



T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEÇİLİ
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDE ETKİLERİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
Ekrem KAÇAR

Niğde
Temmuz, 2019

T.C.
NİĞDE ÖMER HALİSDEMİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEÇİLİ
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDE ETKİLERİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

Ekrem KAÇAR

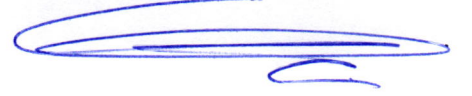
Danışman : Doç. Dr. Okyay UÇAN
Üye : Prof. Dr. Mutlu Başaran ÖZTÜRK
Üye : Dr. Öğr. Üyesi Ayşe Ergin ÜNAL

Niğde
Temmuz, 2019

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Seçili Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkileri: Türkiye Örneği” başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde tez yazım kılavuzuna uygun olarak tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmanın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 25/07/2019

Ekrem KAÇAR



ONAY SAYFASI

Doç.Dr. Okyay Uçan danışmanlığında Ekrem Kaçar tarafından hazırlanan "KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEÇİLİ MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ " adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

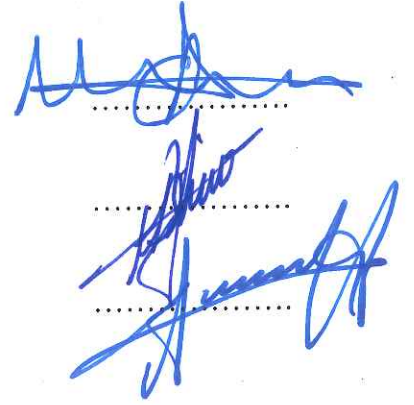
Tarih: 16/07/2019

JÜRİ :

Danışman : Doç.Dr. Okyay Uçan

Üye : Prof.Dr. Mutlu Başaran Öztürk

Üye : Dr.Öğr.Üyesi Ayşe Ergin Ünal



ONAY :

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu'nun Tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Doç. Dr. Emin Hüseyin ÇETENAK
Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Sermaye hareketleri, Bretton Woods Konferansında çıkan sonuçların 1970’li yıllarda yaşanan krizlerin üstesinden gelememesi ile birlikte bir değişim sürecine girmiştir. 1970’li yıllara kadar uygulanmakta olan korumacı politikalar, 1970’li yıllardan sonra iletişim ve teknoloji alanlarında meydana gelen önemli gelişmeler birlikte sermaye hareketleri önemli ölçüde etkilenmiştir. 1980’li yıllarda küreselleşmenin hız kazanması ile birlikte finansal liberalizasyon süreci de hızlanmaya başlanmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkması ile faiz ve kur arasındaki uyumsuzluktan dolayı ortaya çıkan arbitraja dayanan kısa vadeli sermaye hareketleri ön plana çıkmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülatif amaç taşıması ve bunun yanı sıra ülkeden ani çıkışlar yapabilmesi ülkenin ulusal makroekonomik değişkenlerini olumsuz etkileyebilmektedir. Literatürde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ulusal ülkelerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini inceleyen bir çok teorik ve ampirik çalışmalar bulunmaktadır. Bu çalışmada da literatürde yapılan çalışmalar örnek alınarak Türkiye için siyasi istikrar başlangıcı sayılabilecek 2002Q4-2016Q4 dönemi verilerinden hareketle, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ampirik olarak ortaya konulmaya çalışılmıştır. Yapılan bu çalışma sürecince ilgisini ve desteğini esirgemen danışmanım Sayın Doç. Dr. Okyay UÇAN’a sonsuz teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN SEÇİLİ
MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLER ÜZERİNDE ETKİLERİ: TÜRKİYE
ÖRNEĞİ

KAÇAR, Ekrem
İKTİSAT ANABİLİM DALI
Tez Danışmanı: Doç. Dr. Okyay UÇAN
Temmuz 2019, 161 Sayfa

1970’li yıllardan sonra önem kazanan sermaye hareketleri türünden biri olan kısa vadeli sermaye hareketleri vadesinin kısa olması ve daha çok spekülatif amaç gütmelerinden dolayı giriş yaptığı ülkelerin ekonomik göstