarak kısa vadeli sermaye hareketleri ve faiz arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer çalışmalara ait bulgular verilmektedir. Ardından bu çalışmada kullanılacak olan veriler, yöntemler ve bu yöntemlerden elde edilen sonuçlar ortaya konulmaktadır.

#### 1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE FAİZ ORANLARI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN LİTERATÜR ÖRNEKLERİ

Ülkelerin ekonomik dengelerini ciddi anlamda etkileyebilecek niteliğe sahip olan kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki etkileşime çalışmalarında yer veren birçok çalışma mevcuttur. Ancak genel itibarıyla bu çalışmalar kısa sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenlerin birbirleriyle etkileşimini konu alarak, faiz özeline inmeden yüzeysel olarak incelemiştir. Sadece faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin etkileşimini inceleyen az sayıda çalışma mevcuttur. Bu başlık altında faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin birbirleriyle olan ilişkisini Türkiye ve diğer ülkeler çerçevesinde inceleyen çalışmaların, yapmış oldukları analizler neticesinde ulaştıkları bulgular verilmektedir.

##### 1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür Örnekler

Celasun, Denizer ve He (1999), Türkiye'nin 1990-1997 yılları arasındaki verileri yardımıyla iki aşamalı en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak, Türkiye'ye yönelen sermaye hareketlerini etkileyen temel faktörleri araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacmini belirleyen en önemli faktör, faiz oranındaki değişimler olup, yurtiçi faiz oranlarında yaşanan artışlar neticesinde kısa vadeli sermaye girişleri pozitif yönde etkilemektedir. Buna ek olarak yurtdışı faiz oranlarıyla, sermaye hareketleri arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Alper ve Sağlam (2001) çalışmalarında, Türkiye'nin 1989-1999 dönemlerindeki ani sermaye çıkışları nedeniyle yüz yüze kalınan son 4 finansal krizi sorgulamıştır. Çalışmalarının ampirik analiz bölümünde ise GARCH tekniği ve VAR analizi yöntemini kullanmışlardır. Çalışmaya göre ekonomiden ani bir sermaye çıkışı olduğunda parasal otorite yerel para biriminin değerini korumak adına piyasaya döviz satarak para arzının daralmasına neden olmaktadır. Parasal daralma beraberinde risk priminin artmasını ve sermaye kıtlığını getirerek, reel faiz oranlarının arttırılmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, kısa vadeli sermaye çıkışlarının faiz oranlarını arttırıcı etkilerde bulunduğu bir ilişki tespit edilmiştir.

Çeviş ve Kadılar (2001), Türkiye'nin 1989:10-1997:09 dönemlerindeki kısa vadeli sermaye girişleri ile aynı dönemdeki reel döviz kuru, faiz oranı farklılıkları gibi bazı değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu incelemenin analiz kısmında ise VAR tekniğini kullanmışlardır. Yapmış oldukları bu analiz neticesinde ülkeye giren kısa vadeli sermayenin temel nedeni olarak uygulanan yüksek faiz-düşük döviz kuru politikasının olduğunu sonucuna varmışlardır. Kısa vadeli sermaye girişleri arttıkça, faiz oranlarının kademeli bir şekilde düşüşe geçtiğini tespit etmişlerdir. Ayrıca faiz oranları ile döviz kuru arasında güçlü bir ilişki olduğu varılan diğer önemli bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Balkan, Biçer ve Yeldan (2002)'in yapmış oldukları çalışmalarında, Türkiye'nin 1992'den 2002'ye kadar olan dönemlerindeki kısa vadeli sermaye girişlerini belirleyen faktörleri araştırmışlardır. EKK yöntemiyle yapmış oldukları ampirik analizler sonucunda, faiz oranlarının kısa vadeli sermayeleri etkilemesiyle ilgili istatistiksel olarak anlamlı bir sonuca ulaşamamışlardır.

İnsel ve Sungur (2003) çalışmalarında, Türkiye ekonomisindeki 1989-1999 yılları arasındaki sermaye hareketlerinin bazı makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini analiz etmişleridir. Bu analizi yaparken EKK yöntemini ve koşullu varyans yöntemlerini kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, reel Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) faiz oranlarında artışa neden olmaktadır.



Berument ve Dinçer (2004) çalışmalarında, Türkiye'nin 1991:01 ve 2001:06 dönemlerindeki aylık verilerin yardımıyla sermaye girişlerinin makroekonomik etkilerini incelemişlerdir. VAR analizi kullanılan çalışmaya göre, sermaye hareketlerindeki olumlu gelişmeler, para arzında ve çıktı miktarında artışlara sebebiyet verirken, fiyatları ve faiz oranlarını düşürücü etkilerde bulunmaktadır.

Babaoğlu (2005) çalışmasında, Türkiye'ye yönelik olan 1992:01 ile 2005:04 dönemleri arasındaki sermaye akımlarını EKK yöntemi ile analiz etmiştir. Bu analiz neticesinde, küresel bazda faizleri temsil eden ABD faiz oranlarında yaşanan bir birimlik artışın, yüksek getirili ve riskli olarak tanımlanan Türkiye'den 810 Milyon ABD Doları civarında sermaye çıkışına neden olduğunu tespit etmiştir. Yurtiçi faiz oranlarında yaşanan artışlar ise yabancı portföy girişlerini arttırmasına paralel olarak ekonomik dengeyi olumsuz etkilenmesi, doğrudan yabancı yatırımlar ve diğer yatırımlar üzerinde azaltıcı etkilere sebebiyet verecektir.

İnandım (2005), Türkiye'nin 1995 ile 2005 yılları arasındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmasının ampirik analizi bölümünde Granger nedensellik testi ve regresyon analizleri yöntemini kullanmıştır. Çalışmada varılan sonuçlara göre; teorik olarak reel faiz yüksekliğinin kısa vadeli yabancı sermayeyi ülkeye çekmesinin beklenmesine rağmen, ülke ekonomisi yeterince güven vermiyorsa bu faiz artışları bir risk unsuru olarak algılanıp ülkeden sermaye çıkışına sebebiyet verebilmektedir. Diğer taraftan ülke ekonomisinin güven verdiği bir ortamda yapılan faiz artışları, bir fırsat unsuru olarak görüleceğinden kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinde artışlara sebebiyet vermektedir. Türkiye'nin finansal istikrar yolunda önemli adımlar attığı 2001-2005 dönemindeki reel faiz artışları bir fırsat unsuru olarak görülüp, hesaplanan sapmalarda reel faizlerdeki %1'lik artışın kısa vadeli sermaye hareketlerinde %0,63'lük bir artışa neden olması varılan sonuca bir örnek oluşturmaktadır.

Tarı ve Kumcu (2005)'nin, 1983-2003 yılları arasında Türkiye'yi incelemiş oldukları çalışmalarında hangi değişkenlerin Türkiye'nin istikrarsız büyümesinde etkili olduklarını araştırmıştır. Bu araştırmanın ampirik analizi kısmında ise korelasyon

katsayısı hesaplama yöntemini kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, ülkeye yaşanan kısa vadeli sermaye girişlerinin yüksek oranlı faizlerden yararlanmak istenilmesinden kaynaklandığını belirtmektedir. Dolayısıyla faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında pozitif yönlü nedensellik ilişkisinden bahsedilebilmektedir. Ayrıca çalışmanın ana konusu olan ekonomik büyümenin istikrarsız bir şekilde olmasının temel nedenlerinin kısa vadeli sermaye hareketleri ve cari açıklar başta olmak üzere yüksek reel faiz ve enflasyon oranları olduğunu sonucuna varmışlardır.

Gürbüz (2006)'ün çalışmasında, Türkiye'ye yönelik 1990 yılı Ocak ayı ile 2005 yılı Mart ayı arasındaki kısa vadeli sermaye akımlarının bazı makroekonomik değişkenler ile olan etkileşimini incelemiştir. Bu çalışmasındaki verileri analiz etmek için VAR yöntemini ve etki-tepki fonksiyonu yöntemini kullanmıştır. Analize göre; ilk olarak incelenen DİBS faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Daha sonra modele gecelik faiz oranlarını eklemesiyle birlikte değişkenlerin birbiriyle anlamlı bir ilişki kurması üzerine bu değişkeni kullanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye çekilmesine DİBS faiz oranlarının yüksek olmasının etkili olduğunu belirtmiştir. VAR Modeli tahmin sonuçlarına göre ise incelenen bağımlı değişkenlerinin birbirini etkileme sırasının en başında faiz oranları yer almaktadır. Buna göre ülkeye giren kısa vadeli sermayenin ilk olarak faiz oranları ve döviz kuru ile etkileşime gireceği belirtilmiştir.

Aslan ve Koralp (2007) çalışmalarında, Türkiye'ye yönelik 1992 yılı şubat ayı ile 2006 yılı haziran ayı arasında kapsayan kısa vadeli sermaye hareketlerinin, aynı dönemdeki bazı temel makroekonomik göstergelerle olan etkileşimini incelemişlerdir. Bu incelemede VAR analizini kullanmışlardır. Bu analiz sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, reel faiz oranlarında azalmaya yol açmıştır. Ayrıca yabancı yatırımcıların beklentilerinin olumlu olması durumunda sermaye girişlerin artacağını belirtmişlerdir.

Barışık ve Açıkgöz (2007)'ün yapmış oldukları çalışmalarında, 1992:1-2005:4 çeyrek dönemleri arasındaki Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri ile faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkilerini VAR modeli kullanarak incelemişlerdir.

Yapılan analiz sonucuna göre Türkiye’de sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerinde olan etkisinden daha güçlü ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının mevduat ve DİBS faiz oranlarını negatif yönde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin İMKB’yi pozitif yönde etkilediği elde edilen bulgular arasındadır.

Güriş ve Kıran (2007), Türkiye’nin 1992 ile 2005 yılları arasındaki aylık verilerini kullanarak reel faiz oranlarının ve reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Yapmış olduğu ARDL testi sonuçlarına göre, kısa veya uzun dönemde reel faiz oranlarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Kara (2007)’nin çalışmasında, 1992 yılı birinci çeyreği ile 2006 yılı son çeyrek dönemi arasındaki Türkiye’ye yönelik net sermaye akımlarını etkileyen iç ve dış faktörleri incelemiştir. İncelemesinin ampirik analiz kısmında ise Johansen eşbütünleşme analizi ve VAR analizi yöntemini kullanmıştır. Bu sonuçlarına bakıldığında Türkiye’ye yönelik sermaye hareketlerini etkileyen faktörlerin arasında ABD’deki reel faiz oranları da yer almaktadır. Buna göre ABD reel faiz oranlarında azalma, Türkiye’nin sermaye girişlerini arttırıcı bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla ters yönlü bir nedensellik söz konusudur.

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007) çalışmalarında, Türkiye’ye yönelik 1992 yılının ilk çeyreği ve 2005 yılının son çeyrek dönemleri arasındaki net yabancı sermaye yatırımları ile reel faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. ARDL modeli aracılığıyla yapmış oldukları analizlerinde, reel faiz oranları ile net portföy yatırımları arasında uzun ve kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Değirmen ve Elmas (2008) çalışmalarında, Türkiye’nin 1989 yılı ilk çeyreği ve 2003 yılı son çeyreği arasındaki döviz kurlarındaki değişimlerin, ihracat oranları üzerinde herhangi bir dışlama etkisine neden olup olmayacağını incelemiştir. Bu incelemenin ampirik analiz kısmında ise VAR yöntemini kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre faiz oranlarıyla kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasında pozitif

yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranlarındaki pozitif şoklar, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinde artışlara neden olmaktadır.

Keskin (2008) çalışmasında, Türkiye'nin 1992 ile 2007 yılları arasındaki aylık veriler yardımıyla kısa vadeli sermaye hareketleri ile seçmiş olduğu bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu incelemenin analiz kısmında ise ARDL testi ve sınır testi yaklaşımını kullanmıştır. Bu çalışmaya göre faiz oranları, uluslararası sermaye akımlarını en fazla etkileyen makroekonomik göstergelerden biri konumundadır. Faiz oranlarının yüksekliğinin sermaye hareketlerini özendirici bir faktör olmasının yanında faiz oranlarının da sermaye hareketlerinden etkilenebildiğini belirtmiştir. Ülkeye yönelik artan sermaye akımlarının doğrultusunda fon arzında yaşanan artışlar, likiditenin genişlemesine sebebiyet vererek faiz oranlarını düşürücü yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak bu durum her zaman görülmeyebilmektedir. Ülkeye yapılan sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürememesinin sebebi ise, sermaye girişlerinde istikrarın sağlanmasına yönelik uygulanan politikalar gereği yüksek faiz oranlarını koruyucu politikalar izlenmesidir. Ayrıca çalışmada yapılan analiz sonuçlarına göre mevduat faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Oluşturulan uzun ve kısa dönem ARDL modelleri doğrultusunda, kısa vadeli sermaye hareketleri mevduat faiz oranını uzun dönemde pozitif olarak etkilerken, kısa dönemde negatif etkilere yol açtığı görülmüştür.

Mangır (2008) çalışmasında, Türkiye'de 2002 yılının Ağustos ayı ile 2006 yılının Aralık ayı arasındaki uluslararası sermaye hareketlerinin oluşturduğu makroekonomik etkileri incelemiştir. İncelenmesinin analizini ise VAR yöntemi ve çoklu regresyon yöntemi ile yapmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre; yapısal ve kurumsal zayıflıklar barındıran bir ekonomide yabancı sermaye hareketlerini etkileyecek unsurlar oldukça sınırlı olduğu için, kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen temel unsur yüksek faiz oranları olmaktadır.

Demir ve Sever (2009) çalışmalarında, Türkiye'nin 1992 ile 2006 yılları arasındaki kısa vadeli sermaye girişlerindeki yurtdışı ve yurtiçi faktörlerin etkisini

incelemişlerdir. Bu incelemenin ampirik analizini ise VAR yöntemi aracılığı ile yapmışlardır. Analiz neticesinde kurulan modelin sonuçlarına göre yurtdışı faiz oranlarında meydana gelen bir birimlik artışın, Türkiye'ye olan sermaye girişlerinde artışa sebebiyet verdiğini belirtmiştir. Genel teorinin aksine çıkan bu sonucun sebebi olarak ise Asya, Latin Amerika ve Rusya'da yaşanan finansal krizler gösterilmiştir. Ayrıca ülkeye giren kısa vadeli sermaye akımları, BİST endeksinde oluşan bir birimlik standart sapmalı şoka pozitif yönlü, hazine bonusu faiz oranlarına ise negatif yönlü olarak tepki vermiştir. Hazine bonusu faiz oranlarındaki yaşanan artışın, kısa vadeli sermaye hareketlerini de arttıracakını varsayan teorik beklentinin aksine bir sonuç elde edilmiştir. Bu sonucun sebebi olarak ise 1994 ve 2001 yıllarında Türkiye'de meydana gelen finansal krizlerin, ülkedeki makroekonomik sorunları derinleştirerek piyasalardaki belirsizliği yükseltmesinin ve risk primlerinde yaşanan artışlar gösterilmiştir. Çalışmadaki kısa vadeli sermaye hareketlerinin varyans ayırım tablosu incelendiğinde ise yurt içi ve yurt dışı faiz oranlarının, kısa vadeli sermaye girişlerinin kendi gecikmeli değerleri dışında en fazla etkili olduğu değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. İncelenen ilk dönemde yurt içi faiz oranı %11 düzeyinde, yurt dışı faiz oranı %4 düzeyinde etkili bir konumdayken, sonraki dönemlerde bu iki değişkenin etkili olduğu seviye %17'lere kadar yükselmiştir.

Süer (2009), Türkiye'nin 1991 ve 2001 yıllarının birinci çeyreklerini kapsayan çalışmasında, bu dönemlerdeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz sonuçları incelemiştir. Bu incelemesinin ampirik analiz kısmında ise VAR yöntemini tercih etmiştir. Bu analizin sonuçlarına göre faiz oranları ile sıcak para bileşenleri arasında tek başına anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Bu durumun ana sebebi olarak ülkeye giren yabancı sıcak para akımlarının sadece faiz oranlarıyla değil, ek olarak ülkedeki döviz kurlarıyla ilgili beklentilerle de ilgili olmasıdır.

Erataş ve Öztekin (2010) çalışmalarında, Türkiye'deki reel faiz oranlarının ve döviz kurunun, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Türkiye'nin 1995 ile 2009 yıllarına ait çeyreklik verilerini, ARDL modeliyle aracılığıyla analiz etmişlerdir. Yapmış oldukları bu analiz sonucunda, teoriyle uyumlu bulgulara ulaşmışlardır ve değişkenler arasında uzun dönemli koentegre ilişki

bulunmuştur. Sonuç olarak reel faiz oranlarının artmasıyla, Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye akımlarının arttığı, dolayısıyla bu iki değişken arasında doğru yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcılar, yatırım miktarlarını belirlemede reel faiz oranlarının doğrultusunda bir yol izlemektedir.

Kara (2012) çalışmasında, Türkiye'nin 1991 yılı aralık ayı ile 2011 yılı mart ayı arasındaki faiz oranları ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın ampirik analiz kısmında ise eşbütünleşme testi ve Toda-Yamamoto nedensellik testi yöntemini kullanmıştır. Analiz sonuçlarına göre teorik olarak beklenen artan sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürme eğiliminin gerçekleşmemesinin sebebi, bu sermaye girişlerinin ülke ekonomisindeki yarattığı makroekonomik sıkıntılardan kaçınmak adına uygulanan sterilizasyon politikaları olduğu tespit edilmiştir. Bu politikalar sonucunda artan faiz oranlarıyla birlikte ülke ekonomileri kısır bir döngüye sokulmuştur. Testler sonucunda kırılma tarihi olarak gösterilen Temmuz 2000 yılından önce kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu tarihten sonraki ilişki ise negatif olarak bulunmuştur. Buradan hareketle sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde faiz oranlarında düşme, sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde faiz oranlarında artış eğilimi görülmektedir. Ayrıca faiz ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin Toda-Yamamoto testi ile sınanmasının sonucunda iki seri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Direkçi ve Kaygusuz (2013) çalışmalarında, Türkiye'nin 1990:1-2012:4 çeyrek dönemleri arasındaki kısa vadeli sermaye hareketlerinin bazı makroekonomik değişkenlerle olan etkileşimini incelemiştir. Yapmış oldukları bu incelemenin analizinde ise ARDL sınır testini uygulamışlardır. Analiz sonuçlarına göre, faiz oranlarından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Buradan hareketle yabancı sermayenin, faiz oranları düşük olan ülkeye oranla daha yüksek olan ülkelere doğru bir yönelimi olmaktadır. Bu durumda sermaye akımları genellikle gelişmiş ülkelere, gelişmekte olan ülkelere doğru olmaktadır.

Duru (2013) çalışmasında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na 2006 ve 2012 yıllarını arasında yapılmış olan yabancı portföy yatırımları ile bazı temel makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu incelemenin analiz kısmında ise Granger nedensellik analizi ve VAR yöntemini kullanmıştır. Portföy yatırımları ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi Granger Nedensellik Testleri ile analiz ettiği bölüme göre; %15 anlamlılık düzeyinde tek yönlü ilişki bulunmaktadır. Bu sonuca göre yabancı portföy yatırımlarındaki değişim faiz oranlarını etkilese de, faiz oranlarındaki herhangi bir değişim, yabancı portföy yatırımlarını kısa vadede etkileyememektedir.

İpek (2013) çalışmasında, Türkiye'nin 1991:4-2012:2 çeyrek dönemleri arasındaki finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarruf ve yatırımlara olan etkilerini incelemiştir. Bu incelemenin ampirik analizi sırasında ise sınır testi ve ARDL modelini uygulamıştır. Çalışmasında net portföy yükümlükleri ve net kısa vadeli sermaye akımlarını birleştirerek, elde ettiği değişkeni finansal sermaye akımları olarak isimlendirmiştir. Finansal sermaye akımları değişkeninin sınındığı analiz sonuçlarına göre, reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi uzun dönemde pozitif yönde olmaktadır. Dolayısıyla artan reel faiz oranlarının yabancı sermaye girişlerini olumlu yönde etkileyerek, oluşan yabancı sermaye fonlarıyla yatırım harcamalarının finanse edilmesinin kolaylaştığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özdemir (2013), Türkiye'ye 2003-2012 yılları arasındaki yönelen kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmadaki veriler, Granger nedensellik analizi ve VAR yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmasındaki değişkenler arasında yaptığı Granger nedensellik analizinde %5 anlamlılık düzeyinde DİBS faiz oranlarının, kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca DİBS faiz oranlarına uygulanan bir birimlik şoka en anlamlı tepkiyi de kısa vadeli sermaye hareketleri vermiştir.

Kaygusuz (2014) çalışmasında, Türkiye'nin 1990 ile 2012 yılları arasındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile bazı makroekonomik değişkenlerin ilişkisini incelemiştir. Çalışmasının ampirik analiz kısmında ise ARDL testi, Toda-Yamamoto ve Granger

nedensellik testi yöntemini kullanmıştır. Bu analizler sonucunda ise faiz oranlarından, kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru nedensellik ilişkisi de tespit edilmiştir. Buradan hareketle yabancı sermayenin faiz oranlarının daha yüksek olduğu piyasalara doğru yöneldiği anlaşılmaktadır. Türkiye'deki faiz oranlarının, diğer gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla olması, gelişmiş ülkelere sermaye girişine neden olmuştur. Bu duruma paralel olarak yaşanan ekonomik rahatlama neticesinde faiz oranlarında zamanla yaşanan azalma, reel sektörün kredi kullanımını konusunda kapasitesini arttırıcı bir etkide bulunarak ekonomik büyümenin sebebi olmuştur.

Kandil ve Trabelsi (2015), çeyrek dönemli periyotlar halinde Türkiye'nin 1989 yılının ilk çeyreği ile 2009 yılının üçüncü çeyreğindeki yabancı sermaye hareketlerinin makroekonomik performansını VAR yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmaya göre, sermaye girişleri, yurtdışındaki likiditeyi arttırarak nominal faiz oranlarında düşüşe sebep olacağı belirtilmiştir. Ayrıca analiz sonuçlarına göre finansal krizin yaşandığı 1989 yılı ve 2001 yılı birinci çeyrekleri arasında yaşanan sermaye girişi şokunun faiz oranlarına etkisi negatif yönde iken, finansal kriz sonrası dönem olan 2001 yılı ikinci çeyreği ile 2009 yılı ikinci çeyreği arasında ise faiz oranlarının önemsiz halde olduğu sonucuna varılmıştır.

Saraçoğlu, Kuzu ve Kocaoğlu (2015) çalışmalarında, Türkiye'ye yönelik 2008 yılı ocak ayı ile 2013 yılı mayıs ayı arasındaki yabancı sermaye hareketleri ile bazı temel makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimleri incelemişlerdir. Bu incelemenin analiz kısmında ise VAR yöntemini ve etki-tepki analizleri yöntemini kullanmışlardır. Çalışmaya göre FED'in ekonomik büyümeyi desteklemek adına faizleri nerdeyse sıfıra düşürdüğü ve piyasaya likit kaynak sağlamak adına başlattığı tahvil alım programını kademeli olarak sonlandırılacağına açıklanmasından sonra gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışı yaşanmıştır. GOÜ'lerde yaşanan bu sermaye çıkışları, gelişmiş ülkelere kaymıştır. Buradan hareketle faiz oranları, sermaye hareketlerini yönlendirme de oldukça etkili bir faktör olmaktadır. Çalışmada yapılan ampirik analizler sonucunda da bu bulguyla örtüşen sonuçlar ortaya çıkmıştır. Sonuçlara göre enflasyon ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki faiz kanalıyla gerçekleşmektedir. Faiz oranlarında olan değişimler sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkilemektedir.



Çalışmasında geçiş olasılıkları matrisi yöntemini kullanan Baran (2017), kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyici rolde olduğu değişken değerlerinin farklarını alarak bir karar matrisi ortaya çıkarmıştır. Bu karar matrisine dayanarak elde ettiği analiz sonuçlarına göre diğer ülkelere kıyasla Türkiye, enflasyon oranı ve kur değişimi yönünden dezavantajlı iken faiz oranlarında avantajlı konumdadır. Dolayısıyla ortaya çıkan bu durum Türkiye'ye yapılan sermaye girişlerini teşvik edecek bir durum olmasına rağmen finansal krizler karşısında da daha kırılgan bir yapıya bürünmesine neden olabilecektir.

## **1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür Örnekleri**

Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993) çalışmalarında, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarına olan etkisini incelemişlerdir. Seçmiş oldukları bazı Latin Amerika ve Asya ülkelerine ait 1998 yılı ocak ayı ile 1992 yılı eylül ayları arasındaki ekonomik veriler yardımıyla panel veri yöntemiyle analiz yapmışlardır. Analiz sonuçlarına göre yabancı sermaye girişlerini açıklayan en önemli faktör ABD'deki faiz oranları ve ABD sanayi üretimi verileridir. Buna göre ABD'deki faiz oranlarındaki düşüş ve sanayi üretimindeki yavaşlama ile gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişleri artmaktadır. Ayrıca yabancı sermaye girişlerinde gelişmekte olan ülkelerdeki yerel faktörlerin bu akışları belirlemede ABD faiz oranlarına göre çok daha az etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Frankel ve Okongwu (1995), çalışmasına seçmiş olduğu bazı Latin Amerika ve Doğu Asya ülkelerinin 1987-1994 yılları arasındaki yabancı portföy girişlerinin etkileşimde oldukları faktörleri incelemişlerdir. İncelemesinin ampirik analizini ise EKK yöntemi ile yapmışlardır. Çalışmalarında, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının en önemli belirleyicisinin ABD faiz oranları olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Analize göre portföy akımlarında ABD faiz oranlarının etkisi oldukça güçlü ve anlamlıdır. Buna göre ABD'de yaşanan faiz artışları, gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı sermayede geri dönüşlere sebebiyet vererek yabancı sermaye çıkışlarına neden olmaktadır.

Cebula (1997), yapmış olduğu çalışmasında Fransa'ya yönelik 1973 yılı ikinci çeyreği ile 1993 yılı üçüncü çeyreği arasındaki uluslararası net sermaye girişlerinin, uzun vadeli nominal faiz oranları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Araştırmasının analizini ise VAR yöntemini kullanarak yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, Fransa'ya olan net sermaye girişlerinin, uzun vadeli faiz oranlarını düşürdüğü sonucuna ulaşmıştır.

Taylor ve Sarno (1997) çalışmalarında, ABD'den 1988-1992 yılları arasında Latin Amerika ve Asya ülkelerine doğru uzanan geniş portföy akımlarını belirleyen faktörleri incelemişlerdir. Bu incelemelerin analiz kısmında Granger nedensellik testi ve VAR yöntemini kullanmışlardır. Yapmış oldukları bu analizler neticesinde, ABD'deki faiz oranlarındaki değişimlerin gelişmekte olan ülkelere doğru olan kısa vadeli sermaye hareketlerin en önemli belirleyicisi konumunda oldukları sonucuna varmışlardır.

Eichengreen ve Mody (1998) çalışmalarında, 1991-1996 yılları arasındaki ABD faiz oranları ile Latin Amerika ülkelerine yönelik sermaye hareketleri arasındaki bağlantıyı araştırmıştır. Çalışmanın analiz kısmında ise EKK yöntemini kullanmışlardır. Elde edilen bulgulara göre ABD'deki faiz oranlarının, yatırımcıların tahvil talepleri önemli ölçüde etkilediği görülmektedir. ABD faiz oranlarını arttırması, yatırımcılarının yurtdışına piyasalarına çıkışını azaltmıştır. Bunun sonucunda küresel sermaye hareketlerine yavaşlama yönlü bir baskı oluşmaktadır.

Milesi-Ferretti ve Razin (1998) çalışmalarında, düşük ve orta gelir düzeyindeki toplam 105 ülkenin, 1970 ile 1996 yılları arasındaki ekonomik verileri yardımıyla döviz kuru krizlerinde etkili olan faktörleri araştırmışlardır. Bu araştırmanın analiz kısmında ise Probit panel veri analiz yöntemini kullanmışlardır. Yaptıkları panel veri analizinin faizle ilgili bölümünde, gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının yükselmesinin, gelişmekte olan ülkelerde sermaye çıkışlarına neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Reinhart ve Montiel (1999) çalışmalarında, 15 ülkenin 1990 ile 1996 yılları arasındaki ekonomik verileri aracılığıyla, sermaye kontrollerinin sermaye akımlarına olan etkisini araştırmışlardır. İncelemelerinin analizini ise panel veri analiz yöntemi ile yapmışlardır. Çalışmaları sonucunda ulaşılan bulgulara göre, sermaye girişleri karşısında uygulanan sterilizasyon politikaları neticesinde doğrudan yabancı

yatırımlarının toplam sermaye girişlerindeki payı azalırken, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar yaşanmaktadır. Genele bakıldığında ise toplam sermaye hacminin ilk duruma göre daha fazla olması, sterilizasyon politikalarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki yarattığı hacim artışının, doğrudan yabancı yatırımları üzerinde yarattığı hacim azaltıcı etkisinden daha büyük olduğunu göstermektedir.

Takagi ve Esaka (2001), seçmiş oldukları Doğu Asya ülkelerinin 1987 yılı ilk çeyreği ile 1997 yılı ikinci çeyreği arasındaki yabancı sermaye girişlerini ve sterilizasyon politikalarını incelemişlerdir. İncelemenin analizini ise EKK ve VAR yöntemi ile yapmıştır. Çalışmalarına göre, Doğu Asya'daki yaşanan yabancı sermaye girişlerine karşı parasal otoritelerin izlemiş oldukları sterilizasyon politikası nedeniyle faiz oranlarının yüksek kalması, sermaye girişlerde ek artışlara neden olduğunu belirtmişlerdir. Bu politikalar çerçevesinde yüksek faiz oranlarının sermaye girişlerinin hacmini değiştirip, kısa vadeli yabancı sermayeler lehine arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Buradan hareketle, faiz oranlarının Doğu Asya ülkelerindeki yabancı sermaye hareketlerini doğrusal yönde etkilediği söylenebilmektedir.

Ying ve Kim (2001) çalışmalarında, Kore ve Meksika'ya yönelik sermaye akımlarının nedenlerini araştırmışlardır. Bu araştırmada Kore'nin 1960 ile 1996, Meksika'nın ise 1980 ile 1996 yılları arasındaki verilerini çeyrek dönemler halinde incelemişlerdir. Çalışmanın ampirik analizini ise VAR yöntemi aracılığıyla yapmışlardır. Yapmış oldukları VAR analizleri doğrultusunda, 1980'lerin sonlarında ve 1990'lı yılların başında olan yabancı sermaye girişlerinin ana itici gücünün, ABD'deki düşük faiz oranları olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca yabancı faiz oranlarında yaşanan şoklar, Kore ve Meksika ekonomilerinin yurtiçi üretim düzeylerinde orta vadeli olarak olumsuz etkilere neden olmaktadır. Şaşırtıcı bir şekilde faiz şokları, Kore'den sermaye çıkışına sebep olurken, Meksika'da ise sermaye girişine neden olmaktadır.

Ibarra (2004), Meksika'nın 1990 yılı ilk çeyreği ile 2002 yılı ikinci çeyreği arasındaki kapsayan çalışmada, Meksika'ya yönelik olan sermaye hareketlerini, döviz kuru rejimini ve Meksika'nın makroekonomik performansını incelemiştir. EKK ve iki

aşamalı EKK yöntemini kullandığı bu çalışmasındaki kurduğu tüketim denkleminin sonuçlarına göre reel faiz oranını istatistiksel olarak anlamlı bulamamıştır. Beklenen negatif katsayıları elde etmek adına reel faiz yerine nominal faiz oranlarını kullanmıştır. Sonuç olarak ortaya çıkan kanıtlar, özellikle yatırım talebi durumunda toplam talebe doğru olan sermaye akışlarının seyrinde faiz oranlarının nispeten küçük bir rol oynadığı yönündedir.

Bouvatier (2006) çalışmasında, Çin'deki 2003-2004 yılları arasında oldukça artan uluslararası rezerv birikiminin, parasal istikrarsızlığa neden olup olmadığını incelemiştir. Araştırmasında, Çin'e ait 1995 yılı mart ayı ile 2005 yılı aralık ayları arasındaki ekonomik verilerini VECM yöntemi ile analiz etmiştir. Bu analiz sonuçlarına göre ülkeye olan sıcak para girişlerinin temel açıklayıcısı ABD faiz oranları olmaktadır. ABD'nin 2001 yılında güçlü bir şekilde yaptığı faiz indirimi ve bu faiz oranlarının 2005 yılına kadar düşük tutulması, faiz oranı daha yüksek ülkelere sermaye kaçışına sebep olmuştur. Bu dönemde Çin'in faiz oranlarını sabit tutması, artan kısa vadeli sermaye girişlerinin açıklayıcı olmuştur.

Cavoli (2007) çalışmasında, seçmiş olduğu bazı Doğu Asya ülkelerine yönelik yabancı sermaye girişlerini, sterilizasyon politikaları ve faiz oranları arasındaki etkileşimleri incelemiştir. Çalışmasında ele aldığı ülkelerin 1990-1997 yılı arasındaki aylık verilerini EKK, VAR, Granger nedensellik testi ve etki-tepki fonksiyonları gibi yöntemlerle analiz etmiştir. Analiz sonuçlarında yurtiçi faiz oranının ana belirleyicisinin yurtdışı faiz oranları olduğunu, bunun neticesinde sermaye hareketliliğinin hacminin değiştiği belirlenmiştir. Uygulanan etki-tepki fonksiyonları neticesinde faiz şoklarına karşı rezerv miktarlarında değişimin gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Mecagni ve diğerlerinin (2007) çalışmalarında, sermaye hesabı krizlerinin sürelerini, seçmiş oldukları ülkelerin 1994-2005 yılları arasındaki yıllık ekonomik veriler yardımıyla araştırmaktadırlar. Çalışmalarının ampirik analiz kısmında ise LR testi ve gruplandırılmış süreklilik testini kullanmışlardır. Yapmış oldukları analizler neticesinde, faiz oranlarıyla sermaye hareketleri arasında nedensellik bağı bulunduğunu

tespit etmişlerdir. Buna göre sermaye çıkışlarına engel olabilmek için kısa vadeli faiz oranlarında artışa gidilmesinin bir önlem olabileceğini belirtmişlerdir.

Reinhart ve Reinhart (2008), yaklaşık 181 ülkenin 1980-2007 yılları arasındaki yıllık verileri yardımıyla yapmış oldukları çalışmalarında, bu ülkelerdeki sermaye girişlerinin öncesinde, sırasında ve sonrasında olanları incelemiştir. Bu incelemelerinin analizi konusunda ise maksimum olasılık hesaplama yöntemini kullanmışlardır. Yapmış oldukları analizler sonucunda, yabancı sermaye girişlerindeki artışı, uluslararası faiz oranları ile bağlantılı olduğu sonuca ulaşmışlardır. Elde edilen bulgulara göre gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarının uluslararası piyasadaki faiz oranlarından kıyasla daha yüksek olması, yatırımcıların bu ülkelere yönelmesinde etkili bir unsur olmaktadır.

Varma (2008) çalışmasında, 1991 yılı ilk çeyreği ile 2005 yılı son çeyreği arasındaki Hindistan'a yönelik sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini incelemiştir. EKK Yöntemi ve Granger nedensellik testi uyguladığı çalışmasında, Hindistan'a yönelik sermaye akımlarının, yurtiçi para arzında artışlara sebebiyet vererek, faiz oranlarını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

Warnock ve Warnock (2009) çalışmalarında, ABD'ye yönelik 1984 yılı Ocak ayı ile 2005 yılı Mayıs ayı arasındaki uluslararası sermaye hareketlerinin uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmanın ampirik analizini ise EKK yöntemiyle yapmışlardır. Yapmış oldukları analizler sonucunda, yabancı sermaye akımları ile ABD'deki uzun vadeli faiz oranları arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Yabancı yatırımcının son yıllarda ABD devlet tahvillerine olan yüksek talebinin, ABD'deki faiz oranlarının düşmesinde büyük rol oynadığını belirtmişlerdir. Ayrıca bütün bir yıl boyunca devlet tahvillerine olan yabancı yatırımın sıfır olduğunun varsayıldığı durumda, uzun vadeli faiz oranlarının 80 baz puan daha yüksek olacağı hesaplanmıştır.

Jittrapanun ve Prasartset (2009) çalışmalarında, Tayland'a yönelik 2005 yılı ocak ayı ile 2007 yılı aralık ayı arasındaki sıcak para akımlarını ve bu akımlara karşı kontrol amaçlı önlemleri incelemiştir. Bu doğrultuda, söz konusu dönem verilerinin

analizi için VAR yöntemini kullanmışlardır. Yapmış oldukları bu analizler neticesinde, Tayland Bankası'nın yurtiçi tasarrufları ve enflasyonist baskıları dengelemek adına yüksek tuttuğu faizlerin, kısa vadeli sermaye girişlerini arttırdığını sonucuna ulaşmışlardır.

Abdulah, Mansor ve Pua (2010) çalışmalarında, Malezya'ya yönelik 1985 yılı ilk çeyreği ile 2006 yılı son çeyreği arasındaki uluslararası sermaye girişlerini belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Bu araştırmanın ampirik analiz kısmında ise hata tahmin modeli, Johansen eşbütünleşme testi, Granger nedensellik analizi gibi yöntemleri kullanmışlardır. Bu doğrultuda elde edilen sonuçlara göre, bir ülkeye sermaye girişini arttıran faktörlerin başında reel çıktıdaki artış ile yurtiçi faiz oranlarının yüksekliği gelmektedir. 1970'lerden bu yana Malezya'ya olan sermaye girişlerinin olumlu yönde seyretmesinde, ılımlı faiz oranlarının etkisi olmaktadır.

Hui ve Hui (2010) çalışmalarında, Çin'e yönelik 2004 ve 2009 yılı arasındaki kısa vadeli sermaye hareketlerine etki eden faktörleri araştırmışlardır. Çalışmalarının ampirik analizinde ise Johansen eşbütünleşme testi ve VAR analiz yöntemini kullanmışlardır. Yapmış oldukları analizler neticesinde, faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Forbes ve Warnock (2011) çalışmalarında, uluslararası sermaye hareketlerinin küresel çaptaki dalgalanmalarını araştırmışlardır. Bu çalışmalarında seçmiş oldukları 56 ülkenin 1980 ile 2009 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verilerini, panel veri analizi ve tamamlayıcı logaritmik regresyon analiz yöntemiyle incelemişlerdir. Yapmış oldukları analizlerin sonucunda, benzer çalışmalarda geçen ABD faiz oranlarının sermaye hareketlerinin belirlenmesindeki temel faktör olduğu varsayımıyla zıt bulgulara ulaşmışlardır. Buna göre, ABD gibi gelişmiş bir ekonomideki faiz oranlarının değişimlerinin, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesi konusunda etkisi yoktur.

Bertaut ve diğerleri (2011) çalışmalarında, ABD'nin varlığa dayalı menkul kıymetlerine olan yurtdışı taleplerin hacmini belirlemek adına ABD'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri verilerini incelemişlerdir. Bu inceleme 1980 ile 2007 yılı arasındaki çeyrek dönemlerde olup, T ve Z istatistik testleriyle analiz edilmiştir.

Çalışmalarında bahsettikleri küresel tasarruf fazlalığı (GSG) hipotezinin savunmasına göre gelişmekte olan ülkelerden ABD'ye olan sermaye akışı, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faiz oranlarında ciddi düşüslere sebep olmaktadır. Yapılan analizler neticesinde genel olarak varılan sonuç da bu hipotezi kanıtlar nitelikte olup, son on yılda başta Avrupa ülkeleri olmak üzere gelişmiş ülkelerden ve GSG ülkelerinden gelen sermaye girişleri ABD'nin faiz oranlarını düşürücü yönde etkilemiştir.

Byrne ve Fiess (2011) çalışmalarında, seçmiş olduğu 78 gelişmekte olan ülkeye yönelik uluslararası sermaye hareketlerini incelemişlerdir. İncelemesinde 1993 ile 2009 yılları arasındaki çeyrek dönemli verileri, PANIC yöntemi ile analiz etmişlerdir. Çalışmada elde edilen bulgulara göre, ABD'deki uzun vadeli reel faiz oranları, sermaye girişlerini belirlemede önemli bir faktör olmaktadır. Kısa vadeli faiz oranları ise nispeten daha az öneme sahiptir. Çünkü kısa vadeli faiz oranları ABD'nin para politikasında çok güçlü bir etkiye sahip olmamaktadır. Ayrıca çalışmada elde edilen diğer bir sonuca göre gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişlerindeki ani duruşlar gibi olumsuzlukların, bu ülkelerdeki spesifik politikalar bağlamında olmadığı anlaşılmıştır.

Ghosh ve diğerleri (2012) çalışmalarında, sermaye piyasasında yaşanan dalgalanma dönemlerinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini incelemektedir. Araştırmaya konu edilen 56 ülkenin 1980 ile 2009 yılı arasındaki yıllık verileri EKK ve probit panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Bu analizler doğrultusunda, ABD'deki faiz oranlarının ve küresel piyasa belirsizliğinin, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin hacmini belirlediği sonucuna ulaşılmıştır. ABD'de faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde gelişmekte olan ülkelere artan sermaye girişleri buna bir örnek niteliğinde olup, ABD faiz oranları ile yabancı sermaye hareketleri arasında zıt yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu söylenebilmektedir.

Tan, Jusoh ve Sarmidi (2013), 1999 ile 2011 yılı arasında Çin'e olan uluslararası sermaye akımları ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu incelemenin ampirik analiz kısmında ise Granger nedensellik testini kullanmışlardır. Bu

test sonuçları neticesinde, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini etkileyen ana faktörlerin ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları ve emlak fiyatları olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Adler, Djigbenou ve Sosa (2014), çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerdeki bütün sermaye akımlarını incelemişlerdir. Bu araştırmada gelişmekte olan 38 ülkenin verileri 1990-2012 yılları arası çeyrek dönemlik periyotlar halinde incelenmiştir. Çalışmanın ampirik analiz kısmında ise panel vektör otoregresif yöntemini kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucuna göre, ABD'deki faiz oranları değişiminin, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akışını etkilediği sonucuna ulaşmıştır. ABD'deki uzun vadeli faiz oranlarındaki artışın nedeni ABD ekonomisindeki olumlu gelişmeler ise, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları üzerinde ılımlı bir etki bırakmaktadır. Tersine bir durum olarak artan faiz oranları, bir faiz oranı şoku şeklinde yansıtırsa, gelişmekte olan ülkelerde büyük sermaye çıkışları yaşanarak, oldukça olumsuz bir etki bırakmaktadır.

Giordani ve diğerleri (2014) çalışmalarında, 64 ülkenin 1995-2009 yılları arasındaki ekonomik verileri yardımıyla, ülkelere yönelik sermaye girişlerini ve bu girişlerin karşılık olarak uyguladıkları politikalarının etkilerini incelemişlerdir. Çalışmanın analiz yöntemleri olarak EKK ve probit regresyon analizi yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarında elde ettikleri bulgulara göre, ikame etkisinin gelir etkisine oranla daha baskın olduğu, dolayısıyla yüksek faiz oranlarının aynı zamanda yüksek tasarrufu da beraberinde getirdiği belirtilmiştir. Bu nedenle borç alan ülkelerdeki sermaye girişlerine olan talebin azalacağı, borç veren ülkelerdeki sermaye çıkışlarının ise artacağı sonucuna varılmıştır.

Olaberria (2014) çalışmasında, ABD faiz oranları ile gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri arasındaki etkileşimleri incelemiştir. Bu incelemesinde ABD ve seçmiş olduğu 9 gelişmekte olan ülkenin 1990-2012 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verilerini kullanmıştır. Bu verilerinin ampirik analizi konusunda ise probit regresyon analizi, EKK yöntemi ve genelleştirilmiş momentler metodunu kullanmıştır. Çalışmasında elde ettiği bulgulara göre, gelişmekte olan ülkelere yönelik büyük çaptaki



sermaye girişlerinin ABD’ndeki uzun vadeli faiz oranları ve küresel riskten kaçınma güdüsüyle küresel bir döngüyü izlediği sonucuna ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerindeki ani duruşlar, bu ülkelerde ciddi yıkımlara sebebiyet verebilmektedir. Ayrıca ABD’ndeki uzun vadeli faiz oranlarının net sermaye hareketlerinde keskin bir değişime sebep olmamasına rağmen, piyasalarda yaşanan beklenmedik bir artış yaşandığı takdirde artan belirsizliğin, gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışına sebep olabileceği belirtilmiştir.

Carvalho (2015) çalışmasında, Euro’nun para birimi olarak kullanılmaya başlanılmasından bu yana Euro Bölgesi’ne yönelik sermaye akımlarının uzun vadeli faiz oranları ile etkileşimlerini incelemiştir. İncelemesinde Euro Bölgesi’ne ait 2005 yılı ocak ayı ile 2014 yılı eylül ayı arasındaki verileri VAR ve ARDL yöntemiyle analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yabancı sermaye girişlerinde yaşanan artışların, Euro Bölgesi’ndeki uzun vadeli faiz oranlarında 1,55 puanlık düşüşe yol açtığını belirlemiştir.

Fernandez (2015) çalışmasında, FED’in parasal genişleme politikalarının, Filipinler’e yönelik sermaye hareketlerine olan etkilerini araştırmıştır. Bu araştırmada Filipinler’e ait 2005-2014 yılları arasındaki aylık verileri VAR yöntemi, etki-tepki analizi yöntemleriyle incelemiştir. Çalışmada elde ettiği bulgulara göre, ABD’deki uzun vadeli faiz oranlarındaki düşüklüğünün, Filipinler’e yönelik brüt portföy yatırımı girişlerini teşvik etme konusunda önemli bir rol oynadığını tespit etmiştir. Ayrıca gelişmiş ülkelerdeki düşük seviyedeki bu faiz oranının korunacağı ve sermayenin yakın dönemde gelişmekte olan ülkelere doğru akmaya devam edeceğini belirtmiştir.

Friedrich ve Guerin (2016) çalışmalarında, ülkelerin rejim değiştirme modellerine dayanan güçlü sermaye akımlarını incelemiştirlerdir. Bu inceleme için gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 65 ülkenin 2000-2006 yılı arası aylık verileri, VAR modeli ile analiz edilmiştir. Yapmış oldukları analiz sonuçlarına göre, reel faiz oranlarındaki artış, beraberinde önemli miktarda sermaye girişlerine neden olmaktadır. Dolayısıyla faiz oranları ile yabancı sermaye girişlerini arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur.

Choi ve diğ erleri (2017) alışmasında, yerel ve ABD para politikalarının gelişmekte olan piyasa ekonomileri üzerinde olan etkilerini incelemişlerdir. alışmaları için gelişmekte olan 19 ülkenin 1995 yılı ikinci çeyreği ile 2014 yılı nc çeyreği arasındaki verilerini VAR modeli ve FAVAR panel veri analiz metoduyla analiz etmişlerdir. İncelemeler sonucunda, ABD'deki faiz oranları artışlarının, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sermaye girişlerini bütünüyle olumsuz etkilediğini tespit etmişlerdir. Ayrıca yüksek enflasyon sahibi olan gelişmekte olan ülkelere kıyasla düşük enflasyona sahip ABD'nin faiz artırımına daha yatkın olduğu görülmüştür. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerin küresel para politikası şoklarına karşı koymak için yeterince etkili politikalar ortaya koymalarının oldukça zor olduğu belirtilmiştir.

Ghosh, Ostry ve Qureshi (2017) alışmalarında, gelişmekte olan ülkelerin kendilerine yönelik sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini azaltmak adına verdikleri tepkileri araştırmaktadır. Bu araştırmalarını gelişmekte olan 53 ülkenin 2005-2013 yılları arasındaki çeyrek dönem verileri aracılığıyla yapmıştır. Bu verilerin ampirik analizi kısmında ise EKK ve probit panel veri analiz yöntemini kullanmıştır. Çalışmada elde edilen bulgulara göre gelişmekte olan ülkeler, yaşadıkları yabancı sermaye girişleri karşısında bir takım politika araçlarıyla cevap vermektedirler. Karşılaşılan net sermaye girişleri karşısında, enflasyonu ve piyasaların aşırı ısınmasını kontrol edebilmek adına merkez bankaları politika faiz oranlarını yükseltmektedirler. Dolayısıyla sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, faiz oranlarını arttırıcı bir etkide bulunmuştur.

Jia ve Ren (2017) alışmalarında, Çin'deki sermaye piyasası serbestliğinin ve kurumsal faktörlerin kısa vadeli sermaye hareketlerine olan etkilerini incelemişlerdir. Araştırmada Çin'in 2000-2014 yılları arasındaki çeyrek dönemlik ekonomik verilerini, VAR yöntemi ile analiz etmişlerdir. alışmalarında elde ettikleri bulgulara göre, ABD faiz oranlarındaki düşüşe karşılık Çin'deki faiz oranlarının yükseldiğini tespit etmişlerdir. Aradaki bu faiz farkının arttığı ilk dönemlerde yüksek miktarda kısa vadeli yabancı sermayenin Çin'e girmesine rağmen ileriki dönemlerde Çin'de büyük miktarlarda kısa vadeli sermaye çıkışı meydana geldiği belirlenmiştir. Bu bulgular ışığında, Çin'de uygulanan sıkı para politikaları sebebiyle artan faiz oranları büyük miktarlarda kısa vadeli yabancı sermaye girişine sebep olurken, artan faiz oranları ile

birlikte yatırım oranlarının azalması, yatırım gelirlerinin de azalmasına neden olmuştur. Dolayısıyla azalan yatırım gelirleri, ileriki dönemlerde kısa vadeli uluslararası sermaye çıkışına sebep olmaktadır.

Ma (2018)'nın çalışmasında, kısa vadeli uluslararası sermaye hareketlerine etki eden faktörleri ve zamana bağlı değişkenliklerini incelemiştir. Bu çalışmada gelişmekte olan 18 ülkenin 2005-2017 yılları arasındaki çeyrek dönemlik verileri VAR yöntemi ve genelleştirilmiş momentler metodu ile analiz edilmiştir. Bu analiz sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinin bir sürü etkisi güdümüyle hareketlendiği belirlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerdeki GSYİH büyümesi ve finansal sistemin geliştirilmesi kısa vadeli sermaye girişlerinde etkili olsa da, GMM testinde %10 anlamlılık düzeyini geçememiştir. Gelişmekte olan ülkelerde piyasa faiz oranları ise kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini pozitif yönde etkileyip, GMM testi sonuçlarına göre %10 anlamlılık düzeyini de geçmektedir. Buradan hareketle, sermaye girişlerine olan ilginin kısa dönemli olmaktan ziyade, uzun dönemli olduğu belirtilmiştir.

## **2. VERİ SETİ VE METODOLOJİ**

Bu çalışmada Türkiye'nin 1991:Q4-2018:Q4 dönemleri arasındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişki ampirik olarak analiz edilmiştir. Analiz öncesinde kullanılan yöntemler hakkında bilgi verildikten sonra değişkenler aralarındaki eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı Pesaran ve diğerlerinin (2001) geliştirdiği sınır testi aracılığı ile test edilmiştir. Ardından değişkenler arası kısa ve uzun dönemli ilişki Gecikmesi Dağıtılmış Otopregresif Model (ARDL) aracılığı ile tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünün belirlenmesi için ise Toda-Yamamoto nedensellik analizi kullanılmıştır. Son olarak ise değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimleri, etki-tepki analizleri aracılığıyla sınanmıştır. Bu bölümün sonunda ise elde edilen ampirik sonuçlar değerlendirilmiştir.

## 2.1. Veri Seti

Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH), Merkez Bankası politika faiz oranı (CBPR), mevduat faiz oranı (DEP) ve reeskont faiz oranı (DİS) olmak üzere dört farklı değişken kullanılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin verilerinin hazır olarak bulunmamasından ötürü Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) üzerinden “Ödemeler Dengesi Ayrıntılı ve Analitik Sunum (6. El Kitabı)” aracılığı ile hesaplanmıştır. Hesaplama sırasında kısa vadeli sermaye hareketlerini tanımlayabilmek ve bu doğrultuda ödemeler dengesi kitapçığından gerekli olan kısımları seçebilmek adına Seyidoğlu (2003: 155) ve Yentürk (2005: 108)’ün kaynaklarından yararlanılmıştır. Bu hesaplama için ödemeler dengesi istatistiklerinde kullanılan kodlamaya göre III-3.1.2.1., III-3.1.2.2., III-3.2.2.1.2., III-3.2.2.2.1., III-3.2.2.3.2., III-3.2.2.4.1., III-3.3.2.1., III-3.4.2. kalemleri toplanmıştır. Elde edilen sonuç diğer yatırımların net varlık ediniminden çıkarılarak net kısa vadeli sermaye hareketleri verisi elde edilmiştir. Bu hesaplamanın ödemeler dengesi kitapçığındaki gösterimi, çalışmanın ekler bölümündeki Ek-A3 kısmında verilmiştir. Bu bilgiler doğrultusunda hesaplanan KVSH verisinin dolar cinsinden olması nedeniyle Uluslararası Para Fonu (IMF)’ndeki Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) veri tabanından elde edilen çeyrek dönemlik döviz kuru verileri aracılığı ile Türk lirasına çevrilmiştir. Türk lirasına çevrilen KVSH verisi, EVDS’den alınan çeyrek dönemlik Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) verisine bölünmüştür. Ortaya çıkan veri 100 ile çarpılarak KVSH’nin GSYİH içindeki yüzdelik payı bulunmuştur. Bağımlı değişken verisi olan KVSH’nin belirlenmesinden sonra bağımsız değişkenler olan Merkez Bankası politika faiz oranı (CBPR), mevduat faiz oranı (DEP) ve reeskont faiz oranı (DİS) verileri de çeyrek dönemler halinde IMF’de yer alan IFS’den alınmıştır. Bu üç faiz oranı da 2003 baz yılı TÜFE değişkeni aracılığıyla reel hale getirilmiştir. Değişkenlere ilişkin tanımlamalar Tablo 3.1’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.1. Modeldeki Değişkenlerin Tanımlamaları**

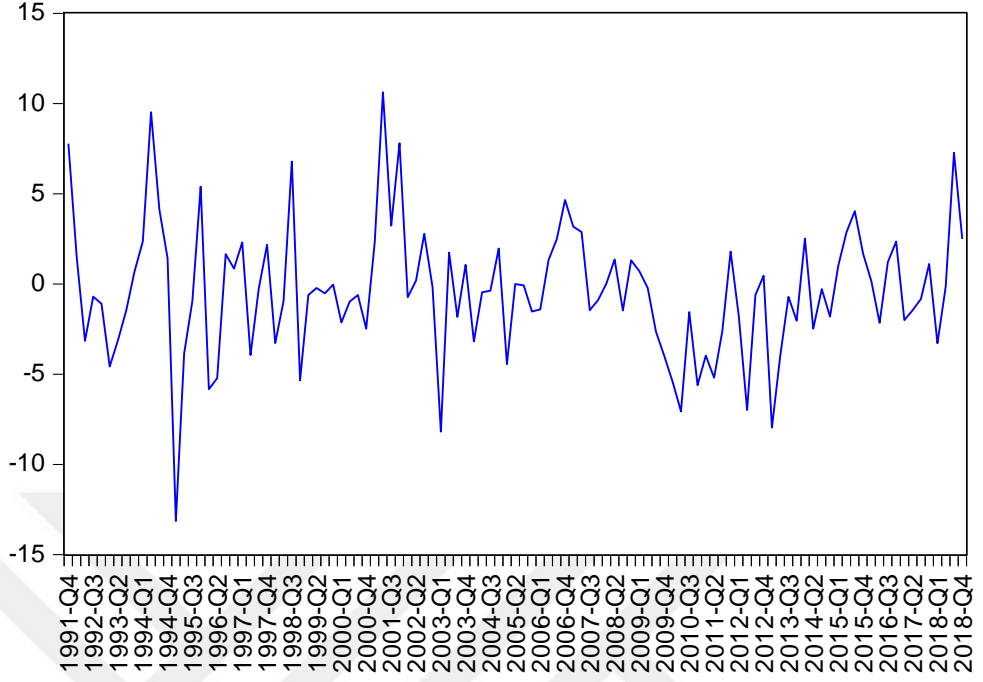
Değişkenler	Sembol	Tanımlama	Kaynak
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	KVSH	KVSH/GSYİH	TCMB, EVDS
Merkez Bankası Politika Faiz Oranı	CBPR	Reel CBPR	IMF, IFS
Mevduat Faiz Oranı	DEP	Reel DEP	IMF, IFS
Reeskont Faiz Oranı	DİS	Reel DİS	IMF, IFS

Çalışmada kullanılan KVSH, CBPR, DEP ve DİS değişkeni verilerinin tanımlayıcı istatistik değerleri 3.2 numaralı tabloda gösterilmektedir.

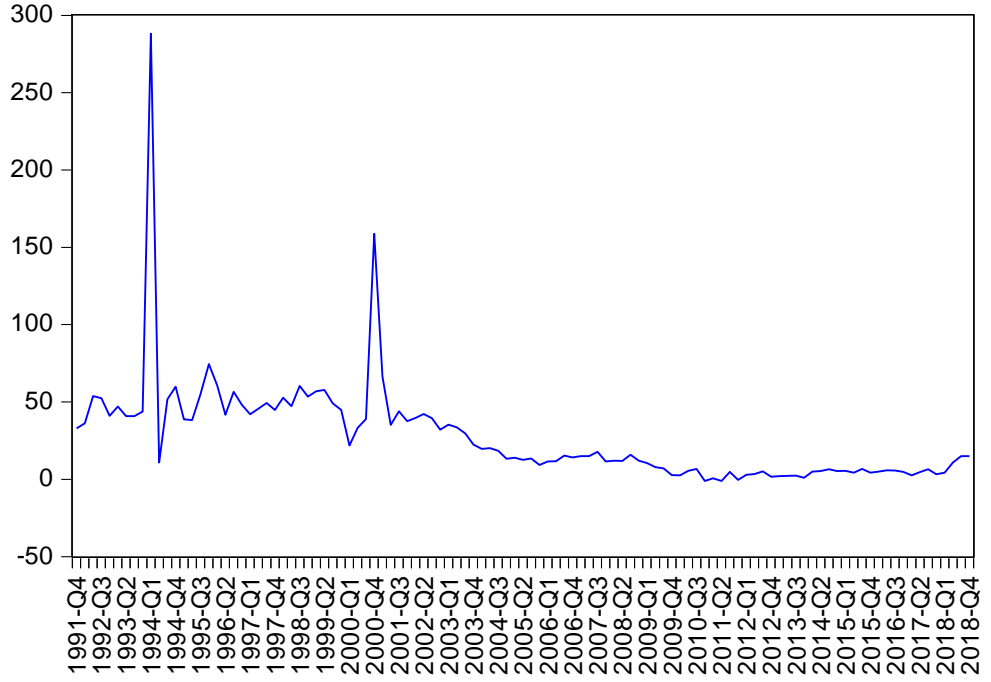
**Tablo 3.2. Tanımlayıcı İstatistik Değerleri**

	CBPR	DEP	DİS	KVSH
<b>Ortalama</b>	27.57424	30.44293	25.49860	-0.391892
<b>Medyan</b>	15.01808	21.61690	24.46728	-0.459745
<b>Maksimum</b>	288.2363	72.11092	50.89421	10.63492
<b>Minimum</b>	-1.054418	9.344128	3.898418	-13.14199
<b>Standart Sapma</b>	34.65670	17.97491	14.22086	3.653209
<b>Çarpıklık</b>	4.457406	0.515807	0.186063	0.055732
<b>Basıklık</b>	32.01678	1.732424	1.791478	4.538316
<b>Jarque-Bera</b>	4184.907	12.13069	7.262141	10.80390
<b>Olasılık</b>	0.000000	0.002322	0.026488	0.004508
<b>Gözlem Sayısı</b>	109	109	109	109

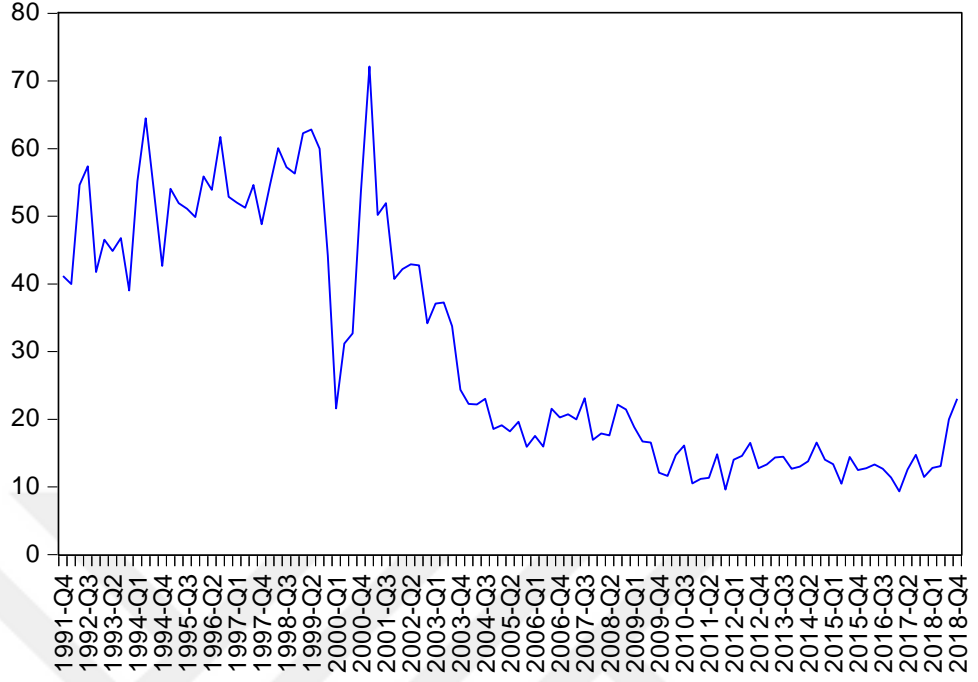
Çalışmada kullanılan KVSH, CBPR, DEP ve DİS değişkenlerine ait grafikler ise Şekil 3.1, Şekil 3.2, Şekil 3.3 ve Şekil 3.4'te gösterilmektedir.



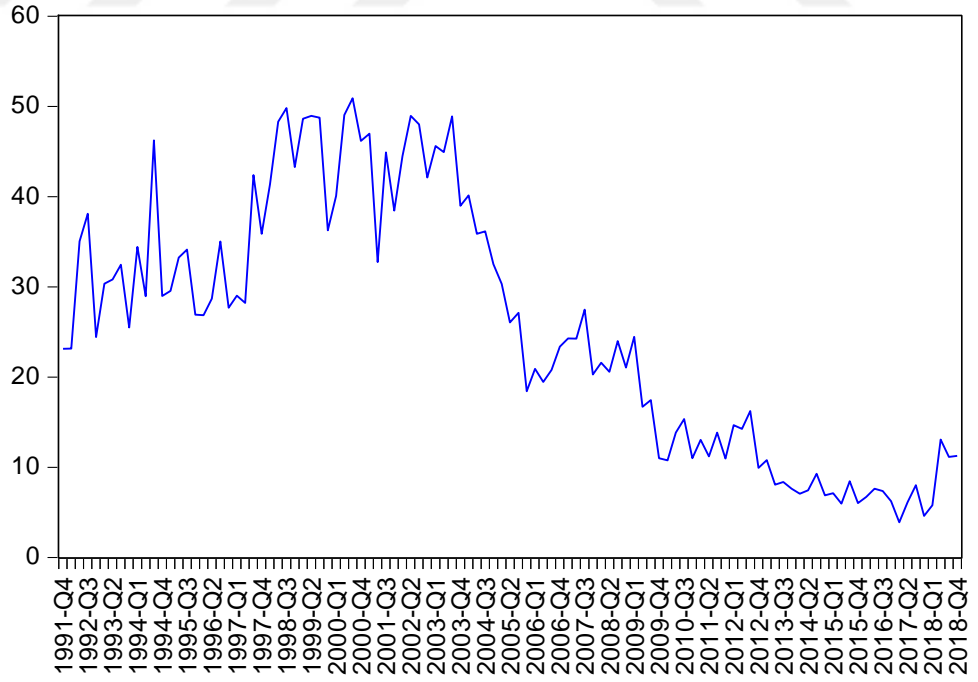
**Şekil 3.1. KVSH Değişkeni**  
**Kaynak: TCMB, EVDS**



**Şekil 3.2. CBPR Değişkeni**  
**Kaynak: IMF, IFS**



**Şekil 3.3. DEP Değişkeni**  
Kaynak: IMF, IFS



**Şekil 3.4. DİS Değişkeni**  
Kaynak: IMF, IFS

## 2.2. Metodoloji

Bu bölümde Türkiye'deki kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile faiz arasındaki ilişkinin analiz edilmesi için uygulanan metodoloji açıklanmaktadır. İlk olarak değişkenlere yapılan birim kök testleri açıklanmıştır. Ardından sınır test, ARDL modeli, Toda-Yamamoto nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonları hakkında açıklamalar verilmektedir.

### 2.2.1. Birim kök testleri

Zaman serisi, eldeki değişkenlerin dönemler boyunca ardışık bir şekilde gözlenen sayısal değerleri ile ilgili bilgiler vermektedir. Gözlenen bu verilerin belirli periyotlar içinde ardışık bir düzende olması gerekmemektedir. Ancak dizinin gelişiminin düzenli aralıklarla devam etmesi, analizin doğruluğu açısından önem arz etmektedir (Seddighi, Lawyer ve Katsos, 2000).

Zaman serisi verilerinin kullanılarak tahmin edildiği regresyon denklemlerinde ilk olarak modeldeki serilerin durağanlığının sınanması gerekmektedir. Durağan olmayan zaman serilerinin kullanıldığı regresyon analizlerindeki ortaya çıkan sonuçlar gerçek ilişkiyi ortaya koyamamaktadır. Zaman serisine durağan denilebilmesi için, ortalamasıyla varyansın zamanla değişim göstermemesi ve iki dönem arasındaki ortak varyansın yalnızca bu iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olması gerekmektedir. (Aykırı, 2008: 109).

Zaman serileri analizlerinin gittikçe gelişmesi ile iktisat teorisinde yaşanan bir takım değişiklikler, literatüre yeni kavramların girmesini sağlamıştır. Bu kavramlardan biri de birim köktür. Bir zaman serisinin birim kök içermesi, zaman serisinin durağan olup olmadığını gösterebilmektedir (Göktaş, 2005: 13).

Durağanlık, çalışmalarda kullanılmak için seçilen verilerin, belirtilen zaman aralıklarında sürekli bir biçimde azalma veya artma eğiliminde olmamasına denilmektedir. Çalışmalarda kullanılmak için zaman serisi tercih edilmişse, bu serinin durağan olması gerekmektedir. Diğer taraftan serilerde birim kök bulunduğundan



gerçek sonuç ile bulunan sonuç arasında ciddi farklar ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayı farklı modeller vasıtasıyla birim kök sınaması yapılmaktadır (Akcan, 2016:126).

Gujarati (2004:814)'nin ele aldığı modele göre bu dönemi ifade eden  $Y_t$  değeri ile, bir önceki dönemi ifade eden  $Y_{t-1}$  değeri arasındaki ilişki 3.1 numaralı eşitlikte gösterildiği gibidir:

$$Y_t = pY_{t-1} + u_t \quad -1 \leq p \leq 1 \quad (3.1)$$

3.1 numaralı eşitliğe bakıldığında Y değişkeninin t zamanda aldığı değer ile t-1 zamanında aldığı değer arasındaki ilişki görülmektedir. Bu regresyonda  $p=1$  ise modelde birim kök bulunuyor demektir ve bu model 3.2 numaralı eşitlikteki gibi gösterilmektedir.

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (3.2)$$

Modelde birim kök bulunması, bunu rassal yürüyüş modeli haline getirmektedir. Bunun sonucu olarak modelin durağan olmadığı varsayımı yapılabilmektedir. Serinin durağan yapılabilmesi adına modelde kullanılan denklemlerin bir önceki değerlerinden çıkarılması gerekmektedir. Bu durum 3.3 numaralı eşitlikte gösterilmektedir. Alınan bu fark neticesinde seri durağan bir hale gelecektir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t \quad (3.3)$$

3.3 numaralı eşitliğin birinci farkı alındığında ortaya " $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1} - 1$ " çıkmaktadır. Denklemdaki p değeri 1'e eşit olduğunda  $\delta$  değeride 0'a eşitlenmektedir. Bu durumda  $Y_t$ 'nin birinci farkının alınması yani I(1) olması seriyi durağan yapmaktadır. İstenilen sonuca birinci farkın alınmasıyla ulaşılamamışsa, I(2) işlemiyle yani ikinci farkın alınmasıyla seri durağanlaştırılmaktadır (Gujarati, 2004: 815).

Zaman serisi kullanılacak olan çalışmalarda herhangi bir seride birim kök bulunursa bu serinin regresyona dahil edilmesi için öncelikle birim kökten arındırılması gerekmektedir. Çalışmamızdaki serilerin birim kök sınaması için Genişletilmiş Dickey-

Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) ve Ng-Perron birim kök testleri kullanılmaktadır.

### 2.2.1.1. Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi

Bir serinin sürekli bir şekilde artarak veya azalarak bir değere doğru yaklaşması, o serinin durağan olmayıp, birim kök içerdiği anlamına gelmektedir. Bu durumun saptanması adına birçok birim kök testi oluşturulmuştur. Bu testler arasında en yaygın olarak kullanılan ise Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF)'dir. Dickey ve Fuller'ın 1979 yılında ürettiği Dickey Fuller (DF) birim kök testine 1981 yılında bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerini eklemeleriyle birlikte testi geliştirerek, ADF testini ortaya çıkarmışlardır (Akcan, 2016: 127).

ADF testinin matematiksel olarak ifade edilen üç farklı modeli aşağıda gösterildiği gibidir:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (3.4)$$

$$\Delta Y_t = B_1 + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (3.5)$$

$$\Delta Y_t = B_1 + B_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (3.6)$$

3.4 numaralı model kurulurken sabit terim ve trend modele dahil edilmemiştir. Sabit terim modele 3.5 numaralı denklemde eklenmiş ve daha sonra 3.6 numaralı denklemde sabit terime ek olarak trend eklenmiştir. Elde edilen hipotezler bu üç durum içinde aynı olup;

$$H_0 : \delta = 0 \quad (p=1)$$

$$H_1 : \delta < 0 \quad (p<1)$$

biçimindedir.  $H_0$  hipotezinin kabul edilmesi seride birim kökün bulunduğunu gösterir ve seri durağan değildir.  $H_0$  hipotezinin reddedilmesi durumunda ise seride birim kök

bulunmadığı ve  $Y_t$  serisinin durağan olduğu anlaşılmaktadır. Durağanlığın test edilmesi için gerekli olan kritik değerler ise Dickey ve Fuller yöntemi tarafından hesaplanan  $\tau$  (Tau) istatistik değerleridir. Elde edilen bu tau istatistik değerlerinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden küçük ise bu serinin durağan olmadığını göstermektedir. Aksine bu tau değerinin mutlak değeri MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden büyük ise, serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır (Şerefoğlu, 2014: 107).

Genişletilmiş Dickey-Fuller yönteminde hatalı terimlerin sabit varyansa sahip olduğu ve normal dağıldığı varsayılmaktadır. Bu yöntemin uygulamasında ise serinin yakın birim kökleri tespit edilememektedir. Bu sebepten dolayı serilerin durağanlığı araştırılırken yakın birim köklerin tespiti için Phillips-Perron (PP) birim kök testinin kullanılması gerekmektedir (Tarı, 2010: 400).

#### **2.2.1.2. Phillips-Perron (PP) testi**

Genişletilmiş Dickey-Fuller testinde hata terimlerinin istatistiki anlamda bağımsız ve sabit varyansa sahip olduğu varsayılmaktadır. Testte var olan otokorelasyon sorununu çözebilmek için modele bağımlı değişkenin gecikme uzunları eklenmekteydi. Ancak bu durum modelin serbestlik derecesinde düşmeye sebep olmaktadır. Phillips-Perron birim kök testinde ise bu ilave gecikme uzunlukları eklenmemektedir. Bunun yerine t testine nonparametrik düzeltmeler yapılmaktadır. Dolayısıyla serbestlik derecesinde herhangi bir kayıp olmamaktadır (Phillips-Perron, 1988: 345).

$$Y_t = m_0 + m_1 Y_{t-1} + \mu_t \quad (3.7)$$

$$Y_t = m_0^* + m_1^* Y_{t-1} + m_2^* \left( t - \frac{T}{2} \right) + \mu_t \quad (3.8)$$

Yukarıdaki denklemde T gözlem sayısını ifade etmektedir.  $\mu_t$ ,  $E(\mu_t) = 0$  olduğundan dolayı hata terimlerinin homojen veya seri korelasyon ilişkisinde olmaları gerekmemektedir. Phillips-Perron testinde Dickey-Fuller testinin aksine hata terimleri arasındaki zayıf bağımlılığa ve heterojenliğe izin verilmektedir. Bu testte sıfır hipotezini

sınayabilmek için, öncelikle  $Y_t=Y_{t-1}+e_t$  süreci olarak üretilen verileri,  $m, m^*, m_i$  katsayılarına karşı sınamak gerekmektedir (Kutlar, 2005: 321).

ADF birim kök testinde kullanılan t istatistiği PP testinde de kullanılmaktadır. Dolayısıyla Dickey-Fuller testinde kriter olarak alınan MacKinnon kritik değerleri aynı şekilde Phillips-Perron testi içinde geçerli olmaktadır. Seride birim kök sorunun varlığı incelenirken farklı anlamlılık düzeylerinde tau istatistiğinin mutlak değerleri ile MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerleri karşılaştırılmaktadır. Tau istatistiğinin mutlak değeri, MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden büyük çıkarsa seride birim kök sorunu olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla  $H_0$  hipotezi reddedilerek, serinin durağan olduğu kabul edilmektedir. Eğer tau istatistiğinin mutlak değeri, MacKinnon kritik değerinin mutlak değerinden küçük çıkarsa, temel hipotez reddedilememektedir. Bu durum seride birim kök sorunun var olduğunu, buradan hareketle serinin durağan olmadığını göstermektedir (İpek, 2008: 63).

### 2.2.1.3. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) testi

KPSS testi, sınırlı güce sahip olan ADF ve PP birim kök testlerine kıyasla çok daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. KPSS testindeki sıfır hipotezi ve alternatif hipotez, ADF ve PP testlerindeki tam tersidir. Sıfır hipotezi KPSS testinde serinin durağanlığını gösterirken, alternatif hipotez serinin durağan olmayıp birim kök içerdiğini göstermektedir. KPSS testinin seriyi durağan hale getirmek için serideki deterministik trendi arındırması, en önemli özelliği olarak ön plana çıkmaktadır (Azam ve diğerleri, 2016).

KPSS birim kök testi serilerin deterministik bir trend, rassal bir yürüyüş ve durağan bir hatanın toplamına ayrılabilceğini varsaymaktadır. Buna göre:

$$Y_t = \xi t + r_t + \varepsilon_t \quad (3.9)$$

$r_t$ 'nin rassal yürüyüşü ise 3.10'daki gibidir:

$$r_t = r_{t-1} + u_t \quad (3.10)$$

3.9 ve 3.10 numaralı eşitliklerde bulunan  $r_t$  modelin rassal yürüyüşü iken,  $\varepsilon_t$  durağan hataları ve  $t$  ise deterministik trendi göstermektedir (Kwiatkowski, 1992: 162).

Elde edilen kalıntıların kısmi olarak toplamı 3.11’de gösterildiği gibidir:

$$S_t = \sum_{i=1}^t e_i, \quad t=1,2,\dots,T \quad (3.11)$$

LM istatistiklerinin elde edilişi 3.12’deki model gibi olmaktadır:

$$LM = \sum_{t=1}^T S_t^2 / \sigma_\varepsilon^2 \quad (3.12)$$

Üstteki eşitliklerde yapılan düzenlemeler sonucunda KPSS birim kök testi istatistiğinin son hali ise:

$$\eta_\mu = T^{-2} \sum_{t=1}^T \frac{S_t^2}{S^2} \quad (3.13)$$

3.13 numaralı eşitlik, ortalama durağanlığın sınanmasına imkan sağlamaktadır. Denklemden bulunan  $\eta_\mu$  değişkeni, normal bir dağılım göstermektedir. Monte Carlo simülasyonları kullanılarak elde edilen  $\eta$ ’nin kritik değerleri, KPSS birim kök testinin hipotezini aşağıdaki gibi oluşturmaktadır (Kwiatkowski ve diğerleri, 1992: 166):

$$H_0 : \sigma_\mu^2 = 0$$

$$H_0 : \sigma_\mu^2 < 0$$

Durağanlığı analiz etmek için temel hipotez olan  $\sigma_\mu^2 = 0$  eşitliğinde,  $\sigma_\mu^2$ ’nin pozitif değer aldığı alternatif hipoteze karşılık olarak, otonom parametrelerin sabit bir unsur taşıdığı belirtilmektedir. LM testi yardımıyla hesaplanan  $\eta$  değişkeninin değeri, kritik değerden büyük çıkarsa  $Y_t$  serisinin durağan olduğunu varsayan temel hipotez reddedilmektedir. Dolayısıyla  $Y_t$  serisinin durağan olmadığı kararı verilmektedir. Diğer yandan  $\eta$  değeri, kritik değerden küçük çıkarsa temel hipotez kabul edilerek, serinin durağan olduğu kararına varılmaktadır (Zabun, 2015: 47).

#### 2.2.1.4. Ng-Perron testi

Ng ve Perron (2001) çalışmalarında, ADF birim kök testindeki AR polinomunun birden küçük ama bire yakın değerli olmasının testin gücünü düşüren bir etken olduğunu ileri sürmektedirler. Ek olarak hataların MA kökünün -1'e yakın olması durumunda doğru bir sonuç elde edebilmek adına yüksek dereceden gecikme uzunluğu kullanılması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu yüzden gecikme uzunluğunu olması gerekenden daha düşük gösteren Akaike, Bayesian gibi bilgi kriterlerinin yerine Modifiye Edilmiş Bilgi Kriteri (MIC) kullanılmasının daha doğru olacağını belirtmişlerdir (Alp, 2008: 13).

Ng-Perron (2001) testi, dört farklı birim kök testini kapsamaktadır. Bunlar; Phillips-Perron testinin değiştirilmiş versiyonu olan  $MZ_\alpha$  ve  $MZ_t$  testleri, Bhargava testinin değiştirilmiş versiyonu olan MSB testi ve GLS testinin değiştirilmiş versiyonu olan MPT testidir (Göktaş, 2008: 53).

$$MZ_\alpha = Z_\alpha + \left(\frac{T}{2}\right) (\hat{\phi}_1 - 1)^2 \quad (3.14)$$

$$MSB = \left(\frac{T^{-2} \sum_{t=1}^T y_{t-1}^2}{s^2}\right)^{1/2} \quad (3.15)$$

$$MZ_t = Z_t + \left(\frac{1}{2}\right) \left(\frac{\sum_{t=1}^T y_{t-1}^2}{s^2}\right)^{1/2} (\hat{\phi}_1 - 1)^2 \quad (3.16)$$

ERS Point Optimal testinin modifiye edilmiş modeli seride kesme veya trend olmasına paralel olarak iki farklı şekilde gösterilmektedir. 3.17 numaralı eşitlikteki MPT serisinde kesme olduğu gözetilerek hesaplanmaktadır. Seride hem kesme hem trend varsa 3.18 numaraları eşitlikteki gibi hesaplanmaktadır.

$$MPT = \frac{[\bar{c}T^{-2} \sum_{t=1}^T \tilde{y}_{t-1}^2 - \bar{c}T^{-1} \tilde{y}_T^2]}{s_{AR}^2} \quad (3.17)$$

$$MPT = \frac{[\bar{c}T^{-2} \sum_{t=1}^T \tilde{y}_{t-1}^2 + (1-\bar{c})T^{-1} \tilde{y}_T^2]}{s_{AR}^2} \quad (3.18)$$

Bu eşitliklerden  $MZ_{\alpha}$  ve  $MZ_t$  testlerindeki sıfır hipotezi birim kökü gösterirken, alternatif hipotez ise serinin durağanlığını göstermektedir. MSB ve MST birim kök testlerinde ise sıfır hipotezi serinin durağanlığını, alternatif hipotez ise birim kökü göstermektedir (Çınar ve Öz, 2017: 46).

### 2.2.2. Sınır testi

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında iktisadi zaman serilerinin büyük çoğunlukla durağan olmadığı görülmektedir. Bu serilerin durağan olmamasından kaynaklı birim kök içermesi, regresyon modellerinin sahte regresyon sorunuyla karşılaşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla bu sorunla karşılaşmamak için serilerin farklarının alınarak durağanlığının sağlanması gerekmektedir. Serilerin farkının alınmasından sonra ise farklı bir sorun olarak serinin uzun dönem bilgilerinin kaybolması sorunu ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan bu iki soruna çözüm önerisi ise eşbütünleşme testleri olmuştur. Çünkü eşbütünleşme testleri ve hata düzeltme modelleri yardımıyla iktisadi zaman serileri arasında kısa ve uzun dönemli ilişkilerin varlığı ve nedeni incelenebilmektedir (Hepsağ, 2009: 176).

Bu eşbütünleşme testleri her ne kadar literatüre çözüm olarak sunulmuşsa da değişkenler arasındaki bütünleşme derecelerinin aynı olmadığı ve veri setinin sınırlı olduğu durumlarda problemler sonuçlara neden olabilmektedir. Ancak Pesaran ve diğerlerinin (2001) geliştirdikleri Wald testi ve F istatistiklerine dayanan sınır testi yaklaşımı bu açığı kapatabilmektedir. Bu yaklaşım ile değişkenlerin eşbütünleşme derecelerine bakılmaksızın uzun dönemde herhangi bir ilişki varlığı saptanabilmektedir (Genç, 2015: 140).

Bu yaklaşıma göre incelenen modeldeki kısa ve uzun dönemli bileşenler, otokorelasyon problemleri hesaba katılarak da tahmin edilebilmektedir. Modelin otokorelasyon problemine sahip olup olmadığı ise yapılan LM testi aracılığıyla tespit edilmektedir. Eldeki değişkenlerin kendi aralarında eşbütünleşik ilişkilerinin varlığı ise Wald testi aracılığıyla belirlenmektedir. Yapılan bu testin boş hipotezi, değişkenler arasında eşbütünleşik ilişkinin var olmadığını göstermektedir. Bu test ile kısa ve uzun dönem parametreleri arasındaki ilişki sınanabilmektedir (Çelikay, 2017: 177). Pesaran

ve diğerlerinin (2001) geliştirmiş oldukları bu sınamanın yapılabilmesinin temel şartı ise kullanılan değişkenlerin düzeyde durağan veya birinci farkta durağan olmalarıdır. Eğer değişkenler ikinci farkta durağan olursa bu test yapılamamaktadır. Değişkenlerin durağanlık şartı sağlandıktan sonra Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli (UECM) tahmin edilmektedir. Bu amaç doğrultusunda elde edilen UECM modeli alttaki 3.19 numaralı eşitlikte gösterilmektedir (Künü, 2013: 90).

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta X_{t-1} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.19)$$

Yukarıdaki eşitlikte sabit terim katsayısı  $\beta_0$ , uzun dönem katsayıları ise  $\beta_3$  ve  $\beta_4$  şeklinde gösterilmektedir. Değişkenlerin birinci farkı ise  $\Delta$  olarak ifade edilmektedir. Eşitliğe kısa dönem dinamiklerinin yansıtılabilmesi amacıyla  $\Delta Y_t$ 'nin gecikmeli değeri  $\beta_1$ ,  $\Delta X_t$ 'nin gecikmeli değeri olan  $\beta_2$  katsayıları eklenmiştir (Keskin, 2008: 225). Eşitlik kurulduktan sonra yapılması gereken “m” ile ifade edilen gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Bu gecikme uzunluklarını belirlemek için AIC (Akaike Bilgi Kriteri) veya SIC (Schwarz Bilgi Kriteri) gibi bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Belirleme işleminden sonra değişkenlerin arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı sınanabilmektedir. Bu sınama için 3.19 numaralı eşitlikteki değişkenlerin düzey değerleri ile bir dönem gecikmeli değerlerinin anlamlılığı test edilmelidir (Yılancı, 2012: 70).

$$H_0 : \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$$H_1 : \beta_3 \neq \beta_4 \neq 0$$

Uzun dönemde eşbütünleşmenin varlığının tespit edilmesi için F istatistiği hesaplanmalıdır. Yukarıdaki hipotezde görüldüğü üzere,  $H_0$  hipotezi değişkenlerin arasında herhangi bir eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını,  $H_1$  hipotezi ise eşbütünleşme ilişkisinin var olduğunu göstermektedir. Eşbütünleşme testi için  $H_0$  hipotezi sonucunda ulaşılan F değerleri, Pesaran ve diğerlerinin (2001) hesapladığı kritik sınır değerleri ile kıyaslanmaktadır. Hesaplanan F değerleri, kritik sınırdan büyükse  $H_0$  hipotezi reddedilmektedir. Bunun sonucunda değişkenler arasında uzun dönemli ilişki



bulunduğu görülmektedir. Aksi durum olan F değerlerinin kritik sınırdan küçükse  $H_0$  hipotezi reddedilmeyecektir. Bunun sonucu ise değişkenlerin arasında uzun dönemli bir ilişkinin bulunmadığı şeklindedir. Bir diğer sonuç olan F değerlerinin, kritik sınır değerleri arasında bir noktada olması değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin belirsiz olması anlamına gelmektedir (Sağlam, 2009: 46-47).

### 2.2.3. Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif (ARDL) modeli

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığının tespit edilmesinden sonraki süreçte ARDL modelinin parametrelerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. 3.20'deki eşitlikte p bağımlı değişkenin gecikme uzunluğu, q ise bağımsız değişkenin uygun gecikme uzunluklarını göstermektedir. Dolayısıyla tahminde kullanılacak model ARDL(p,q) şeklinde olmaktadır (Çakmak, 2015: 61).

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} X_{t-i} + e_t \quad (3.20)$$

Modeldeki parametreler aracılığı ile Bardsen (1989)'in yöntemiyle, 3.21 numaralı eşitlikteki uzun dönem katsayı formülü elde edilmektedir. 3.21'deki eşitliğin pay kısmında uzun dönem ARDL modelindeki bağımsız değişkenlerin katsayıları yer almaktadır. Eşitliğin payda kısmında ise bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının birden çıkarılmış hali bulunmaktadır (Kaygusuz, 2014: 85).

$$\text{uzun dönem katsayı} = \frac{\sum_{j=0}^q \beta_{2j}}{1 - \sum_{j=1}^p \beta_{1j}} \quad (3.21)$$

Uzun dönemli ARDL modelinin tahmininden sonra, kısa dönemli ARDL modeli ise aşağıdaki 3.22 numaralı eşitlikte görüldüğü gibidir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 e_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_3 \Delta X_{t-i} + u_t \quad (3.22)$$

Bu eşitlikteki  $e_{t-1}$  değişkeni, uzun dönem denklemindeki hata teriminin bir dönem gecikmeli değeridir. Hata düzeltme modelinin çalışabilmesi için bu değişkenin katsayısı negatif işaretli ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Gerekliliği

sağlayan hata düzeltme terimi, değişkenler arası uzun dönem ilişkide ortaya çıkabilecek herhangi bir sapma halinde ne kadarlık bir sürede düzelme olabileceğini de göstermektedir (Keskin, 2008: 228).

#### 2.2.4. Toda-Yamamoto nedensellik analizi

Toda-Yamamoto nedensellik analizi, zaman serilerinin birim kök içerip içermediğine bakılmaksızın, durağan veya durağan olmayan VAR modelleri aracılığıyla uygulanabilmektedir. Dolayısıyla Granger nedensellik testi öncesinde ihtiyaç duyulan birim kök testleri ve eşbütünlük vektör sayısını tespit edebilmek için yapılacak ek testlere ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu durumun neticesinde ön testlerde ortaya çıkabilecek herhangi bir hatadan dolayı oluşan ön test sapması sorunu çözülmüş olmaktadır (Köse ve Yiğidim, 2000: 405-406).

Toda-Yamamoto analizini yapabilmek için öncelikle VAR modeli aracılığıyla gecikme uzunluğunun (k) belirlenmesi gerekmektedir. Ondan sonraki aşama ise gecikme uzunluğuna maksimum bütünleşme derecesi ( $d_{max}$ ) eklemektedir (Doğan, 2017: 24). İlgili zaman serilerinin eşbütünlük, durağan veya trend dahilinde durağan olup olmadığına bakılmaksızın testin k serbestlik derecesiyle asimptotik bir dağılımda olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla yöntemin başarılı bir sonuç vermesi, gecikme uzunluğunun ve maksimum bütünleşme derecesinin doğru belirlenmesine bağlı olmaktadır (Yavuz, 2006: 169). Bu teste göre iki değişken arasında nedensellik bağının kurulabilmesi için hesaplanan p değerlerinin %10 anlamlılık düzeyinden düşük olması gerekmektedir. Uygun bir p değeri ile %10 anlamlılık düzeyinde nedensellik bağı ilişkisinin varlığı doğrulanabilmektedir (Şit, 2014: 134).

Toda-Yamamoto nedensellik testinde kullanılacak değişkenlerin düzey değerinde olduğu tanımlayıcı denklemler aşağıdaki gibidir:

$$Y_{it} = \lambda_i + \sum_{i=1}^k \beta_{li} Y_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \beta_{lj} Y_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{li} X_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} a_{lj} X_{t-j} + \varepsilon_{it} \quad (3.23)$$

3.23 numaralı denklem için sunulan hipotez şu şekildedir:

$$H_0 : \forall i \text{ için } a_{1i}=0$$

$$H_a : \forall i \text{ için } a_{1i} \neq 0$$

$H_0$  hipotezinin reddedilmesi durumunda X'den Y'ye doğru bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

$$X_t = \lambda_2 + \sum_{i=1}^k \delta_{2i} X_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} \delta_{2j} X_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{2i} Y_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} \vartheta_{2j} Y_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (3.24)$$

3.24 numaralı denklem için sunulan hipotez ise şu şekildedir:

$$H_0 : \forall i \text{ için } \vartheta_{2i}=0$$

$$H_a : \forall i \text{ için } \vartheta_{2i} \neq 0$$

$H_0$  hipotezinin reddedilmesi durumunda Y'den X'e doğru bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Şoltan, 2009: 60-61).

### 2.2.5. Etki-Tepki analizi

VAR analizi aracılığıyla hesaplanan ve rassal hata terimlerinden herhangi birinde bulunan bir standart sapmalık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisinin boyutunu gösteren fonksiyonlara etki-tepki fonksiyonları denilmektedir (Petek ve Çelik, 2017: 83). Dolayısıyla etki-tepki analizlerinin odağında olan durum, bir değişkende oluşan şokun, sisteme dahil olan diğer değişkenler üzerinde nasıl bir etki bırakacağı sorunsalıdır. Bu etki-tepki analizleri değişkenler arası etkileşimlerin ciddi sonuçlarını bünyesinde barındırabildiğinden, ekonomik politikalara yön verme konusunda önemli işlevler yürütmektedir (Barışık ve Kesikoğlu, 2004: 69)

Etki-tepki fonksiyonların gösterildiği grafiklerde, oluşan tepkinin süresi yatay ekseninde, tepkinin boyutu ise dikey ekseninde gösterilmektedir. Grafikte bulunan çizgiler ise bağımlı değişkenin, modeldeki hata teriminde görülen bir standart sapmalık şoka karşılık verdiği tepkiyi göstermektedir (Şahin ve Doğanlı, 2014: 64).

### 3. AMPİRİK ANALİZ SONUÇLARI

Çalışmada yapılması planlanan sınır testi gereğince, değişkenlerin durağanlık seviyelerinin  $I(0)$  veya  $I(1)$  olabilmesi mümkünken,  $I(2)$  olmaması gerekmektedir. Ayrıca serilerin sahip olduğu maksimum bütünleşme dereceleri, uygulanacak olan nedensellik analizi sırasında gerekli olmaktadır. Değişkenlerin durağanlık şartını karşılayabilmesinin ve serilerin maksimum bütünleşme derecelerinin tespiti adına ampirik analize birim kök testleri ile başlanılmıştır. Bunun için Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) ve Ng-Perron olmak üzere dört farklı birim kök testi kullanılmıştır.

Sınır testine başlamadan önce test için gerekli olan kısıtlanmamış hata düzeltme modelindeki ortak gecikme uzunluğunun ( $M$ ) belirlenmesi gerekmektedir. Bu belirlemeler sırasında AIC ve SIC kriterlerinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğu belirlendikten sonra tahmin edilen hata düzeltme modellerinde otokorelasyon sorunun olup olmadığının tespiti için LM testi kullanılmıştır. Bu test sırasında kullanılan maksimum gecikme uzunluğu ise 4 olarak alınmıştır.

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin tespitinden sonra, değişkenler arasındaki kısa dönem ve uzun dönem ilişkilerin katsayılarının belirlenmesi için ARDL modeli kurulmuştur. Bu modeli kurarken maksimum gecikme uzunluğu 8, bilgi kriteri ise AIC olarak belirlenmiştir.

Kısa ve uzun dönem ilişkileri belirlenen değişkenlerin aralarındaki nedenselliğinin yönünü tespit edilmesi için Toda-Yamamoto nedensellik analizi tercih edilmiştir. Bu analiz sırasında maksimum gecikme değeri 8 olarak alınıp AIC değeri baz alınarak optimum gecikme uzunlukları belirlenmiştir.

Değişkenlerin nedenselliklerinin yönü belirlendikten sonra etki-tepki fonksiyonları oluşturulmuştur. Bu fonksiyonlar aracılığıyla yapılan analiz ile değişkenlerin karşılıklı etkileşimlerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

### 3.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Elde edilen birim kök testi sonuçları Tablo 3.3’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.3. ADF, PP, KPSS ve Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları**

DEĞİŞKEN	ADF	PP	KPSS	NG- Perron				KARAR
				$MZ_a$	$MZ_t$	MSB	MPT	
<b>KVSH</b>	<b>-8.15(0)<sup>a*</sup></b> -2.58(% 1) -1.94(% 5) -1.61(% 10)	<b>-8.19(0)<sup>a*</sup></b> -2.58(% 1) -1.94(% 5) -1.61(% 10)	<b>0.11(0)<sup>c*</sup></b> 0.73(% 1) 0.46(% 5) 0.34(% 10)	<b>-31.32(0)<sup>b*</sup></b> -23.80(% 1) -17.30(% 5) 14.20(% 10)	<b>-3.92(0)<sup>b*</sup></b> -3.42(% 1) -2.91(% 5) -2.62(% 10)	<b>0.12(0)<sup>b*</sup></b> 0.14(% 1) 0.16(% 5) 0.18(% 10)	<b>3.11(0)<sup>b*</sup></b> 4.03(% 1) 5.48(% 5) 6.67(% 10)	I(0)
<b>DEP</b>	<b>-3.75(0)<sup>b**</sup></b> -4.04(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>-3.53(0)<sup>b**</sup></b> -4.04(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>0.17(0)<sup>b*</sup></b> 0.21(% 1) 0.14(% 5) 0.11(% 10)	<b>-4.28(0)<sup>a</sup></b> -13.80(% 1) -8.10(% 5) -5.70(% 10)	<b>-1.41(0)<sup>a</sup></b> -2.58(% 1) -1.98(% 5) -1.62(% 10)	<b>0.33(0)<sup>a</sup></b> 0.17(% 1) 0.23(% 5) 0.27(% 10)	<b>5.79(0)<sup>a</sup></b> 1.78(% 1) 3.17(% 5) 4.45(% 10)	I(0)
<b>ΔDEP</b>				<b>-7.59(0)<sup>a****</sup></b> -13.8(% 1) -8.10(% 5) -5.70(% 10)	<b>-1.92(0)<sup>a****</sup></b> -2.58(% 1) -1.98(% 5) -1.62(% 10)	<b>0.25(0)<sup>a****</sup></b> 0.174(% 1) 0.233(% 5) 0.27(% 10)	<b>3.30(0)<sup>a****</sup></b> 1.78(% 1) 3.17(% 5) 4.45(% 10)	
<b>DİS</b>	<b>-2.52(0)<sup>b</sup></b> -4.05(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>-3.51(0)<sup>b**</sup></b> -4.04(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>0.21(0)<sup>b</sup></b> 0.21 (% 1) 0.14(% 5) 0.11(% 10)	<b>-4.51(0)<sup>c</sup></b> -13.80(% 1) -8.10(% 5) -5.70(% 10)	<b>-1.44(0)<sup>c</sup></b> -2.58(% 1) -1.98(% 5) -1.62(% 10)	<b>0.32(0)<sup>c</sup></b> 0.17(% 1) 0.23(% 5) 0.27(% 10)	<b>5.53(0)<sup>c</sup></b> 1.78(% 1) 3.17(% 5) 4.45(% 10)	I(1)
<b>ΔDİS</b>	<b>-2.90(0)<sup>a*</sup></b> -2.58(% 1) -1.94(% 5) -1.61(% 10)		<b>0.21(0)<sup>c*</sup></b> 0.73(% 1) 0.46(% 5) 0.34(% 10)	<b>-30.69(0)<sup>b*</sup></b> -23.80(% 1) -17.30(% 5) -14.20(% 10)	<b>-3.917(0)<sup>b*</sup></b> -3.42(% 1) -2.91(% 5) -2.62(% 10)	<b>0.127(0)<sup>b*</sup></b> 0.14(% 1) 0.16(% 5) 0.18(% 10)	<b>2.29(0)<sup>b*</sup></b> 4.03(% 1) 5.48(% 5) 6.67(% 10)	
<b>CBPR</b>	<b>-10.49(0)<sup>b*</sup></b> -4.04(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>-10.49(0)<sup>b*</sup></b> -4.04(% 1) -3.45(% 5) -3.15(% 10)	<b>0.16(0)<sup>b*</sup></b> 0.21(% 1) 0.14(% 5) 0.11(% 10)	<b>-45.82(0)<sup>b*</sup></b> -23.80(% 1) -17.30(% 5) -14.20(% 10)	<b>-4.783(0)<sup>b*</sup></b> -3.42(% 1) -2.91(% 5) -2.62(% 10)	<b>0.10(0)<sup>b*</sup></b> 0.14(% 1) 0.16(% 5) 0.18(% 10)	<b>2.00(0)<sup>b*</sup></b> 4.03(% 1) 5.48(% 5) 6.67(% 10)	I(0)

**Not:** Değişkenlerin birim kökleri hesaplanırken PP, KPSS, Ng-Perron testlerinde Bartlett Kernell tahmin yöntemi ve Newey-West bant genişliği kullanılmıştır. Parantez içindeki rakamlar ADF testinde Akaike Bilgi Kriteri ile belirlenmiş gecikme uzunluklarıdır. a: regresyonun sabit terim veya trend içermediğini, b: regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c: regresyonun sadece sabit terim içerdiğini göstermektedir. \*: %1, \*\*: %5, \*\*\*: %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Bu sonuçlara göre KVSH ve CBPR değişkeninin tüm birim kök testlerinde düzeyde durağan olduğu tespit edilmektedir. DEP değişkeni ise ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinde düzeyde durağan çıkmasına rağmen Ng-Perron birim kök testinde fark durağan olmaktadır. DEP değişkeninin üç birim kök testinde düzeyde durağan çıkmasından dolayı çalışmada bu değişkenin düzeyde durağan olduğuna karar

verilmiştir. DİS değişkeni ise diğer değişkenlerden farklı olarak fark durağan halinde olduğu tespit edilmiştir.

Bütün bu sonuçlara göre değişkenlerin ikinci dereceden bütünleşik olmaması, sınır testi yaklaşımının gerekliliklerini karşılamaktadır. Dolayısıyla sınır testine geçilmesinin önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır.

### 3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Merkez Bankası Politika Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları

Bu kısımda KVSH'nin bağımlı değişken, CBPR'nin ise bağımsız değişken olduğu modeller sınır testi, ARDL modeli, Toda-Yamamoto nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonları ile sınanmıştır.

#### 3.2.1. Sınır testi sonuçları

Merkez Bankası politika faiz oranının, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkisinin analizi için oluşturulan kısıtlanmamış hata düzeltme modeli aşağıdaki 3.25 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta CBPR_{t-i} + \beta_3 KVSH_{t-1} + \beta_4 CBPR_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.25)$$

Uygulanacak olan sınır testi için gerekli olan optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi için Tablo 3.4'teki değerler dikkate alınmaktadır.

**Tablo 3.4.** Sınır Testi için Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-CBPR)

M	AIC	SIC	X <sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY (4)
1	5.2912	5.4661	8.9724(0.0618)
2*	5.3116	5.5377	6.0653(0.1943)
3	5.3051	5.5831	10.8679(0.0280)
4	5.3421	5.6726	14.6606(0.0055)
5	5.3660	5.7497	10.0838(0.0390)
6	5.3422	5.7797	10.1784(0.0375)
7	5.3533	5.8453	9.6676(0.0464)
8	5.3241	5.8712	7.9152(0.0947)

**Not:** X<sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler ise olasılık değerleridir.

\* işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

AIC ve SIC kriterleri baz alınarak yapılan hesaplamalarda minimum değer olmamasına rağmen otokorelasyon sorunu içermeyen tek gecikme olan 2. gecikmenin seçilmesine karar verilmiştir.

Analiz için belirlenen gecikme uzunluğu ile tahmin edilen kısıtlanmamış hata düzeltme modelinden elde edilen sınır testinin sonuçları ise Tablo 3.5'te verilmektedir.

**Tablo 3.5. Sınır Testi Sonuçları (KVSH-CBPR)**

k	F istatistiği	KRİTİK DEĞERLER	
		%1 anlamlılık düzeyi	
		I(0)	I(1)
1	23.092	8.74	9.63

**Not:** k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran (2001, 301)'den alınmıştır.

Sınır testi sırasında gerekli olan kritik değerler Pesaran (2001)'dan alınmıştır. Çalışmada kullanılan bağımsız değişken sayısı (k) bir tane olduğu için kritik değerler %1 anlamlılık düzeyinde, değişkenin düzeyde durağan olması durumunda 8.74, birinci farkta durağan olması durumunda 9.63 olmaktadır. CBPR ve KVSH değişkeninin düzeyde durağan halde olmasından ötürü Pesaran (2001,301)'a göre 8.74 kritik değerini aşması gerekmektedir. Hesaplanan F istatistiği değeri ise 23.092 olduğundan bu kritik değer aşılmaktadır. Dolayısıyla değişkenlerin arasında eşbütünlüşme ilişkisinin var olmadığını gösteren temel hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Sonuç olarak Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasında eşbütünlüşme ilişkisinin var olduğu kararına varılmaktadır.

### 3.2.2. ARDL modeli sonuçları

Merkez Bankası politika faiz oranlarından kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru olan uzun dönemli ilişki ARDL modeli aracılığıyla incelenmiştir. Bunun için kurulan ARDL(p,q) denklemi, aşağıdaki 3.26 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} CBPR_{t-i} + e_t \quad (3.26)$$

Bu iki değişken arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemek için AIC aracılığıyla tahmin edilen ARDL modelinin uygun gecikme uzunlukları KVSH değişkeni için 1, CBPR değişkeni için 8 olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla uzun dönemli ilişkinin analizi için kurulan ARDL(p,q) modeli, ARDL(1,8) olarak belirlenip, elde edilen sonuçlar Tablo 3.6’da verilmiştir.

**Tablo 3.6. ARDL(1,8) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-CBPR)**

Bağımlı Değişken: KVSH					
Değişkenler		Katsayı		T istatistiği	
CBPR		0.0807		1.8795***	
C		-5.6606		-1.7599**	
T		0.0537		1.5389 (0.127)	
Tanısal Denetim Sonuçları					
$R^2 = 0.30$	$\bar{R}^2 = 0.22$	$X^2_{BG} = 2.02$ (0.09)	$X^2_{NORM} = 5.46$ (0.65)	$X^2_{WHITE} = 0.21$ (0.64)	$X^2_{RAMSEY} = 1.36$ (0.24)

**Not:**  $X^2_{BG}$ ,  $X^2_{NORM}$ ,  $X^2_{WHITE}$ ,  $X^2_{RAMSEY}$  ise sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınama istatistikleridir. Parantez içinde yer alan değerler ise olasılık değerleridir. Ayrıca \*:%1, \*\*:%5, \*\*\*:%10’da anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.6’da yer alan modelden elde edilen uzun dönem katsayılarına bakıldığında Merkez Bankası politika faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki uzun dönemli etkisinin %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve pozitif yönde olduğu görülmektedir. Uzun dönemli katsayılarına bakıldığında politika faiz oranında yaşanan 1 birimlik artış, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini yaklaşık 0.08 birim arttırmaktadır.

Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin kısa dönemli ilişkilerini inceleyen hata düzeltme modeli 3.27 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \beta_1 ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{3i} \Delta CBPR_{t-i} + u_t \quad (3.27)$$

Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki kısa dönemli ilişkiyi inceleyen hata düzeltme modeli sonuçlar Tablo 3.7’de gösterilmektedir.



**Tablo 3.7. ARDL(1,8) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-CBPR)**

Bağımlı Değişken= ΔCBPR		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
ΔCBPR	0.0109	0.9389
ΔCBPR (-1)	-0.0150	-0.4480
ΔCBPR (-2)	0.0147	-0.4876
ΔCBPR (-3)	0.0300	1.1079
ΔCBPR (-4)	0.0052	0.2154
ΔCBPR (-5)	-0.0021	-0.1012
ΔCBPR (-6)	-0.0045	-0.2668
ΔCBPR (-7)	0.0206	1.7489***
ΔC	-4.7413	-1.6969***
ΔT	0.0450	1.4964
ECT(-1)	-0.8375	-8.0586*

Not : \*%1, \*\*%5, \*\*\*%10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Yapılan analiz neticesinde ortaya çıkan tabloya bakıldığında hata düzeltme katsayısının negatif değerli ve istatistiki olarak %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin varlığı desteklenmektedir. ARDL analizi sonucunda Merkez Bankası politika faiz oranının kısa dönemli etkilerine bakıldığında 7. gecikmede %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir sonuç vermektedir. Bu sonuca göre Merkez Bankası politika faiz oranında gerçekleşen 1 birimlik artışın kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısa dönemli etkisinin, 0.02 birimlik artış şeklinde olduğu görülmektedir.

### 3.2.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları

Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığının tespit edilmesi adına kurulan VAR modelleri 3.28 ve 3.29 numaralı eşitliklerde gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \lambda_1 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \beta_{1j} KVSH_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{1i} CBPR_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} a_{1j} CBPR_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.28)$$

$$CBPR_t = \lambda_2 + \sum_{i=1}^k \delta_{2i} CBPR_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \delta_{2j} CBPR_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{2i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \vartheta_{2j} KVSH_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (3.29)$$

VAR modellerinin kurulmasının ardından optimum gecikme uzunluğunun da belirlenmesi gerekmektedir. Bu değerler ise Tablo 3.8’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.8. Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-CBPR)**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	-752.4228	NA	10970.06	14.97867	15.08224*	15.02060
1*	-744.4724	15.27091*	10145.37*	14.90044*	15.10758	14.98430*
2	-741.6865	5.240955	10394.27	14.92448	15.23519	15.05027
3	-739.9052	3.280273	10865.32	14.96842	15.38270	15.13613
4	-737.0111	5.215267	11112.94	14.99032	15.50816	15.19996
5	-736.0430	1.706153	11811.83	15.05036	15.67177	15.30192
6	-735.1403	1.554991	12575.79	15.11169	15.83667	15.40518
7	-730.0684	8.537013	12333.70	15.09046	15.91902	15.42588
8	-728.2033	3.065285	12896.09	15.13274	16.06486	15.51009

**Not :** \*: Optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Yukarıdaki tablo incelendiğinde Toda-Yamamoto nedensellik analizi için gerekli olan optimum gecikme uzunluğu AIC baz alınıp, 1 olarak belirlenmiştir. Yapılan birim kök testlerine göre CBPR değişkeninin maksimum gecikme uzunluğu (dmax) 0 olarak seçilmiştir. Dolayısıyla nedensellik analizi  $[k+dmax=(1+0)=1]$  1.dereceden VAR modeli çerçevesinde yapılmıştır. Değişkenler arasında yapılan bu nedensellik analizinin sonuçları ise Tablo 3.9’da gösterilmektedir.

**Tablo 3.9. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-CBPR)**

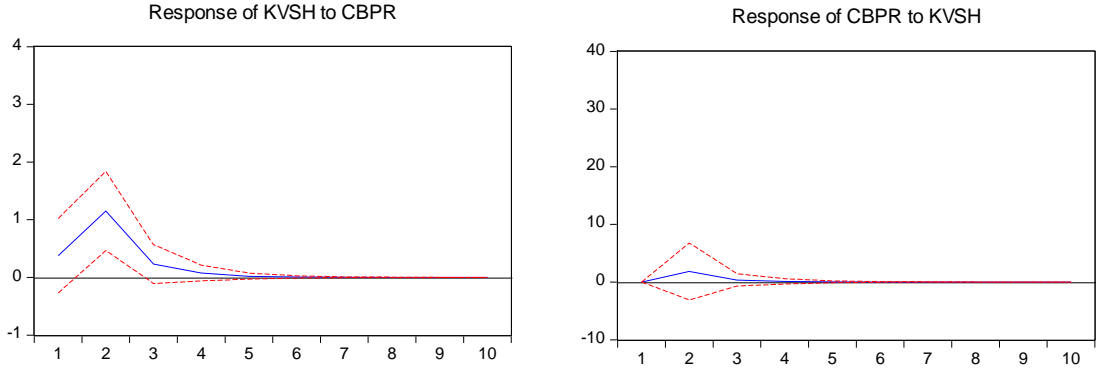
Temel Hipotez	$\chi^2$	Nedensellik Yönü
CBPR KVSH'nin Granger nedeni değildir.	10.6335*	CBPR → KVSH
KVSH CBPR'nin Granger nedeni değildir.	0.5551	

**Not:** \*: %1 anlamlılık düzeyini, →: tek yönlü nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Yukarıdaki tabloda sonuçları görülen nedensellik analizine göre Merkez Bankası politika faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru %1 anlamlılık düzeyinde tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

### 3.2.4. Etki-Tepki analizi sonuçları

Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisi belirlendikten sonra bu iki değişken üzerinde etki-tepki analizleri yapılmıştır. Analiz sonuçları 3.5 numaralı şekilde gösterilmektedir.



**Şekil 3.5. Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-CBPR)**

Yukarıdaki sonuçlara göre Merkez Bankası politika faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru anlamlı bir tepki söz konusu olmaktadır. Merkez Bankası politika faiz oranında yaşanan pozitif yönlü bir şoka karşı, kısa vadeli sermaye hareketleri 2. dönemde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı tepki vermektedir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan bir şoka karşı Merkez Bankası politika faiz oranı tek başına anlamlı bir tepki vermemektedir.

### **3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Mevduat Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları**

Bu kısımdaki kullanılan ikinci faiz değişkeni olan DEP, kurulan modeldeki bağımsız değişken, KVSH ise bağımlı değişken olarak sınır testi, ARDL modeli, Toda-Yamamoto nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonları aracılığıyla test edilmiştir.

#### **3.3.1. Sınır testi sonuçları**

Mevduat faiz oranının, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkisinin analizi için oluşturulan kısıtlanmamış hata düzeltme modeli aşağıdaki 3.30 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta DEP_{t-1} + \beta_3 KVSH_{t-1} + \beta_4 DEP_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.30)$$

Sınır testi için uygulaması için gerekli olan optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesi için gereken değerler Tablo 3.10'da gösterilmektedir.

**Tablo 3.10. Sınır Testi için Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-DEP)**

M	AIC	SIC	X <sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY (4)
1*	5.2356	5.4105	1.3007(0.8613)
2	5.2735	5.4997	0.7039(0.9508)
3	5.3170	5.5950	0.7348(0.9470)
4	5.3574	5.6880	0.4671(0.9766)
5	5.4070	5.7907	1.0413(0.9035)
6	5.4518	5.8893	4.0502(0.3993)
7	5.4918	5.9837	9.4993(0.0498)
8	5.5226	6.0696	7.4654(0.1132)

**Not:** X<sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler ise olasılık değerleridir.  
\* işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

AIC ve SIC kriterleri baz alınarak yapılan hesaplamalarda 1 gecikme ile tahmin edilen kısıtlanmamış hata düzeltme modeli, otokorelasyon sorunu içermemektedir. Dolayısıyla hem minimum değer olduğu hem de otokorelasyon sorunu içermediğinden dolayı optimal gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Bu gecikme uzunluğu ile tahmin edilen hata düzeltme modelinden elde edilen sınır testinin sonuçları ise Tablo 3.11’de verilmektedir.

**Tablo 3.11. Sınır Testi Sonuçları (KVSH-DEP)**

k	F istatistiği	KRİTİK DEĞERLER	
		%1 anlamlılık düzeyi	
		I(0)	I(1)
1	19.973	8.74	9.63

**Not:** k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran (2001, 301)’den alınmıştır.

Denklemda kullanılan bağımsız değişken sayısı (k) bir adet olduğu için Pesaran (2001)’e göre kritik değerler, değişkenin düzeyde durağan olması durumunda 8.74, birinci farkta durağan olması durumunda 9.63 olmaktadır. DEP ve KVSH değişkeninin düzeyde durağan halde olmasından ötürü 8.74 kritik değerini aşması gerekmektedir. Hesaplanan F istatistiği değeri ise 19.973 olduğundan bu kritik değer aşılmaktadır. Dolayısıyla değişkenlerin arasında eşbütünlük ilişkisinin var olmadığını gösteren temel hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Dolayısıyla mevduat faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasında eşbütünlük ilişkisi bulunmaktadır.

### 3.3.2. ARDL yaklaşımı sonuçları

Mevduat faiz oranlarından kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru olan uzun dönemli ilişki ARDL testi aracılığıyla incelenmiştir. Bunu için kurulan ARDL(p,q) denklemi, aşağıdaki 3.31 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} DEP_{t-i} + e_t \quad (3.31)$$

Değişkenlerin arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelenmesi adına AIC aracılığıyla tahmin edilen ARDL modelinin uygun gecikme uzunlukları KVSH değişkeni için 1, DEP değişkeni için 2 olarak tespit edilmiştir. Tablo 3.12’de bu ARDL(1,2) modeliyle ulaşılan sonuçlar verilmektedir.

**Tablo 3.12. ARDL(1,2) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-DEP)**

Bağımlı Değişken: KVSH					
Değişkenler		Katsayı		T istatistiği	
DEP		-0.4616		-0.0334	
Tanısal Denetim Sonuçları					
$R^2 = 0.21$	$\bar{R}^2 = 0.19$	$X^2_{BG} = 0.72$ (0.57)	$X^2_{NORM} = 2.29$ (0.31)	$X^2_{WHITE} = 2.33$ (0.13)	$X^2_{RAMSEY} = 2.57$ (0.11)

**Not:**  $X^2_{BG}$ ,  $X^2_{NORM}$ ,  $X^2_{WHITE}$ ,  $X^2_{RAMSEY}$  ise sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınama istatistikleridir. Parantez içinde yer alan değerler ise olasılık değerleridir. Ayrıca \*:%1, \*\*:%5, \*\*\*:%10’da anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Yukarıdaki uzun dönem katsayılarına bakıldığında mevduat faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki uzun dönemli etkisinin anlamsız olduğu görülmektedir. Dolayısıyla mevduat faiz oranında yaşanan değişimlerin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde uzun dönemli bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu değişkenlerin birbirleriyle olan kısa dönemli ilişkilerini inceleyen hata düzeltme modeli 3.32 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \beta_1 ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{3i} \Delta DEP_{t-i} + u_t \quad (3.32)$$

Mevduat faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki kısa dönemli ilişkiyi inceleyen hata düzeltme modeli sonuçlar Tablo 3.13’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.13. ARDL(1,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-DEP)**

Bağımlı Değişken= ΔDEP		
Değişkenler	Katsayı	T istatistiği
ΔDEP	-0.0799	-1.5105
ΔDEP (-1)	0.2204	4.1351*
ECT(-1)	-0.6944	-7.5486*

Not : \*%1, \*\*%5, \*\*\*%10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 3.13'e bakıldığında hata düzeltme katsayısının negatif değerli ve istatistiki olarak %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durum değişkenler arasındaki eşbütünlük ilişkisinin olduğunu göstermektedir. ARDL modeli yardımıyla yapılan analiz sonucunda mevduat faiz oranı kısa dönemde 1. gecikmede %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir sonuç vermektedir. Dolayısıyla mevduat faiz oranında gerçekleşen 1 birimlik artışın kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısa dönemli etkisinin, 0.22 birimlik artışa sebebiyet verdiği söylenebilmektedir.

### 3.3.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları

Mevduat faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisini varlığının tespit edilmesi adına kurulan VAR modelleri aşağıdaki 3.33 ve 3.34 numaralı eşitliklerde gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \lambda_1 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \beta_{1j} KVSH_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{1i} DEP_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} a_{1j} DEP_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.33)$$

$$DEP_t = \lambda_2 + \sum_{i=1}^k \delta_{2i} DEP_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \delta_{2j} DEP_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{2i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{max}} \vartheta_{2j} KVSH_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (3.34)$$

Yukarıda gösterilen VAR modellerinin kurulmasının ardından optimum gecikme uzunluğunun da belirlenmesi aşamasına geçilmektedir. Belirleme için gerekli değerler Tablo 3.14'te gösterilmektedir.

**Tablo 3.14. Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-DEP)**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	-637.0366	NA	1116.608	12.69379	12.79736	12.73572
1	-587.9660	94.25448	457.4353	11.80131	12.00844*	11.88516*
2*	-582.8063	9.706388*	447.1383*	11.77834*	12.08905	11.90413
3	-581.8094	1.835873	474.7177	11.83781	12.25209	12.00552
4	-579.4404	4.268866	490.6124	11.87011	12.38795	12.07975
5	-578.1134	2.338692	517.7738	11.92304	12.54445	12.17460
6	-575.7410	4.087086	535.4489	11.95527	12.68025	12.24876
7	-573.6040	3.596939	556.5661	11.99216	12.82071	12.32758
8	-570.9762	4.318979	573.2205	12.01933	12.95145	12.39668

**Not :** \*: Optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Tablodaki değerler doğrultusuna optimum gecikme uzunluğunun 2 olduğu görülmektedir. Daha önce yapılan birim kök testleri neticesinde DEP değişkeninin maksimum gecikme uzunluğu (dmax) 0 olarak seçilmiştir. Buradan hareketle nedensellik analizi  $[k+d_{max}=(2+0)=2]$  2.dereceden VAR modeli çerçevesinde yapılmıştır. Bu nedensellik analizinin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.15'te gösterilmektedir.

**Tablo 3.15. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-DEP)**

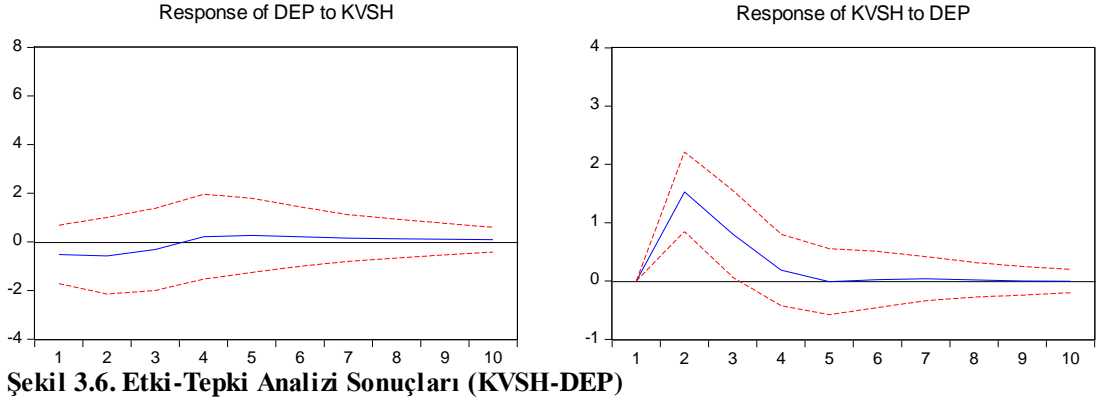
Temel Hipotez	$\chi^2$	Nedensellik Yönü
DEP KVSH'nin Granger nedeni değildir.	25.4307*	DEP → KVSH
KVSH DEP'in Granger nedeni değildir.	0.9018	

**Not:** \*: %1 anlamlılık düzeyini, →: tek yönlü nedensellik ilişkisini göstermektedir.

3.15 numaralı tabloda gösterilen sonuçlara göre mevduat faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru %1 anlamlılık düzeyinde tek yönlü nedensellik ilişkisinin bulunduğu belirlenmiştir.

### 3.3.4. Etki-Tepki analizi sonuçları

Nedensellik ilişkileri tespit edilen mevduat faiz oranı değişkeni ile kısa vadeli sermaye hareketleri değişkeni son olarak etki-tepki analize sokulmuştur. Analiz sonucu Şekil 3.6'da gösterilmektedir.



Şekil 3.6. Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-DEP)

Etki-tepki analizleri neticesinde mevduat faiz oranlarında yaşanan pozitif yönlü bir şok dalgası, kısa vadeli sermaye hareketlerinin 2. dönemde anlamlı ve pozitif yönlü bir tepkisiyle karşılaşmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan şoka karşı mevduat faiz oranının benzer anlamlı bir tepki vermemesi, bu etkileşimin tek yönlü olduğunu göstermektedir.

### 3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reeskont Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analiz Sonuçları

Analizlerin son kısmında kurulan modelde ise DİS bağımsız değişkeninin KVSH bağımlı değişkeni ile olan etkileşimi sınırlı testi, ARDL modeli, Toda-Yamamoto nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonları çerçevesinde incelenmiştir.

#### 3.4.1. Sınırlı testi sonuçları

3.35 numaralı eşitlikte reeskont faiz oranının, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerindeki etkisini sınamak için oluşturulan kısıtlanmamış hata düzeltme modeli gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta DIS_{t-1} + \beta_3 KVSH_{t-1} + \beta_4 DIS_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.35)$$

Sınırlı testi adına gerekli olan en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için Tablo 3.16'daki değerler ele alınmaktadır.



**Tablo 3.16. Sınır Testi için Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi (KVSH-DİS)**

M	AIC	SIC	X <sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY (4)
1*	5.2231	5.3980	4.3253(0.3638)
2	5.2528	5.4789	2.4941(0.6457)
3	5.2774	5.5554	4.4250(0.3515)
4	5.3238	5.6544	6.5279(0.1630)
5	5.3708	5.7545	10.4892(0.0329)
6	5.3638	5.8013	8.6439(0.0706)
7	5.3937	5.8857	7.7525(0.1011)
8	5.4033	5.9504	8.0686(0.0891)

**Not:** X<sup>2</sup> BREUSCH-GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler ise olasılık değerleridir.  
\* işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Yukarıdaki tablo göz önüne alınıp, AIC ve SIC kriterleri baz alınarak yapılan hesaplamalarda 1 gecikme ile tahmin edilen UECEM otokorelasyon sorunu içermediği tespit edilmiştir. Sınır testi analizi için belirlenen gecikme uzunluğu ile tahmin edilen UECEM modeli yardımıyla elde edilen sınır testinin sonuçları aşağıdaki Tablo 3.17’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.17. Sınır Testi Sonuçları (KVSH-DİS)**

k	F istatistiği	KRİTİK DEĞERLER	
		%1 anlamlılık düzeyi	
		I(0)	I(1)
1	22.183	8.74	9.63

**Not:** k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran (2001, 301)’den alınmıştır.

Pesaran (2001)’a göre çalışmadaki kullanılan bağımsız değişken sayısının (k) bir tane olması durumunda kritik değerler, değişkenin düzeyde durağan ise 8.74, birinci farkta durağan ise 9.63 olmaktadır. KVSH değişkeninin düzeyde durağan, DİS değişkenini ise birinci farkta durağan olmasından dolayı 9.63 kritik değerinin aşılması gerekmektedir. Hesaplanan F istatistiği değeri ise 22.183 olduğundan bu kritik değer aşılmaktadır. Buradan hareketle değişkenlerin arasında eşbütünlük ilişkisinin var olmadığını gösteren temel hipotez %1 anlamlılık düzeyinde reddedilip, reeskont faiz oranının ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasında eşbütünlük ilişkisinin bulunduğu kararına varılmaktadır.

### 3.4.2. ARDL yaklaşımı sonuçları

Mevduat faiz oranlarından kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru olan uzun dönemli ilişki ARDL testi aracılığıyla incelenmiştir. Bunu için kurulan ARDL(p,q) denklemi, aşağıdaki 3.36 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} DİS_{t-i} + e_t \quad (3.36)$$

KVSH ve DİS değişkeni arasındaki uzun dönemli ilişkiyi incelemek için AIC aracılığıyla tahmin edilen ARDL modelinin uygun gecikme uzunlukları KVSH değişkeni için 1, DİS değişkeni için 2 olarak tespit edilmiştir. Dolayısıyla uzun dönemli ilişkinin analizi için kurulan ARDL(p,q) modeli, ARDL(1,2) olarak belirlenip, elde edilen sonuçlar Tablo 3.18’de verilmiştir.

**Tablo 3.18. ARDL(1,2) Modelinden Elde Edilen Uzun Dönem Katsayıları (KVSH-DİS)**

Bağımlı Değişken: KVSH					
Değişkenler		Katsayı		T istatistiği	
DİS		-0.0029		-0.1866	
Tanısal Denetim Sonuçları					
$R^2 = 0.24$	$\bar{R}^2 = 0.22$	$X^2_{BG} = 0.49$ (0.73)	$X^2_{NORM} = 1.91$ (0.38)	$X^2_{WHITE} = 2.94$ (0.08)	$X^2_{RAMSEY} = 1.37$ (0.24)

**Not:**  $X^2_{BG}$ ,  $X^2_{NORM}$ ,  $X^2_{WHITE}$ ,  $X^2_{RAMSEY}$  ise sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınama istatistikleridir. Parantez içinde yer alan değerler ise olasılık değerleridir. Ayrıca \*:%1, \*\*:%5, \*\*\*:%10’da anlamlılık düzeyini göstermektedir.

ARDL modelinden elde edilen uzun dönem katsayılarına bakıldığında reeskont faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki uzun dönemli etkisini anlamsız sonuç vermektedir. Dolayısıyla uzun dönemli katsayılarına bakıldığında reeskont faiz oranında yaşanan değişimlerin kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri üzerinde uzun dönemli bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Reeskont faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin kısa dönemli ilişkilerini inceleyen hata düzeltme modeli 3.37 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta KVSH_t = \beta_0 + \beta_1 ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta KVSH_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{3i} \Delta DİS_{t-i} + u_t \quad (3.37)$$

Reeskont faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki kısa dönemli ilişkiyi inceleyen hata düzeltme modeli sonuçları Tablo 3.19'da gösterilmektedir.

**Tablo 3.19. ARDL(1,2) Hata Düzeltme Modeli Sonuçları (KVSH-DİS)**

Bağımlı Değişken= ΔDİS		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
ΔDİS	0.0575	0.8334
ΔDİS (-1)	0.3342	4.8275*
ECT(-1)	-0.6897	-7.7795*

Not : \*%1, \*\*%5, \*\*\*%10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Yapılan analiz neticesinde ortaya çıkan tabloya bakıldığında hata düzeltme katsayısının negatif değerli ve istatistiki olarak %1'de anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla değişkenler arasındaki eşbütünlüşme ilişkisinin varlığı desteklenmektedir. ARDL analizi sonucunda reeskont faiz oranının kısa dönemli etkilerine bakıldığında 1. gecikmede %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve pozitif yönlü bir sonuç vermektedir. Bu sonuca göre reeskont faiz oranında gerçekleşen 1 birimlik artışın kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki kısa dönemli etkisinin, 0.33 birimlik artış şeklinde olduğu görülmektedir.

### 3.4.3. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları

Reeskont faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisini varlığının tespit edilmesi adına kurulan VAR modelleri aşağıdaki 3.38 ve 3.39 numaralı eşitliklerde gösterilmektedir.

$$KVSH_t = \lambda_1 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} \beta_{1j} KVSH_{t-j} + \sum_{i=1}^k a_{1i} DİS_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} a_{1j} DİS_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (3.38)$$

$$DİS_t = \lambda_2 + \sum_{i=1}^k \delta_{2i} DİS_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} \delta_{2j} DİS_{t-j} + \sum_{i=1}^k \vartheta_{2i} KVSH_{t-i} + \sum_{j=k+1}^{k+d_{\max}} \vartheta_{2j} KVSH_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (3.39)$$

VAR modellerinin kurulmasının ardından optimum gecikme uzunluğunun da belirlenmesi gerekmektedir. Bu değerler ise Tablo 3.20'de gösterilmektedir.

**Tablo 3.20. Nedensellik Analizi Doğrultusunda Optimum Gecikme Uzunluklarının Belirlenmesi (KVSH-DİS)**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	-631.5377	NA	1001.407	12.58490	12.68847	12.62683
1	-573.7438	111.0101	345.1597	11.51968	11.72682	11.60353
2	-554.5529	36.10169*	255.5440	11.21887	11.52958*	11.34465*
3	-550.7684	6.969346	256.7360	11.22314	11.63741	11.39085
4*	-546.3431	7.974284	254.7451*	11.21472*	11.73256	11.42435
5	-544.1637	3.840936	264.3485	11.25077	11.87218	11.50233
6	-542.9029	2.172098	279.4566	11.30501	12.02999	11.59850
7	-537.7856	8.613335	273.8309	11.28288	12.11144	11.61831
8	-534.9444	4.669740	280.8356	11.30583	12.23795	11.68318

**Not :** \*: Optimum gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Toda-Yamamoto nedensellik analizi için gerekli olan optimum gecikme uzunluğu 3.20 numaralı tabloda görüldüğü üzere AIC baz alınıp, 4 olarak belirlenmiştir. Yapılan birim kök testlerine göre DİS değişkeninin farkta durağan olmasından ötürü maksimum gecikme uzunluğu (dmax) 1 olarak seçilmiştir. Dolayısıyla nedensellik analizi [k+dmax=(4+1)=5] 5.dereceden VAR modeli ile yapılmıştır.

**Tablo 3.21. Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi Sonuçları (KVSH-DİS)**

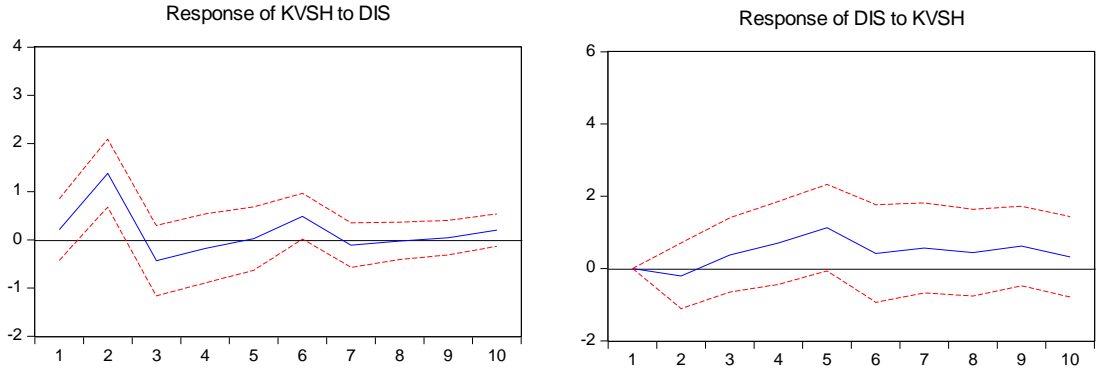
Temel Hipotez	$\chi^2$	Nedensellik Yönü
DİS KVSH'nin Granger nedeni değildir.	29.0778*	DİS→KVSH
KVSH DİS'in Granger nedeni değildir.	3.3471	

**Not:** \*: %1 anlamlılık düzeyini, →: tek yönlü nedensellik ilişkisini göstermektedir.

Tablo 3.21'de gösterilen nedensellik analizi sonuçlarına göre reeskont faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru %1 anlamlılık düzeyinde tek yönlü pozitif nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

#### 3.4.4. Etki-Tepki analizi sonuçları

Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisi belirlendikten sonra bu iki değişken üzerinde etki-tepki analizleri yapılmıştır. Analiz sonuçları Şekil 3.7'de gösterilmektedir.



**Şekil 3.7. Etki-Tepki Analizi Sonuçları (KVSH-DİS)**

Yapılan etki-tepki analizinin sonucunun gösterildiği Şekil 3.7’te görüldüğü üzere kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan bir şoka karşı reeskont faiz oranından anlamlı bir tepki olmamıştır. Ancak reeskont faiz oranlarındaki herhangi bir şoka karşı kısa vadeli sermaye hareketleri 2. dönemde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir tepki vermektedir. Dolayısıyla etki-tepki analizi neticesinde tek yönlü bir etkileşimin varlığından söz edilebilmektedir.

## SONUÇ

Çalışmada, Türkiye ekonomisine yönelik 1991:4-2018-4 arasındaki kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişki analiz edilmektedir. Yapılan analizlerde faiz oranlarındaki değişimlerin kısa vadeli sermaye hareketlerine olan etkisi ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki değişimin faiz oranları üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Bu etkileşimin incelenmesi, kısa vadeli sermaye hareketleri ve faiz oranlarının üçer aylık verileri aracılığıyla yapılmıştır. Çalışmada kullanılacak olan değişkenlerden kısa vadeli sermaye hareketleri değişkeni TCMB EVDS'den alınan veriler neticesinde oluşturulmuştur. Çalışmada kullanılacak diğer değişkenler olan faiz oranları ise IMF IFS'den üçer aylık veriler halinde alınan Merkez Bankası politika faiz oranı, mevduat faiz oranı, reeskont faiz oranı olarak belirlenmiştir.

Ampirik analizlere başlamadan önce değişkenlerinin durağanlık seviyelerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda çalışmada ADF, PP, KPSS ve Ng-Perron birim kök testleri uygulanmıştır. Değişkenlerin durağanlık seviyeleri belirlendikten sonra değişkenlerin aralarındaki eşbütünleşme ilişkisi sınanmıştır. Bu sınama için Pesaran ve diğerlerinin (2001) geliştirmiş oldukları sınır testi analizi kullanılmıştır. Eşbütünleşme ilişkisi tespit edilen değişkenlerin aralarındaki kısa ve uzun dönemli ilişkinin incelenmesi için ARDL modeli kurulmuştur. Daha sonra değişkenler arasındaki nedenselliğinin yönünün tespit edilmesi Toda-Yamamoto nedensellik analizi ile yapılmıştır. Son olarak ise faiz oranlarında yaşanan pozitif yönlü bir şoka karşı kısa vadeli sermaye hareketlerinin tepkisi, eki-tepki fonksiyonları çerçevesinde incelenmiştir.

Ampirik analizlere değişkenlerinin birim köklerinin tespit edilmesiyle başlanılmıştır. Uygulanan birim kök testleri neticesinde kısa vadeli sermaye hareketleri, Merkez Bankası politika faiz oranı ve mevduat faiz oranı değişkenlerinin düzeyde durağan oldukları tespit edilmiştir. Son değişken olan reeskont faiz oranı değişkeni ise fark durağan halde olduğu belirlenmiştir. Çalışmada kullanılacak tüm değişkenlerin

ikinci dereceden bütünleşik halde olmaması, sınır testine girme şartının yerine getirildiğini göstermektedir.

Değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlendiği bu aşamadan sonra, kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi analiz etmeye yönelik olarak yapılan ampirik analizler, her bir faiz oranı değişkeni için ayrı ayrı modeller kurularak tekrarlanmaktadır.

Bu analizlere ilk olarak Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri ilişkisi incelenerek başlanılmıştır. Yapılan sınır testi neticesinde Merkez Bankası politika faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Buradan hareketle değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiyi sınamak için ARDL modeli kurulmuştur. Bu modelin sonuçlarına göre Merkez Bankası politika faiz oranı hem kısa hem de uzun vadede kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkisi bulunmaktadır. Daha sonra yapılan Toda-Yamamoto nedensellik analizi çerçevesinde Merkez Bankası politika faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine tek yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur. Ardından yapılan etki-tepki analizi neticesinde Merkez Bankası politika faiz oranında yaşanan pozitif yönlü bir şoka karşı kısa vadeli sermaye hareketleri 2. dönemde anlamlı tepki verdiği belirlenmiştir. Bu analiz neticesinde Merkez Bankası politika faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketlerini hem kısa, hem de uzun dönemde pozitif yönlü etkileyebildiği tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bağımlı değişken olduğu analizlerin bir diğer kısmında mevduat faiz oranı ile olan ilişkisi incelenmiştir. Bu incelemelere sınır testi ile başlanılmıştır. Sınır testi sonuçlarına göre mevduat faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında eşbütünleşme ilişkisini bulunduğu görülmektedir. Eşbütünleşme şartı sağlandığı için değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkinin varlığı sınanmıştır. Bu sınama için kurulan ARDL modeli çerçevesinde elde edilen sonuçlara göre mevduat faiz oranının, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde kısa vadede istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkisi bulunmaktadır. Ancak uzun dönemde

istatistiki olarak anlamsız bir sonuç elde edilmiştir. Yapılan Toda-Yamamoto nedensellik analizi neticesinde mevduat faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Son olarak uygulanan etki-tepki analizleri sonucunda mevduat faiz oranında yaşanan pozitif yönlü bir şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri 2. dönemde anlamlı tepki vermiştir. Mevduat faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki neticesinde ortaya çıkan bu tablo, literatürdeki çalışmaların genelinde belirtildiği üzere faiz oranlarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde sadece kısa vadeli etkisinin bulunduğu sonucuyla paralellik göstermektedir.

Çalışmada kullanılan son faiz oranı değişkeni olan reeskont faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmeye diğer değişkenlerde olduğu gibi sınır testi ile başlanmıştır. Sınır testi sonucunda reeskont faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu belirlenmiştir. Belirlenen bu ilişkinin ardından kurulan ARDL modeli ile bu değişkenlerin aralarındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin var olup olmadığı araştırılmıştır. Sınama sonucunda reeskont faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde sadece kısa dönemde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkisinin bulunduğu görülmüştür. Uzun dönemde ise istatistiki olarak anlamsız sonuçlar ortaya çıkmıştır. Değişkenler arasındaki nedensellik yönünün belirlenmesi adına uygulanan Toda-Yamamoto nedensellik analizi neticesinde ise mevduat faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. En son olarak yapılan etki-tepki analizi sonuca göre tıpkı diğer iki faiz oranı değişkeniyle benzer bir sonuç ortaya çıkmıştır. Bu sonuca göre reeskont faiz oranında yaşanan pozitif yönlü bir şoka kısa vadeli sermaye hareketleri 2. Dönemde anlamlı ve pozitif yönlü bir tepki vermektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde mevduat faiz oranı ile aynı etkilere sahip olduğu görülen reeskont faiz oranı da literatüre uygun olarak kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde sadece kısa vadede etkili olduğu sonuçlar ortaya koymuştur.

Çalışma sonucunda tüm faiz oranı değişkenlerinin kısa vadeli sermaye hareketleri ile tek yönlü nedensellik ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Ayrıca tüm faiz oranı değişkenlerinde yaşanan standart bir şoka kısa vadeli sermaye hareketleri 2.



dönemde anlamlı bir tepki vermiştir. Değişkenler arası kısa ve uzun dönemli ilişkilerinde ise farklılık yaşanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, mevduat faiz oranı ve reeskont faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde sadece kısa dönemde anlamlı bir etkisi olmasına rağmen uzun dönemde herhangi bir anlamlı etkisi bulunmamaktadır. Ancak Merkez Bankası politika faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde hem uzun, hem de kısa dönemde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Dolayısıyla Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkide, faiz oranı türlerinin etkilerinin farklılaşabildiği tespit edilmiştir.

Çalışmada elde edilen bulgular ışığında faiz oranlarının Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerini belirlemede oldukça etkili bir rolü olduğu görülmektedir. Dolayısıyla ülkedeki faiz oranları düşmesi ile birlikte yabancı sermayenin hızlıca ülkeden çıkması oldukça muhtemel bir durum olmaktadır. Özellikle 1994 ekonomik krizinde faiz oranlarının düşürülmesi neticesinde oluşan büyük sermaye çıkışları, ekonomiyi oldukça olumsuz etkilemiştir. Türkiye ekonomisinin yabancı sermayeye bağımlı bir yapısının olması, bu gibi senaryolarda olumsuz etkilerin derinliğini arttırmaktadır. Dolayısıyla yatırımların maliyetini arttıran yüksek faiz oranlarını indirmek yerine, öncelikli olarak kısa vadeli yabancı sermaye olan bağımlılığın azaltılması ekonominin genel yapısı itibarıyla daha olumlu sonuçlar ortaya koyacaktır.

## KAYNAKÇA

- ABDULAH, M. A.; S. A. MANSOR; C. PUAH (2010) "Determinants of International Capital Flows: The Case of Malaysia", **Global Economy and Finance Journal**, Vol.3, No.1, ss. 31-43.
- ADLER, G.; M. L. DJIGBENOU; S. SOSA (2014) "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?", **Journal of International Money and Finance**, Vol.60, ss. 8-28.
- AKCAN, A. T. (2016) "1980 Sonrası Türkiye'de Uygulanan Politikaların İşsizlik Üzerine Etkileri ve İşsizliğin Belirleyicileri Üzerine Ampirik Analiz", Doktora Tezi, **Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, S.B.E. Çanakkale**.
- AKDOĞU, S. K. (2012) "Türkiye'de Mali Serbestleşme Süreci ve Krizlerin Kısa Bir Özeti", **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 13, Sayı 2, ss. 189-208.
- AKLAN, N. A. (2002) "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", **Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 7, Sayı 5, ss. 35-52.
- AKTAN, C. C. (1994) **Çağdaş Liberal Düşüncede Politik İktisat**, Ankara, Doğu Matbaası.
- AKYÜZ, Y. (1993) "Financial Liberalization: The Key Issues", **United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper**, No.56.
- ALKİN, E. (2001) **Büyüme İstikrar Yabancı Sermaye İlişkisi**, Ankara, TCMB.
- ALP, E. (2008) "Türkiye'de Reel Ücretlerin TAR Modeli ile Analizi ve Birim Kök Sınaması", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No.2008/10.
- ALPER, C. E.; İ. SAĞLAM (2001) "The Transmission of A Sudden Capital Outflow: Evidence From Turkey", **Eastern European Economics**, Vol.39, No.2, ss. 29-48.
- APPLEYARD, D. R.; A. J. FIELD (1992), **International Economics USA**, Richard Irwin Inc.
- ARAL, A. (2015) "Türkiye'de Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi: 1992-2013 Dönemi Eşbütünleşme Analizi", Yüksek Lisans Tezi, **Adnan Menderes Üniversitesi, S.B.E. Aydın**.
- AREN, S. (1991) **100 Soruda Para ve Para Politikası**, 4. Baskı, İstanbul, Gerçek Yayınevi.

- ARSLAN, M. (2012) “Faiz Oranlarının Vade Yapısı, Beklenti Hipotezinin Türk Sabit Getirili Menkul Kıymet Piyasasında Test Edilmesi”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, Cilt 4, Sayı 3, ss. 5-19.
- ASANTE, Y. (2000) “Determinants of Private Investment Behaviour”, **African Economic Research Consortium Research Paper**, No.100, Kenya, The Regal Press.
- ASLAN, N. (2009) “Bankacılıkta Faiz Riski ve Yönetimi”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- ASLAN, Ö.; H. L. KORALP (2007) “Exogenous Characteristics of Short-Term Capital Flows: Can They Be Under Control Evidence From Turkey”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 1, ss. 1-16.
- ATAMTÜRK, B. (2007) “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerindeki Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 23, Sayı 2, ss. 75-89.
- ATIŞ, G. A. (2008) “Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı”, Doktora Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.
- AYKIRI, M. (2008) “Ekonomik Büyüme-Enflasyon-İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama (1980-2005), Yüksek Lisans Tezi, **Kafkas Üniversitesi, S.B.E.** Kars.
- AYOGU, M. D.; C. EMENUGA; C. C. SOLUDO (1998) **Financial Reform in Developing Countries**, United Kingdom, Macmillan Press Ltd.
- AYVAZ, Y. Y.; E. BALDEMİR; S. ÜRÜT (2006) “Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelenmesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 13, Sayı 1, ss.177-186.
- AZAM, M.; A. Q. KHAN; E. ZAFEIRIOU; G. ARABATZIS (2016) “Socio-economic Determinants of Energy Consumption: An Empirical Survey for Greece”, **Renewable and Sustainable Energy Review**, No.57, ss. 1556-1567.
- BABAOĞLU, D. (2005) “Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye’ye İlişkin Bir Değerlendirme”, Uzmanlık Yeterlik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- BADURLAR, İ. Ö. (2009) “Türkiye’de Carry Trade Yatırım Stratejisi ve Belirleyicileri Arasındaki İlişki: 2001:2007”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 10, Sayı 1, ss. 53-74.
- BAILLIU, J.; M. R. KING (2005) “What Drives Movements in Exchange Rates?”, **Bank of Canada Review**, Autumn 2005, ss. 27-39.

- BALKAN, E.; F. G. BİÇER; A. E. YELDAN (2002) "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in The Post-1990 Turkish Economy", **METU VI. International Conference on Economics**, Eylül 2002, Ankara.
- BALSEVEN, H. (2003) "Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi", Doktora Tezi, **Gazi Üniversitesi, S.B.E.** Ankara.
- BARAN, D. (2017) "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri", Yüksek Lisans Tezi, **İzmir Katip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir.
- BARDSSEN, G. (1989) "Estimation of Long Run Coefficients in Error Correction Models", **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol.51, No.3, ss. 345-350.
- BARIŞIK, S.; E. AÇIKGÖZ (2007) "Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi (1992-2005 Dönemi VAR Analizi)", **TİSK Akademi**, Cilt 2, Sayı 3, ss. 198-219.
- BARIŞIK, S.; F. KESİKOĞLU (2004) "Türkiye'de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayrıştırması)", **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi**, Cilt 61, Sayı 4, ss.59-82.
- BASS, H. H. (2008) "Ragnar Nurke's Development Theory: Influences And Perceptions", Edt. Kattel R., Kregel J.A., Reinert E.S., "**Ragnar Nurkse (1907-2007): Classical Development Economics and Its Relevance for Today**", Anthem Press, ss. 183-202.
- BAYAR, F. (2008) "Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye", **Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, ss. 25-34
- BERTAUT, C.; L. P. DEMARCO; S. B. KAMIN; R. W. TRYON (2011) "ABS Inflows To The United States and The Global Financial Crisis", **Journal of International Economics**, Vol.88, No.2, ss. 219-234.
- BERUMENT, H.; N. N. DİNÇER (2004) "Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets?", **Emerging Markets, Finance and Trade**, Vol.40, No.4, ss.20-32.
- BİLGİ, D. (2009) "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, **Akdeniz Üniversitesi, S.B.E.** Antalya.
- BİLİR, B. (2006) "Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", Yüksek Lisans Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.

- BOUVATIER, V. (2006) "Hot Money Inflows and Monetary Stability in China: How The People's Bank of China Took Up The Challenge", **Cahiers de la Maison des Sciences Economiques**, No.2006-11.
- BYRNE, J. P.; N. FIESS (2011) "International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants", **University of Glasgow Economic Working Paper**, No.2011-03.
- CALVO, G. A.; L. LEIDERMAN; C. M. REINHART (1996) "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, Vol.10, No.2, ss. 123-139.
- CARVALHO, D.; M. FIDORA (2015) "Capital Inflows and Euro Area Long-Term Interest Rates", **European Central Bank Working Paper Series**, No.1798.
- CAVOLI, T. (2007) "Sterilization, Capital Mobility and Interest Rate Determination for East Asia", **Journal of Economic Integration**, Vol.22, No.1, ss. 210-230.
- CEBULA, R. (1997) "The Impact of Net International Capital Inflows on Nominal Long-Term Interest Rates in France", **Atlantic Economic Journal**, Vol.25, No.1, ss. 179-190.
- CELASUN, O.; C. DENİZER; D. HE (1999) "Capital Flows, Macroeconomic Management, and The Financial System: Turkey, 1989-97", **The World Bank Policy Research Working Paper Series**, No.2141.
- CHO, Y. J. (1990) "Mckinnon-Shaw Versus The Neoliberalist on Financial Liberalization: A Conceptual Note", **World Development**, Vol.18, No.3, ss. 477-480.
- CHOI, W. G.; T. KANG; G. Y. KIM; B. LEE (2017) "Divergent Emerging Market Economy Responses To Global And Domestic Monetary Policy Shocks", **Asian Development Bank Working Paper Series**, No.532.
- CHUHAN, P.; S. CLAESSENS; N. MAMINGI (1993) "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America", **The World Bank Working Paper Series**, No.1160.
- CHUHAN, P.; G. PEREZ-QUIROS; H. POPPER (1996) "International Capital Flows: Do Short-Term Investment and Direct Investment Differ?", **World Bank Policy Research Working Paper**, No.1669.
- ÇAĞLAR, Ü. (2003) **Döviz Kurları: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, 1. Baskı, İstanbul, Alfa Yayınları.

- ÇAKAR, V. (2003) “Yabancı Sermayeli Banka Girişleri ve Ulusal Bankacılık Sektörleri Üzerindeki Etkileri”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- ÇELİKAY, F. (2017) “Milli Gelirin Vergi Yükü Üzerindeki Etkileri: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı ile Türkiye Üzerine Bir İnceleme (1924-2014)”, **Sosyoekonomi**, Vol.25, No.32, ss. 169-188.
- ÇEVİŞ, İ.; C. KADILAR (2001) “The Analysis of The Short-Term Capital Movements by Using The VAR Model: The Case of Turkey”, **The Pakistan Development Review**, Vol.40, No.3, ss. 187-201.
- ÇINAR, M.; R. ÖZ (2017) “Enerji Tüketimi ve Ekonomik Büyüme İlişkisine Yenilenebilir Enerji Bağlamında Bir Öneri” **International Journal of Academic Value Studies**, Vol.3, No.13, ss. 40-54.
- ÇİLİNGİRTÜRK, A. M. (1998) “Spektral Analiz Yöntemi ile Faiz Oranlarındaki Düzenli Dalgalanmaların İncelenmesi”, Doktora Tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- DAĞHAN, H. A. (2013) “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Faiz Oranı Geçişkenliği: Türkiye Örneği 2006-2012”, Yüksek Lisans Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi, S.B.E.** Isparta.
- DANIŞOĞLU, A. Ç. (2001) “Uluslararası Sermaye Akımları Karşısında Uygulanan Politikalar”, **İstanbul Üniversitesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 39. Seri, ss. 111-127.
- DEĞİRMEN, S.; F. ELMAS (2008) “Türkiye’de Faiz ve Kur Politikalarının İhracat Üzerindeki Etkisi”, **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 19, Sayı 69, ss. 47-66.
- DELİCE, G. (2005) “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Bir Kayıt Düşmek”, **Kırıkkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, ss. 21-55.
- DEMİR, D (2010) “Bileşik Faiz”, Yüksek Lisans Tezi, **Erciyes Üniversitesi, S.B.E.** Kayseri.
- DEMİR, M.; E. SEVER (2009) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 8, Sayı 29, ss. 214-239.
- DİNLER, Z. (2000) **İktisada Giriş**, 6.Baskı, İstanbul, Ekin Kitabevi Yayınları.

- DİREKÇİ, T. ; KAYGUSUZ, S. (2013) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler ile Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, Yıl 5, Sayı 9, ss. 28-42.
- DİRİMTEKİN, H. (1989) **Genel İktisat Teorisi II (Makro)**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- DOĞAN, B. (2017) “Ekonomik Küreselleşme ve Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt 54, Sayı 628.
- DOĞRU, M. E.; N. COŞKUN; S. DEĞİRMEN (2017), “McKinnon ve Shaw Tamamlayıcılık Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması”, **Dünden Bugüne Ekonomi Yazıları**, Ed.:S. Koç, S. Y. Genç, K. Çolak, Küv Yayınları, ss.269-289.
- DORNBUSCH, R.; S. FISHER (1998) **Makroekonomi**, Çev. Salih AK, Ankara, Akademi Yayınları.
- DURGUT, D. (2010) “Faiz Oranlarını Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz”, Yüksek Lisans Tezi, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, S.B.E.** Zonguldak.
- DURU, A. (2013) “The Relationship Between Foreign Portfolio Investment To Istanbul Stock Exchange And Main Macroeconomic Variables”, Yüksek Lisans Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.
- EICHENGREEN, B.; A. MODY (1998) “Interest Rates in The North and Capital Flows to The South: Is There a Missing Link?”, **International Finance**, Vol.1, No.1, ss. 35-57.
- EKELUND, R. B.; R. F. HEBERT (2014) **A History of Economic Theory and Method**, Sixth Edition, Illinois, Waveland Press Inc.
- ERATAŞ, F.; D. ÖZTEKİN (2010) “Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt 2, Sayı 2.
- ERGİN, F. (1983) **Para ve Faiz Teorileri**, 2. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayın Dağıtım.
- ERTÜRK, E. (1996) **Uluslararası İktisat: Teori-Politika İktisadi Birleşmeler-Uluslararası Parasal İlişkiler**, 1. Baskı, Bursa, Ekin Kitabevi.
- ESEN, O. (1998) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirel Bir Yaklaşım”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 145, ss. 23-30.

- ESEN, O. (2000) "Financial Openess in Turkey", **International Review of Applied Economics**, Vol.14, No.1, ss.5-23.
- ESEN, Ö. (2008) "Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi", Yüksek Lisans Tezi, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, Kocaeli.
- ESER, K. (1993) "Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği", **Ekonomik Yaklaşım**, Cilt 4, Sayı 10, ss. 83-100.
- ESER, K. (1996) "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri", **Hazine Dergisi**, Sayı 1, ss. 21-37.
- ESET, U. (1997) "Türkiye’de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", **İktisat Dergisi**, Ocak 1997, Sayı 363, ss.75-78.
- FERNANDEZ, J. R. A. J. (2015) "US Quantitative Easing and Philippine Capital Inflows: The Role of US Long-Term Interest Rates", **Bangko Central Review**, No.2015, ss. 33-50.
- FERNANDEZ-ARIAS, E. ; HAUSMANN, R. (2001) "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?", **Emerging Market Review**, Vol.2, No.1, ss 34-49.
- FORBES, K. J.; F. E. WARNOCK (2011) "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment", **Journal of International Economics**, Vol.88, No.2, ss. 235-251.
- FÖRSTER, M.; M. JORRA; P. TILLMAN (2014) "The Dynamics of International Capital Flows: Results From a Dynamic Hierarchical Factor Model", **MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics**, No.21.
- FRANKEL, J. A.; C. OKONGWU (1995) "Liberalized Portfolio Capital Inflows In Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and The Incompleteness of Interest Rate Convergence", **NBER Working Paper Series**, No.5156.
- FRIEDRICH, C.; P. GUERIN (2016) "The Dynamics of Capital Flow Episodes", **Bank of Canada Staff Working Paper**, No.2016-9.
- FROYEN, R. T. (1999) **Macroeconomics, Theories and Policies**, Sixth Edition, New Jersey, Prentice-Hall.
- FUKUYAMA, F. (2000) **Güven (Sosyal Erdemler ve Refahın Yaratılması)**, Çev. Ahmet Buğdaycı, İstanbul, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- GENÇ, E. (2015) "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Yabancı Portföy Yatırımları Bağlamında Bir Analiz: Türkiye Örneği", Doktora Tezi, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, S.B.E.** Afyon.



- GERBER, J. (2014) **International Economics**, Sixth Edition, New Jersey, Pearson Education.
- GHOSH, A. R.; J. KIM; M. S. QURESHI; J. ZALDUENDO (2012) “Surges”, **IMF Research Department Working Paper**, No.12/22.
- GHOSH, A. R.; J. D. OSTRY; M. S. QURESHI (2017) “Managing The Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?”, **IMF Research Department Working Paper**, No.17/69.
- GHOSH, J. (2005) “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, **UN Department of Economic and Social Affairs Working Papers**, No.4.
- GIORDANI, P. E.; M. RUTA; H. WEISFELD; L. ZHU (2014) “Capital Flow Detection”, **IMF Working Paper Series**, No.14/145.
- GÖKTAŞ, Ö. (2005) **Teorik Uygulamalı Zaman Serileri Analizi**, İstanbul, Beşir Kitabevi.
- GÖKTAŞ, Ö. (2008) “Türkiye Ekonomisinde Bütçe Açığının Sürdürülebilirliğinin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı 8, ss. 45-64.
- GUJARATI, D. N. (2004) **Basic Econometrics**, Fourth Edition, McGraw Hill.
- GÜNDOĞDU, H. (2014) “Yabancı Portföy Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Mustafa Kemal Üniversitesi, S.B.E.** Hatay.
- GÜRBÜZ, R. (2006) “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Mersin Üniversitesi, S.B.E.** Mersin.
- GÜRİŞ, B.; B. KIRAN (2007) “Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı 255, ss. 85-94.
- HELVACI, M. (2000) **Borçlar ve Ticaret Kanunu Bakımından Para Borçlarında Faiz Kavramı**, İstanbul, Beta Basım Yayın.
- HEPSAĞ, A. (2009) “Türkiye’de Enflasyon İle İşsizlik Arasındaki İlişkinin Analizi: Sınır Testi Yaklaşımı”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt 59, Sayı 1, ss. 169-190.
- HORNE, J. C. (1998) **Financial Market Rates and Flows**, Fifth Edition, Prentice Hall.

- HUI M.; X. HUI (2010) "Economic Analysis and Empirical Study on Factors Affecting Short-Term Capital Flows of China", **17th International Conference on Management Science & Engineering**, Melbourne, 24-26 Kasım 2010.
- IBARRA, C. A. (2004) "Capital Flows, Exchange Rate Regime, and Macroeconomic Performance in Mexico", **Investigacion Economica**, Vol.63, No.250, ss. 15-46.
- IMF (1997) "Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks", **IMF Research Department Staff Finance & Development**, December 1997, ss. 8-11.
- IMF (2009) **Balance of Payments and International Investment Position Manual: Sixth Edition (BPM6)**, International Monetary Fund, Washington
- İLDOKUZ, B. (2015) "Sermaye Akımları Üzerinde Faiz ve Döviz Kuru Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Ampirik Olarak Karşılaştırılması", Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- İNANDIM, Ş. (2005) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği", Uzmanlık Yeterlik Tezi, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü**, Ankara.
- İNSEL, A.; N. SUNGUR (2000) "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", **IV. Uluslararası İktisat Kongresi**, 13-16 Eylül 2000, ODTÜ Ankara.
- İPEK, E. (2008) "Dünya Petrol Fiyatlarındaki Değişimin Türkiye'nin Ekonomik Büyümesi Üzerine Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, **Balıkesir Üniversitesi, S.B.E.** Balıkesir.
- İPEK, E. (2013) "Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi", Doktora Tezi, **Balıkesir Üniversitesi, S.B.E.** Balıkesir.
- İPEK, E.; Ö. KARAHAN (2013) "Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı 21, ss. 299-316.
- JIA, X.; Y. REN (2017) "The Impact of Institutional Factors and Capital Market Openness on Short-Term International Capital Flow", **4th International Conference on Industrial Economic System and Industrial Security Engineering**, 24-27 Haziran 2017, Kyoto/Japonya.
- JITRAPANUN, T.; S. PRASARTSET (2009) "Hot Money and Capital Controls in Thailand", **Third World Network Global Economic Series**, No.15.

- KALE, S.; M. H. EKEN (2017) “Türk Bankacılığında Krizler ve Çıkarılan Dersler”, **Kırkırelili Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 6, Sayı 5, ss. 11-23.
- KANDİL, M.; M. TRABELSİ (2015) “On Capital Flows and Macroeconomic Performance: Evidence Before and After The Financial Crisis in Turkey”, **Borsa İstanbul Review**, Vol.15, No.4, ss. 249-258.
- KAR, M.; M. A. KARA (2002) “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 29, ss.13-80.
- KARA, H. (2012) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Faiz Arasındaki İlişki”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Teknik Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- KARA, S. U. (2007) “The Determinants of Capital Flows: The Turkish Evidence”, Yüksek Lisans Tezi, **Ortaoğu Teknik Üniversitesi, S.B.E.** Ankara.
- KARAABA, İ. (2006) “Küreselleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Ekonomik Krizlere Etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, **Maltepe Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- KARAKUŞ, A. (2006) “İslam Hukuk Kaynaklarındaki Faiz Kavramının Modern Ekonomi Bağlamında Yeniden Değerlendirilmesi”, Yüksek Lisans Tezi, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, S.B.E.** Kahramanmaraş.
- KARATAŞ, M. B. (2017) “Türkiye Ekonomisinde İktisadi Büyüme ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkinin Analizi”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- KARLUK, R. (2003) **Uluslararası Ekonomi-Teori ve Politika**, 7. Baskı, İstanbul, Beta Basım Yayın Dağıtım.
- KAYA, Y. T. (1998) “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, Uzmanlık Tezi, **DPT Yayınları**, Ankara
- KAYGUSUZ, S. (2014) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Gaziantep Üniversitesi, S.B.E.** Gaziantep.
- KEPENEK, Y.; N. YENTÜRK (2001) **Türkiye Ekonomisi**, 12. Basım, İstanbul, Remzi Kitabevi.
- KESKİN, N. (2008) “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, Doktora Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.
- KEYDER, N. (1996) **Para Teori-Politika-Uygulama**, 1.Basım, Ankara, ODTÜ Yayıncılık.

- KILIÇARSLAN, E. (2016) “Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Hitit Üniversitesi, S.B.E.** Çorum.
- KIRAN, B. (2007) “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 22, Sayı 1, ss. 269-283.
- KOMİSYON (2014) **Faiz**, Çev. Kumak Y., İstanbul, El-Mustafa Yayınları.
- KÖSE, N.; A. YIĞİDİM (2000) “Toda-Yamamoto Yöntemi İle İhracata Dayalı Büyüme Hipotezinin Testi: Türkiye Örneği (1980-1998)”, **İstatistik Sempozyumu**, 27-28 Nisan 2000, Gazi Üniversitesi Ankara.
- KURHAN, Ş. (1995) “Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- KURTULUŞ, Y. (1999) “Sosyolojik Açından Faiz ve Din İle İlişkisi”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul
- KUTLAR, A. (2005) **Uygulamalı Ekonometri**, 2. Baskı, Ankara, Nobel Yayınevi.
- KÜNÜ, S. (2013) “Kamu Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, Doktora Tezi, **Atatürk Üniversitesi, S.B.E.** Erzurum.
- KWIATKOVSKI, D.; P. C. B. PHILLIPS; P. SCHMIDT; Y. SHIN (1992) “Testing The Null Hypothesis of Stationarity Against The Alternative of A Unit Root”, **Journal of Econometrics**, No.54, ss. 159-178.
- LOPEZ-MEJIA, A. (1999) “Large Capital Flows Causes, Consequences, and Policy Responses”, **A Quarterly Magazine of The IMF**, Vol.36, No.3.
- MA, H. (2018) “A Study on The Influence Factors of Short-Term International Capital Flows-The Evidence from Emerging Markets”, **Modern Economy**, Vol.9, No.4, ss. 758-774.
- MANGIR, F. (2006) “Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, **Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi**, Sayı 16, ss. 459-472.
- MECAGNI, M.; R. ATOYAN; D. HOFMAN; D. TZANNINIS (2007) “The Duration of Capital Account Crises-An Empirical Analysis”, **IMF Policy Development and Review Department Working Paper**, No.07-258.
- MILESI-FERRETTI, G. M.; A. RAZIN (1998) “Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities”, **NBER Working Paper Series**, No.6620.

- MISHKIN, F. S. (2000) **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Çev. Ahmet Çakmak, 1. Baskı, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi.
- NAVEED, S.; Z. MAHMOOD (2016) “External Financial Liberalization and Economic Growth: The Evidence From Pakistan”, **Journal of Business & Economics**, Vol.8, No.1, ss 68-98.
- NG, S.; P. PERRON (2001) “Lag Length Selection and The Construction of Unit Root Tests With Good Size And Power”, **Econometrica**, Vol.69, No.6, ss. 1519-1554.
- OLABERRIA, E. (2014) “US Long Term Interest Rates and Capital Flows to Emerging Economies”, **OECD Economics Department Working Papers**, No.1155.
- ORMAN, S. (1987) **Para, Faiz ve İslam**, 1.Baskı, İstanbul, İSAV Yayınları.
- ÖÇAL, T.; Ö. F. ÇOLAK (1999) **Finansal Sistem ve Bankalar**, Ankara, Nobel Yayın Dağıtım.
- ÖZDEMİR, A. (2013) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği (2003-2012)”, Yüksek Lisans Tezi, **Süleyman Demirel Üniversitesi, S.B.E.** Isparta.
- ÖZER, H. G. (2006) **Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi (1990 Sonrası Asya ve Türkiye Örneği)**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- ÖZSOY, H. N. (2004) “2000-2001-2002 Yıllarında Türkiye’de Uygulanan Faiz Politikaları ve Ekonomiye Yansımaları”, Yüksek Lisans Tezi, **Niğde Üniversitesi, S.B.E.** Niğde.
- ÖZTÜRK, N.; Y. BAYRAKTAR (2010) “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 11, Sayı 1, ss. 157-191.
- ÖZTÜRK, N. B. (2012) “Türkiye’de Para Politikası-Faiz İlişkisi ve Faiz Oranlarında Yaşanan Değişimlerin Kurumsal Kredi Kullanımına Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Haliç Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- PAMUK, S. (2006) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- PAN, M. S.; R. C. FOK; Y. A. LIU (2007) “Dynamics Linkages Between Exchange Rates and Stock Prices: Evidence from East Asian Marktes”, **International Review of Economics and Finance**, Vol.16, No.4, ss. 503-520.
- PARASIZ, İ. (2002) **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, 2. Baskı, İstanbul, Ezgi Kitabevi Yayınları.

- PAYA, M. M. (1998) **Para Teorisi ve Politikası**, 1. Baskı, İstanbul, Filiz Kitabevi.
- PAZARLIOĞLU, M. V.; E. GÜLAY (2007) “Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği-1992:I-2005:IV”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 9, Sayı 2, ss. 201-221.
- PESARAN, M. H.; Y. SHIN; R. J. SMITH (2001) “Bounds Testing Approaches To The Analysis of Level Relationships”, **Journal of Applied Econometrics**, Vol.16, No.3, ss. 289-326.
- PETEK, A. ; Ç. PETEK (2017) “Türkiye’de Enflasyon, Döviz Kuru, İhracat ve İthalat Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi (1990-2015)”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt 54, Sayı 626, ss. 69-87.
- PHILLIPS, P. C. B.; P. PERRON (1998) “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, **Biometrika**, Vol.75, No.2, ss. 335-346.
- PINAR, A.; B. ERDAL (2008) **Para-Banka Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem: Teori ve Uygulama**, 1. Baskı, Ankara, Naturel Yayıncılık.
- PLIHON, D. (1995) **Döviz Kurları**, Çev. Mehmet Bolak, Haluk Levent, ertuğrul Tokdemir, İstanbul, İletişim Yayınları.
- QUARTEY, P. (2005) “Financial Sector Development, Savings Mobilization and Poverty Reduction in Ghana”, **United Nations University World Institute for Development Economic Research**, No.71.
- QURESHI, A. I. (1972) **Faiz Nazariyesi ve İslam**, Çev. Salih Tuğ, İstanbul, İrfan Yayınevi.
- REINHART, C.; G. CALVO; L. LEIDERMAN (1993) “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, **International Monetary Fund Staff Papers**, Vol.40, No.1, ss. 107-151.
- REINHART, C.; P. MONTIEL (1999) “Do Capital Controls Influence The Volume and Composition of Capital Flows? Evidence From The 1990s”, **Journal of International Money and Finance**, Vol.18, No.4, ss. 619-635.
- REINHART, C. M.; V.R. REINHART (2008) “Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of The Past and Present”, **NBER International Seminar on Macroeconomics**, Vol.5, No.1, ss. 9-62.
- SAĞLAM, G. (2009) “Türkiye’de Döviz Kuru Oynaklığının Yatırım ve Tüketim Malları İthalat Talebine Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, **Hacettepe Üniversitesi, S.B.E.** Ankara.

- SARAÇOĞLU, M.; M. KUZU; F. KOCAOĞLU (2015) “In Turkey Economy, Analysis of The Interactions Among Capital Flows, Exchange Rate, Inflation and Interest Rate In Framework of Global Political Economy”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt 1, Sayı 2, ss. 75-110.
- SEDDIGHI, H. R.; K. A. LAWYER; A.V. KATOS (2000) **Econometrics: A Practical Approach**, First Edition, London and New York, Routledge Taylor and Francis Group.
- SEYİDOĞLU, H. (2003) “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, ss. 296-310.
- SEYİDOĞLU, H. (2017) **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, 21. Baskı, İstanbul, Güzem Can Yayınları.
- SNOWDON, B.; H. R. VANE (2005) **Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State**, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- SÜER, A. (2009) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve T.C. Merkez Bankası’nın Para Politikası Uygulama Sorunları”, Doktora Tezi, **İstanbul Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- SÜMER, L. (2009) “Sermaye Hareketleri Liberalizasyonunun Çıktı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Adnan Menderes Üniversitesi, S.B.E.** Aydın.
- ŞAHİN, A.; H. DOĞUKANLI (2014) “Yabancı Bankaların KOBİ Kredilerine Etkileri: Türkiye İçin Bir İnceleme”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, Cilt 8, Sayı 2, ss. 39-73.
- ŞENGÖNÜL, A.; S. DEĞİRMEN (2012) “Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye Piyasası ve Bankacılık Kanalı”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No.73.
- ŞEREFİOĞLU, Ş. (2014) “Para Politikası Kararlarının Hisse Senedi Piyasası Üzerine Etkisi: BİST-100 Endeksine İlişkin Ampirik Bulgular”, Doktora Tezi, **Atatürk Üniversitesi, S.B.E.** Erzurum.
- ŞEREN, G. Y. (2011) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri Işığında Tobin Vergisinin Değerlendirilmesi ve Uygulanabilirliği”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- ŞİRİN, Ş. (1994) **Ticaret Hukukunda Faiz ve Uygulaması**, 2. Baskı, İstanbul, Alfa Yayın Dağıtım.

- ŞİT, M. (2014) “Türkiye’de Turizm Sektörünün Performansına Etki Eden Faktörlerin Ampirik Analizi”, Doktora Tezi, **İnönü Üniversitesi, S.B.E.** Malatya.
- ŞOLTAN, T. (2009) “Enerji Tüketimi İle Gayri Safi Yurtiçi Hasıla Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Granger, Toda-Yamamoto ve ARDL Testleri İle İncelenmesi”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- TAKAGI, S.; T. ESAKA (2001) “Sterilization and The Capital Inflow Problem in East Asia, 1987-97”, **NBER Book Series East Asia Seminar on Economics**, ss. 197-226.
- TAN, J.; M. JUSOH; T. SARMIDI (2013) “Short-Term International Capital Flows: Empirical Evidence From China”, **Jurnal Pengurusan**, Vol.38, ss. 53-61.
- TANÖREN, D. (2009) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Çukurova Üniversitesi, S.B.E.** Adana.
- TARI, R. (2010) **Ekonometri**, Kocaeli, Umuttepe Yayınları.
- TARI, R.; F. S. KUMCU (2005) “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 9, ss. 156-179.
- TAYLOR, M. P.; L. SARNO (1997) “Capital Flows to Developing Countries: Long and Short-Term Determinants”, **The World Bank Economic Review**, Vol.11, No.3, ss. 451-470.
- TCMB (2004) **Para Politikası Raporu**, 2004-1.
- TCMB (2013) **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TEKER, S.; L. GÜMÜŞSOY (2004) “Faiz Oranı Eğrisi Tahmini: T.C. Hazine Bonosu ve Eurobonds Üzerine Bir Uygulama”, **8. Ulusal Finans Sempozyumu**, 27-28 Ekim 2004, İstanbul
- TEZCAN, S. (2009) “Faiz Oranlarının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi ve İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.
- TOKAT, A. (2010) “Uluslararası Sermaye Akımlarının Makroekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Kocaeli Üniversitesi, S.B.E.** Kocaeli.
- TURGUT, A. (2006) “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, Cilt 20, Sayı 4-5, ss. 35-46.
- TURGUT, Y. (1995) “Türk Borçlar Hukukunda Faiz ve Hükümleri”, Yüksek Lisans Tezi, **Marmara Üniversitesi, S.B.E.** İstanbul.



- UÇAN, O. (2013) **Döviz Kuru Dinamikleri**, 1. Baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık.
- UZUNOĞLU, S.; K. ALKİN; F. GÜRSEL (1995) **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İstanbul, İMKB Araştırma Yayınları.
- ÜNSAL, E. (2009) **Makroiktisat**, 8. Baskı, Ankara, İmaj Yayıncılık.
- ÜSTÜNEL, B. (1990) **Makro Ekonomi**, 5. Baskı, İstanbul, Ofset Yayıncılık.
- VARMA, S. (2008) “Capital Flows and The Macro Economy: The Indian Experience”, **The Journal of Nepalese Business Studies**, Vol.4, No.1, ss. 62-74.
- WARNOCK, F. E.; V. C. WARNOCK (2009) “International Capital Flows and U.S. Interest Rates”, **Journal of International Money and Finance**, Vol.28, No.6, ss. 903-919.
- WILLIAMSON, J.; M. MAHAR (2002) **Finansal Liberalizasyon Üzerine Bir Değerlendirme**, Çev. Güven Delice, Ankara, Liberte Yayınları.
- YALÇINER, K. (2012) **Uluslararası Finansman**, 1. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.
- YAR, F. (2008) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Yüksek Lisans Tezi, **Dokuz Eylül Üniversitesi, S.B.E.** İzmir.
- YAVUZ, N. Ç. (2006) “Türkiye’de Turizm Gelirlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisinin Testi: Yapısal Kırılma ve Nedensellik Analizi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, ss. 162-171.
- YELDAN, E. (1996) “Az gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkiler Üzerine Gözlemler”, **İktisat Dergisi**, Ekim-Kasım 1996, Sayı 360-361.
- YELDAN, E. (2006) **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, 12. Baskı, İstanbul, İletişim Yayınları.
- YENTÜRK, N. (2005) **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, 2. Baskı, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- YILANCI, V. (2012) “Türkiye’de Para Talebi İstikrarlığının Testi: Kayan Pencere Sınır Testi Yaklaşımı”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı 33, ss. 67-74.
- YILDIRIM, Z. (2008) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarının Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, Yüksek Lisans Tezi, **Harran Üniversitesi, S.B.E.** Şanlıurfa.

YING, Y.; Y. KIM (2001) “An Empirical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico”, **Southern Economic Journal**, Vol.67, No.4, ss. 954-968.

YÜLEK, M. A. (1998) **Financial Liberalization and The Real Economy: The Turkish Experience**, Ankara, Capital Markets Board of Turkey.

ZABUN, A. (2015) “Ricardocu Denklik Teoremi: Türkiye Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, S.B.E.** Kahramanmaraş.

ZEYTİNOĞLU, E. (2005) “Para Borçlarında Temerrüt Halinde Munzam Zarar”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl 4, Sayı 8, ss. 253-263.



## EKLER

### Ek-A1. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür

Yazarlar/ Yıl	Ülkeler	İncelenen Dönem	Yöntem	Modelde Kullanılan Değişkenler	Sonuç
Celasun, Denizer ve He (1999)	Türkiye	1990:02- 1997:06	*İki Aşamalı EKK Yöntemi	Sermaye Hesabı, Toplam Sermaye Akımları, Kısa Vadeli Sermaye Akımları, Reel GSYİH, Reel Faiz Oranı, Portföy Akımları, DYY, Net Yabancı Varlıklar, Net Yerli Varlıklar	KVSH'nin hacmini belirleyen en önemli faktör, faiz oranı farklılıkları olmaktadır. Yurtiçi faiz oranlarıyla kısa vadeli sermaye girişleri arasında pozitif, yurtdışı faiz oranları ile negatif yönlü ilişki mevcuttur.
Alper ve Sağlam (2001)	Türkiye	1989:09- 1999:04	*GARCH Tekniği * VAR Analizi	Kısa Vadeli Sermaye Akışı, Reel Faiz Oranı, Sanayi Üretim Endeksi, İmalat Üretim Endeksi, Rezerv Para, Döviz Kuru, Dış Ticaret Fazlası, İMKB Endeksi	Kısa vadeli sermaye çıkışlarının faiz oranlarını arttıracı etkilerde bulunduğu tespit edilmiştir.
Çeviş ve Kadırlar (2001)	Türkiye	1989:10- 1997:09	*VAR Analizi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Döviz Mevduatı, Konsolide Bütçe, Reel Döviz Kuru Endeksi, Cari Denge Hesabı	Kısa vadeli sermaye girişleri arttıkça, faiz oranlarının kademeli bir şekilde düşüşe geçtiği sonucuna varmışlardır.
Balkan, Biçer ve Yeldan (2002)	Türkiye	1992:01- 2001:12	*EKK Yöntemi	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye, Reel Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru, BİST 100 Endeksi, Kırılganlık,	Analiz sonuçlarına göre, faiz oranlarının kısa vadeli sermayeleri etkilemesiyle ilgili istatistiksel olarak anamlı bir sonuca ulaşılammıştır.

**Ek-A1. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)**

İnsel ve Sungur (2003)	Türkiye	1989:Q3-1999:Q4	*Granger Nedensellik Testi *EKK Yöntemi	Sermaye Hareketleri, DİBS, Reel Döviz Kuru, Mevduat Faiz Oranı, Enflasyon, Cari Açık	Analiz sonucunda kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, reel DİBS faiz oranlarında artışa neden olmaktadır.
Berument ve Dinçer (2004)	Türkiye	1992:01-2001:06	*VAR Analizi	Sermaye Akımları, Faiz Oranları, Reel Döviz Kuru, Çıktı, Fiyatlar	Sermaye hareketlerindeki olumlu gelişmeler para arzında ve çıktı miktarında artışlara sebebiyet verirken fiyatları ve faiz oranlarını düşürücü etkiye bulunmaktadır.
Babaoğlu (2005)	Türkiye	1992:01-2005:04	*Sıradan En Küçük Kareler Yöntemi	Toplam Sermaye, Portföy Yatırımları, DYY, Diğer Yatırımlar, Açık Faiz Paritesi, Reel Faiz Oranı (TR), Reel Faiz Oranı (ABD), Reel Efektif Döviz Kuru	ABD faiz oranlarındaki bir birimlik artışın, Türkiye'den sermaye çıkışına sebebiyet vermektedir. Yurtiçi reel faizlerin, toplam sermaye hareketlerine olan etkisi ise negatif yönlü ve anlamlıdır.
İnandım (2005)	Türkiye	1995-2005	*Granger Nedensellik Testi *Regresyon Analizi (Kalman ve HP Filtresi)	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Sıcak Para, Reel Döviz Kuru, Reel Faiz	Ülke ekonomisinin yeterince güven vermediği durumlarda yapılan faiz artışlarının oluşturduğu risk unsuru sermaye çıkışına sebep olurken, güven duyulan bir durumda yapılan faiz artışları kısa vadeli sermaye girişlerine neden olmaktadır.
Tarı ve Kumcu (2005)	Türkiye	1983-2003	*Korelasyon Katsayı Hesaplama Yöntemi	Uluslararası Sermaye Hareketleri, Büyüme, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, GSMH, Cari Açık, Reel Faiz	Faiz oranları ve KVSH arasında pozitif yönlü nedensellik ilişkisi vardır.

**Ek-A1. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)**

Gürbüz (2006)	Türkiye	1990:01-2005:03	*VAR Analizi *Etki-Tepki Fonksiyonu	Net Kısa Vadeli Sermaye Girişi, Özel Kesim Tüketim Talebi, Özel Kesim Yatırım Talebi, Reel GSYİH, Bankalar Arası Gecelik Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru	DİBS faiz oranlarının yüksek olmasının kısa vadeli sermaye girişlerine yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.
Aslan ve Koralp (2007)	Türkiye	1992:01-2006:06	*VAR Analizi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Reel Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Dış Ticaret Dengesi, Reel GSYİH, Aylık Enflasyon Oranı	Kısa vadeli sermaye girişlerinin reel faiz oranlarının azalmasına yol açtığı sonucunu elde etmişlerdir.
Barışık ve Açıkgöz (2007)	Türkiye	1992:Q1-2005:Q4	*VAR Analizi	Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Mevduat Faiz Oranı, İnterbank Faiz Oranı, DİBS Faiz Oranı	Türkiye’de sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerinde olan etkisinden daha güçlü ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir.
Güriş ve Kıran (2007)	Türkiye	1992:2005	*ARDL Testi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Reel Faiz Oranı	Reel faiz oranlarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde kısa veya uzun dönemde herhangi bir etkisi bulunamamıştır.
Kara (2007)	Türkiye	1984-2006	*Johansen Koentegrasyon Testi *VAR Analizi	Sermaye Hareketleri, Gerçekleşen Reel Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Kırılganlık, ABD Reel Faiz Oranı	ABD reel faiz oranlarındaki azalma, Türkiye’nin sermaye girişlerini artırıcı bir rol oynamaktadır. Dolayısıyla ters yönlü bir nedensellik ilişkisinden bahsedilebilmek mümkündür.

**Ek-A1. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)**

Pazarlıoğlu ve Gülay (2007)	Türkiye	1992:01-2005:04	*ARDL Testi	Net Portföy Yatırımları, Reel Faiz Oranı, Devlet Bütçe Açıkları	Reel faiz oranları ile net portföy yatırımları arasında uzun ve kısa dönemde, pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Değirmen ve Elmas (2008)	Türkiye	1989:Q1-2003:Q4	*VAR Analizi *EKK Yöntemi *Etki-Tepki Fonksiyonları	Kısa Vadeli Net Sermaye Girişİ, Hazine Bonosu Faiz Oranı, GSMH, Kamu İç Borçlanma Gereksinimi, Reel Döviz Kuru	Faiz oranlarıyla kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. Faiz oranlarındaki pozitif şoklar, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinde artışlara neden olmaktadır.
Keskin (2008)	Türkiye	1992:01-2007:07	*ARDL Testi	Portföy Yatırımları, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, DİBS Faiz Oranları, Aylık Mevduat Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru Endeksi	Faiz oranlarının yüksekliğinin sermaye hareketlerini özendirici bir faktör olmasının yanında faiz oranlarının da sermaye hareketlerinden etkilenebildiğini sonucuna ulaşılmıştır.
Mangır (2008)	Türkiye	2002:08-2006:12	*Çoklu Regresyon *Var Analizi	Uluslararası Sermaye Hareketleri, Sermaye Hesabı Dengesi, GSYİH, Faiz Oranları, Faiz Dışı Konsolide Bütçe, Reel Döviz Kuru, İç Borç Faiz Oranı	Kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen temel unsurun yüksek faiz oranları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Demir ve Sever (2009)	Türkiye	1992:2006	*VAR Analizi *Granger Nedensellik Testi	Kısa Vadeli Sermaye Akımları, Yurtdışı Faiz Oranı, Yurtdışı Sanayi Üretim Endeksi, DİBS Faiz Oranı, İMKB Endeksi, Kamu Dış Borç Stoku	Faiz oranlarında meydana gelen artışların, Türkiye'ye olan sermaye girişlerini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

**Ek-A1.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Süer (2009)	Türkiye	1991:Q1-2009:Q1	*VAR Analizi	Kısa Vadeli Sermaye Miktarı, Reel Döviz Kuru, Mevduat Faiz Oranı, GSYİH, Rezerv Para, Hisse Senetleri	Çalışmada sıcak para ile faiz oranları arasında tek başına anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Sebep olarak ise sıcak para bileşenlerinin faiz oranlarının yanında döviz kurlarıyla da beklenti içine girmiş olması gösterilmiştir.
Erataş ve Öztekin (2010)	Türkiye	1995-2009	*ARDL Testi	Kısa Vadeli Sermaye Akımı, Türkiye Reel Faiz Oranı, Nominal Döviz Kuru	Reel faiz oranlarının artması ile Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye akımlarının arttığı, dolayısıyla bu iki değişken arasında doğru yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
Kara (2012)	Türkiye	1991:12 - 2011:03	*Kejriwal-Perron Eşbütünleşme Testi *Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Gecelik Faiz Oranları, Sıcak Para	Analiz sonuçlarına göre hem sıcak paradan gecelik faiz oranlarına, hem de gecelik faiz oranlarında sıcak paraya doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Direkçi ve Kaygusuz (2013)	Türkiye	1990:Q1-2012:Q4	*ARDL Testi *Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Reel Faiz Oranı, Enflasyon Oranı, Milli Gelir, Cari Açık	Faiz oranlarından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Duru (2013)	Türkiye	2006:12-2011:12	*Granger Nedensellik Testi *VAR Analizi	Yabancı Portföy Yatırımları, Aylık Faiz Oranları, Bütçe Dengesi, Cari İşlemler Dengesi, İMKB Ulusal 100 Fiyat Endeksi, Nominal Döviz Kuru, Sanayi Üretim Endeksi	Yabancı portföy yatırımlarındaki değişim faiz oranlarını etkilemektedir fakat faiz oranlarında herhangi bir değişim, yabancı portföy yatırımlarını kısa vadede etkilememektedir.

**Ek-A1.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Türkiye Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

İpek (2013)	Türkiye	1991:Q4-2012:Q2	*Sınır Testi *ARDL Testi	Sıcak Para, Finansal Sermaye Akımları, Reel Faiz Oranı, Reel Yurtiçi Tasarruflar, Reel Yatırımlar, Reel GSYİH, Reel M2 Para Arzı	Reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki etkisi, uzun dönemde pozitif yöndedir. Artan reel faiz oranları yabancı sermaye hareketlerini pozitif etkileyerek, kısa vadeli sermaye girişlerini arttırmaktadır.
Özdemir (2013)	Türkiye	2003-2012	*VAR Analizi *Engle Granger Nedensellik Analizi *Etki-Tepki Analizler	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, GSYİH, DİBS Faiz Oranları, Dolar Kuru	Analizler sonucunda DİBS faiz oranlarında meydana gelen değişmelere karşı KVSH'nin duyarlı olduğu anlaşılmıştır.
Kaygusuz (2014)	Türkiye	1991:Q1-2012:Q4	*ARDL Testi *Toda-Yamamoto Nedensellik Testi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Enflasyon Oranı, Milli Gelir, Cari Açık, Reel Faiz	Analiz sonuçlarına göre, faiz oranlarından KVSH'ye doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Kandil ve Trabelsi (2015)	Türkiye	1989:Q1-2009:Q3	*VAR Analizi	Sermaye Girişleri, Sermaye Hesabı Serbestliği, Reel Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Para Arzı	Sermaye girişlerinin, yurtiçindeki likiditeyi arttırarak nominal faiz oranlarında düşüşe sebep olacağı belirtilmiştir.
Saraçoğlu ve diğerleri (2015)	Türkiye	2008:01-2013:05	*VAR Analizi *Etki-Tepki Analizi,	Sermaye Hareketleri, Enflasyon, Reel Faiz, Reel Döviz Kuru	Çalışmaya göre, enflasyon ve sermaye hareketleri arasındaki ilişki faiz kanalıyla gerçekleşmektedir. Faiz oranındaki değişimler sermaye hareketlerinde önemli etkiye sahiptir.
Baran (2017)	Türkiye	2005-2014	*Geçiş Olasılıkları Matrisi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Faiz Oran, Enflasyon Oranı, Kur Değişimi	Analiz sonuçlarına göre yüksek faiz oranlarının KVSH'yi yönlendirdiği, görece yüksek faiz oranına sahip ülkelerin daha fazla kısa vadeli sermaye girişlerine maruz kaldığı tespit edilmiştir.



**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür

Yazarlar/ Yıl	Ülkeler	İncelenen Dönem	Yöntem	Modelde Kullanılan Değişkenler	Sonuç
Chuhan, Claessens ve Mamingi (1993)	Arjantin Brezilya Kolombiya Şili Meksika Venezuela Hindistan Kore Tayvan Malezya Filipinler Pakistan Tayland	1988:01- 1992:09	*Panel Veri Analizi	Latin Amerika Nominal ve Reel Faiz Oranları, Asya Nominal ve Reel Faiz Oranları, ABD Faiz Oranları, ABD Sanayi Faaliyetleri, Bürt ve Net Sermaye Akımları, Kredi Dereceleri	ABD'deki faiz oranlarındaki düşüş ve sanayi üretimindeki yavaşlama ile gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişleri artmaktadır.
Frankel ve Okongwu (1995)	Arjantin Şili Meksika Kore Filipinler	1987-1994	*EKK Yöntemi	Yabancı Sermaye Girişleri, Portföy Yatırımları, Nominal GSYİH, Meksika Faiz Oranı, ABD Faiz Oranı,	Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının en önemli belirleyicisinin ABD faiz oranları olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
Cebula (1997)	Fransa	1973:Q2- 1993:Q3	*VAR Analizi	Uzun Vadeli Devlet Tahvil Faiz Oranı, Net Sermaye Girişi, Bütçe Açığı, Kısa Vadeli Reel Faizler, Reel GSYİH Büyüme Oranı, Enflasyon,	Fransa'ya olan net sermaye girişlerinin, uzun vadeli faiz oranlarını düşürdüğü sonucuna ulaşmıştır.
Taylor ve Sarno (1997)	18 Ülke	1988-1992	*VAR Analizi *Granger Nedensellik Teoremi	Asya Sermaye ve Tahvil Akışı, Latin Amerika Sermaye ve Tahvil Akışı, Ülke Kredi Dereceleri, ABD Kısa Vadeli Faiz Oranları	ABD'deki faiz oranlarındaki değişimler, gelişmekte olan ülkelere doğru olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicisidir.

**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Eichen-green ve Mody (1998)	ABD ve Latin Amerika Ülkeleri	1991-1996	*EKK Yöntemi	Sermaye Hareketleri, ABD Hazine Bonosu Faiz Oranı, Latin Amerika Hazine Bonosu Faiz Oranı , GSYİH Büyümesi, İhracat Büyümesi, Kredi Derecesi	ABD'deki faiz oranlarının küresel sermaye hareketlerini etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.
Milesi-Ferretti ve Razin (1998)	105 Ülke	1970-1996	*Probit Panel Veri Analizi	Sermaye Hareketleri, DYY, ABD Reel Faiz Oranı, Ekonomik Büyüme, Döviz Kuru, Mali Denge, M2 Para Arzı	Gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları yükseldikçe, GOÜ'lerde sermaye çıkışlarının arttığını tespit etmişlerdir.
Reinhart ve Montiel (1999)	15 Ülke	1990-1996	*Panel Veri Analizi Sabit Etkiler Modeli	Sermaye Hesabı, Portföy Akımları, Kısa Vadeli Sermaye Akımları, ABD Faiz Oranı, Doğrudan Yabancı Yatırımlar	ABD faiz oranlarının yükselmesinin kısa vadeli sermaye ve portföy akımlarının azalmasına neden olacağı sonucuna varılmıştır.
Takagi ve Esaka (2001)	Endonezya Filipinler Kore Malezya Tayland	1987:Q1- 1997:Q2	*Johansen Eşbütünleşme Testi *Granger Nedensellik Testi *VAR Analizi *EKK Yöntemi	Yabancı Varlıklar, Faiz Oranı, Çıktı Oranı, M1 Para Arzı, M2 Para Arzı, TÜFE	İzlenen politikalar gereği yüksek olan faiz oranlarının kısa vadeli yabancı sermaye girişini arttırdığı tespit edilmiştir.
Ying ve Kim (2001)	Kore ve Meksika	1960:Q1- 1996:Q4 ve 1980:Q1- 1996:Q4	*Johansen Eşbütünleşme Analizi *VAR Analizi	Sermaye Akımları, Yabancı Çıktı, Yabancı Faiz Oranı, Yurtiçi Verimlilik, Yurtiçi Para Arzı	Yabancı sermaye girişlerinin ana itici gücünün, ABD'deki düşük faiz oranları olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca yabancı faiz şokları, Kore'den sermaye çıkışına sebep olurken, Meksika'da ise sermaye girişine neden olmaktadır.

**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Ibarra (2004)	Meksika	1990:Q1-2002-Q2	*Wald Testi *EKK Yöntemi *İki Aşamalı EKK Yöntemi *Breusch-Godrey Engle LM Testi *Jacque-Bera Testi	DYY Dışı Sermaye Hesabı, Reel Faiz Oranı, Nominal Döviz Kuru, Aylık Para Arzı, GSYİH, ABD ve Meksika TÜFE Oranları	Yatırım talebi durumunda toplam talebe doğru olan sermaye akışlarının seyrinde faiz oranlarının etkisinin küçük çapta olduğu sonucuna varılmıştır.
Bouvatier (2006)	Çin	1995:03-2005:12	*Granger Nedensellik Testi *VECM	Sıcak Para Girişi, ABD Faiz Oranları, Altın Dışı Uluslararası Rezervler, Yurtiçi Kredi, GSYİH, Tüketici Fiyatları, Reel Efektif Döviz Kuru, Banka Rezervleri	ABD faiz oranlarıyla kısa vadeli sermaye hareketleri arasında negatif yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.
Cavoli (2007)	Endonezya Kore Malezya Filipinler Tayland	1990:01-1997:05	*EKK Yöntemi *VAR Analizi *Etki-Tepki Analizi *Ramsey RESET Test *Granger Nedensellik Testi	Sermaye Hareketliliği, Döviz Kurları, Faiz Oranları, Fiyatlar, Çıktı, Sterilizasyon	Yurtiçi faiz oranının ana belirleyicisinin yabancı faiz oranları olduğunu ve bunların neticesinde sermaye hareketliliğinin hacminin değiştiği belirlenmiştir.
Mecagni ve diğerleri (2007)	Türkiye Arjantin Brezilya Ekvator Endonezya Kore Rusya Malezya Meksika Filipinler Tayland Uruguay	1994-2005	*Gruplandırılmış Süreklilik Testi *Likelihood-Ratio (LR) Test	Net Özel Sermaye Akımları, LIBOR Faiz Oranları, Dünya Faiz Oranları Sermaye Hesabı Kriz Endeksi, Döviz Rezervleri, Nominal Efektif Döviz Kuru, Devlet Tahvili	Faiz oranlarıyla sermaye hareketleri arasında nedensellik nedensellik bağı olduğu sonucuna ulaşımlardır.

**Ek-A2. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)**

Reinhart ve Reinhart (2008)	181 Ülke	1980-2007	*Maksimum Olasılık Hesaplama Yöntemi	Sermaye Akımları, Reel Faiz Oranları, Reel GSYİH Büyümesi, Emtia Fiyatları, Reel Döviz Kuru Değişimleri, Enflasyon Oranı	Faiz oranlarının, sermaye hareketlerinin yönünü belirlediği sonucuna ulaşılmıştır.
Varma (2008)	Hindistan	1991:Q1-2005:Q4	*EKK Yöntemi *Granger Nedensellik Testi	Sermaye Hareketleri, Faiz Oranları Para Arzı, Döviz Kuru, Döviz Rezervleri, Borsalar	Analiz sonuçlarına göre, sermaye akımlarının faiz oranları üzerinde negatif yönlü bir etkisi olmaktadır.
Warnock ve Warnock (2009)	ABD	1984:01-2005:05	*EKK Yöntemi	Uluslararası Sermaye Hareketleri, ABD Faiz Oranı, Enflasyon Beklentileri, Eurodolar Paritesi	Yabancı sermaye akımları ile ABD'deki uzun vadeli faiz oranları arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Jitrapanun ve Prasartset (2009)	Tayland	2005:01-2007:12	*VAR Analizi	Portföy Yatırımı Girişleri, Tayland ve ABD Hazine Bonosu Faiz Oranı, Reel Efektif Döviz Kuru, Sermaye Kontrol Endeksi	Tayland Bankası'nın yüksek tuttuğu faizlerin, kısa vadeli sermaye girişlerini arttırdığını belirtmişlerdir.
Abdulah ve diğerleri (2010)	Malezya	1985:Q1-2006:Q4	*Johansen Eşbütünleşme Testi *Granger Nedensellik Testi	Sermaye Girişleri, Reel GSYİH, ABD Hazine Bonosu Faiz Oranı, Bütçe Dengesi, Cari İşlemler Dengesi, ABD Sanayi Üretimi,	Sonuçlara göre, bir ülkeye sermaye girişini arttıran faktörlerin başında reel çıktıdaki artış ile yurtiçi faiz oranlarının yüksekliği gelmektedir.

**Ek-A2. Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)**

Hui ve Hui (2010)	Çin	2004:01-2009:03	*Johansen Eşbütünleşme Testi *VAR Analizi	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Yurtiçi Faiz Oranı, ABD Faiz Oranı, Reel Döviz Kuru	Faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.
Forbes ve Warnock (2011)	56 Ülke	1980:Q1-2009:Q4	*Probit ve Logit Panel Veri Analizi *Tamamlayıcı Logaritmik Regresyon Analizi	Brüt Sermaye Akımları, Faiz Oranı, Finansal Serbestleşme, Kişi Başı Milli Gelir Düşüşü, Maliye Politikaları, Küresel Likidite, Küresel Risk,	Analiz sonuçlarına göre, ABD gibi gelişmiş bir ekonomideki faiz oranlarının değişimlerinin, sermaye hareketlerinin yönlendirilmesi konusunda etkisi yoktur.
Bertaut ve diğerleri (2011)	ABD	1980:Q1-2007:Q2	*T İstatistik Testi *Z İstatistik Testi	Uluslararası Sermaye Akımları, ABD Faiz Oranı, Beklenen Enflasyon Oranı, Beklenen GSYİH Büyüme Oranı, Risk Primi	Çalışmaya göre, gelişmekte olan ülkelerden ABD'ye doğru olan sermaye akışları, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faiz oranlarında ciddi düşüslere sebebiyet vermektedir.
Byrne ve Fiess (2011)	Gelişmekte Olan 78 Ülke	1993:Q1-2009:Q1	*PANIC Analizi	Sermaye Girişleri, Reel Faiz Oranları, G7 Ülkelerinin Reel GSYİH Büyümesi, Volatilite Endeksi, Reel Emtia Fiyatları	ABD'deki uzun vadeli reel faiz oranlarının, sermaye girişlerini belirlemede önemli bir konumda olmaktadır.
Ghosh ve diğerleri (2012)	Gelişmekte Olan 56 Ülke	1980-2009	*Probit Panel Veri Analizi *EKK Yöntemi	Net Sermaye Akımları, ABD Reel Faiz Oranı, Reel Yurtiçi Faiz Oranı, Reel GSYİH Büyüme Oranları, Döviz Kuru, Ticari Serbestlik, GSMH	ABD faiz oranları ile, uluslararası sermaye hareketleri arasında zıt yönlü bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Tan ve diğerleri (2013)	Çin	1999:Q1-2011:Q4	*Granger Nedensellik Testi	KVSH, Faiz Oranı, Farklılıkları, Efektif Döviz Kuru, Hisse Senedi Fiyatı, Reel Emlak Fiyatı	KVSH'yi etkileyen ana faktörlerin, ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları ve emlak fiyatları olduğu sonucuna ulaşmışlardır.
Adler, Djigbenou ve Sosa (2014)	Gelişmekte Olan 38 Ülke	1990:Q1-2012:Q4	*Panel VAR Modeli	Net Sermaye Akımları, Brüt Sermaye Akımları, Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Yabancı Portföy Yatırımları, Kısa ve Uzun Vadeli ABD Faiz Oranları	ABD'deki uzun vadeli faiz oranlarının, uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen temel faktörlerden biri olduğu sonucuna ulaşmıştır.
Giordani ve diğerleri (2014)	64 Ülke	1995:2009	*EKK Testi *Probit Regresyon Analizi	Sermaye Akımları, Sermaye Kontrolleri, ABD Reel Faiz Oranı, Enflasyon, Reel Efektif Döviz Kuru, Reel GSYİH Büyüme, Kişi Başı GSYİH	Yüksek faiz oranlarının borç alan ülkelerdeki sermaye girişleri-ne olan talebi azaltacağı, borç veren ülkelerde ise sermaye çıkışlarını artıracığı sonucuna varılmıştır.
Olaberria (2014)	ABD ve Gelişmekte Olan 9 Ülke	1990:Q1-2012:Q4	*Probit Regresyon Analizi *EKK Yöntemi *Genelleştirilmiş Momentler Metodu	Brüt Sermaye Girişi ve Çıkışı, Net Sermaye Girişi, ABD Faiz Oranları, Yurtiçi Faiz Oranları, G7 Ülkelerinin GSYİH, GSMH	GOÜ'lere yönelik büyük çaptaki sermaye girişlerinin ABD'deki uzun vadeli faiz oranları ve küresel riskten kaçınma güdüsüyle küresel bir döngüyü izlediği sonucuna ulaşmıştır.
Carvalho (2015)	Euro Bölgesi	1999:03-2006:12	*VAR Analizi, *ARDL Testi	Sermaye Girişleri, Kısa ve Uzun Vadeli Faiz Oranları, Beklenen Enflasyon, Yabancı Varlıklar	Yabancı sermaye girişlerindeki artışlar, Euro Bölgesi'ndeki uzun vadeli faiz oranlarında 1,55 puanlık düşüşe yol açmaktadır.

**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Fernandez (2015)	Filipinler	2005:01-2014:09	*VAR Analizi, *Etki-Tepki Analizi	Brüt Portföy Girişleri, Reel Efektif Federal Fon Oranı, Volatilite Endeksi	ABD’ndeki uzun vadeli faiz oranlarındaki düşüklüğünün, Filipinler’e yönelik brüt portföy yatırımı girişlerini teşvik etme konusunda önemli bir rol oynadığını belirtmiştir.
Friedrich ve Guerin (2016)	Gelişmiş ve Gelişmekte Olan 65 Ülke	2000:10-2006:06	*VAR Analizi	Sermaye Akımları, ABD Reel Piyasa Faiz Oranı, Sanayi Üretimi, Volatilite Endeksi	VAR analizi sonuçlarına göre, reel faiz oranlarındaki artış, beraberinde önemli miktarda sermaye girişlerine neden olmaktadır.
Choi ve diğerleri (2017)	Gelişmekte Olan 19 Ülke	1995:Q2-2014:Q3	*FAVAR Panel Veri Analizi *VAR Analizi	Sermaye Girişleri, Gecelik Faiz Oranları, Reel GSYİH, TÜFE, Cari İşlemler, Nominal Efektif Döviz Kuru, Yabancı Rezervler	Çalışma göre ABD’deki faiz oranı artışları, GOÜ’lere yönelik sermaye girişlerini bütünüyle olumsuz etkilemektedir.
Ghosh ve diğerleri (2017)	Gelişmekte Olan 53 Ülke	2005:Q1-2013:Q4	*Probit Panel Veri Analizi *EKK Yöntemi	Net Sermaye Girişi, Net DYY, Net Portföy Yatırımı, Net Diğer Yatırımlar, ABD Faiz Oranı, Enflasyon	Çalışmaya göre sermaye girişlerinde yaşanan artışlar, faiz oranlarını arttırıcı bir etkide bulunmuştur.
Jia ve Ren (2017)	Çin	2000:Q1-2014:Q4	*Johansen Eşbütünleşme Testi *VAR Analizi	KVSH, Faiz Politikası, Döviz Kuru Politikası, Sermaye Piyasası Serbestlik Derecesi, Ticari Serbestlik Derecesi	Uygulanan sıkı para politikaları sebebiyle artan faiz oranları, kısa dönemde büyük miktarlarda kısa vadeli yabancı sermaye girişine sebep olurken, uzun dönemde kısa vadeli sermaye çıkışlarıyla sonuçlanmıştır.

**Ek-A2.** Sermaye Hareketleri ve Faiz Arasındaki İlişkiyi Diğer Ülkeler Çerçevesinde İnceleyen Literatür (Devamı)

Ma (2018)	Gelişmekte Olan 18 Ülke	2005:Q1-2017:Q3	*VAR Analizi *Genelleştirilmiş Momentler Metodu	KVSH, GOÜ GSYİH, GOÜ Faiz Oranları, Döviz Kuru Değişimleri, ABD Reel GSYİH, ABD Faiz Oranı, Volatilite Endeksi	Gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz oranları, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini pozitif yönde etkilemektedir.
-----------	-------------------------	-----------------	--	--	---





**Ek-A3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Oluşturan Ödemeler Dengesi Kalemleri - 6. El Kitabı**

<b>ÖDEMELER DENGESİ AYRINTILI SUNUM (6. EL KİTABI)</b>		
<b>I -</b>	<b>CARİ İŞLEMLER HESABI</b>	
<b>II -</b>	<b>SERMAYE HESABI</b>	
<b>III -</b>	<b>FİNANS HESABI</b>	
<b>3.</b>	<b>Diğer Yatırımlar</b>	
3.1.	Efektif ve Mevduatlar	
3.1.1.	Net Varlık Edinimi	
3.1.1.1.	Bankalar	
3.1.1.1.1.	Yabancı Para	
3.1.1.1.2.	Türk Lirası	
3.1.1.2.	Diğer Sektörler	
3.1.2.	Net Yükümlülük Oluşumu	
3.1.2.1.	Merkez Bankası	(+)
3.1.2.1.1.	Kısa Vade	
3.1.2.1.2.	Uzun Vade	
3.1.2.2.	Bankalar	(+)
3.1.2.2.1.	Yurtdışı Bankalar	
3.1.2.2.1.1.	Yabancı Para	
3.1.2.2.1.2.	Türk Lirası	
3.1.2.2.2.	Yurtdışı Kişiler	
3.2.	Krediler	
3.2.1.	Net Varlık Edinimi	
3.2.1.1.	Merkez Bankası	
3.2.1.2.	Bankalar	
3.2.1.3.	Genel Hükümet	
3.2.2.	Net Yükümlülük Oluşumu	
3.2.2.1.	Merkez Bankası	
3.2.2.1.1.	Uluslararası Para Fonu Kredileri	
3.2.2.1.1.1.	Kullanım	
3.2.2.1.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.1.2.	Kısa Vade	(+)
3.2.2.1.3.	Uzun Vade	
3.2.2.1.3.1.	Kullanım	
3.2.2.1.3.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.2.	Bankalar	
3.2.2.2.1.	Kısa Vade	(+)
3.2.2.2.2.	Uzun Vade	
3.2.2.2.2.1.	Kullanım	
3.2.2.2.2.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.3.	Genel Hükümet	
3.2.2.3.1.	Uluslararası Para Fonu Kredileri	
3.2.2.3.1.1.	Kullanım	

**Ek-A3.** Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Oluşturan Ödemeler Dengesi Kalemleri - 6. El Kitabı  
(Devamı)

3.2.2.3.1.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.3.2.	Kısa Vade	(+)
3.2.2.3.3.	Uzun Vade	
3.2.2.3.3.1.	Kullanım	
3.2.2.3.3.2.	Geri Ödeme	
3.2.2.4.	Diğer Sektörler	
3.2.2.4.1.	Kısa Vade	(+)
3.2.2.4.2.	Uzun Vade	
3.2.2.4.2.1.	Kullanım	
3.2.2.4.2.2.	Geri Ödeme	
3.3.	Ticari Krediler	
3.3.1.	Net Varlık Edinimi	
3.3.1.1.	Verilen Krediler	
3.3.1.2.	Geri Ödeme	
3.3.2	Net Yükümlülük Oluşumu	
3.3.2.1.	Kısa Vade	(+)
3.3.2.1.1.	Kullanım	
3.3.2.1.2.	Geri Ödeme	
3.3.2.2.	Uzun Vade	
3.3.2.2.1.	Kullanım	
3.3.2.2.2.	Geri Ödeme	
3.4.	Diğer Varlıklar ve Yükümlülükler	
3.4.1.	Net Varlık Edinimi	
3.4.1.1.	Merkez Bankası	
3.4.1.2.	Genel Hükümet	
3.4.1.3.	Diğer Sektörler	
3.4.2.	Net Yükümlülük Oluşumu	(+)
3.4.2.1.	Merkez Bankası	
3.4.2.2.	Diğer Sektörler	
3.5.	Özel Çekme Hakları, SDR	
<b>4.</b>	<b>Rezerv Varlıklar</b>	
<b>IV -</b>	<b>NET HATA NOKSAN</b>	

**Ek-A3.** Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Oluşturan Ödemeler Dengesi Kalemleri - 6. El Kitabı  
(Devamı)

<b>ÖDEMELER DENGESİ ANALİTİK SUNUM (6. EL KİTABI)</b>		
<b>A -</b>	<b>CARİ İŞLEMLER HESABI</b>	
<b>B -</b>	<b>SERMAYE HESABI</b>	
<b>C -</b>	<b>FİNANS HESABI</b>	
8.	Doğrudan Yatırımlar : Net Varlık Edinimi	
9.	Doğrudan Yatırımlar : Net Yükümlülük Oluşumu	
10.	Portföy Yatırımları : Net Varlık Edinimi	
11.	Portföy Yatırımları : Net Yükümlülük Oluşumu	
11.1.	Hisse Senetleri	
11.2.	Borç Senetleri	
<b>12.</b>	<b>Diğer Yatırımlar : Net Varlık Edinimi</b>	<b>(-)</b>
12.1	Merkez Bankası	
12.2.	Genel Hükümet	
12.3.	Bankalar	
12.4.	Diğer Sektörler	
13.	Diğer Yatırımlar : Net Yükümlülük Oluşumu	
13.1.	Merkez Bankası	
13.2.	Genel Hükümet	
13.3.	Bankalar	
13.4.	Diğer Sektörler	
<b>D -</b>	<b>NET HATA VE NOKSAN</b>	

## ÖZGEÇMİŞ

06.12.1991 tarihinde Bandırma'da doğdu. İlköğrenimini 17 Eylül İlköğretim Okulu'nda, ortaöğrenimini ise Bandırma Anadolu Lisesi'nde tamamladı. Yüksek öğrenimini ise Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat bölümünde tamamladı. Burada 1 yıl İngilizce hazırlık, 4 yıl lisans eğitimi alıp, 2015 yılında mezun oldu. 2016 yılında ise Bandırma Onyediy Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı'nda tezli yüksek lisans eğitimine başladı.



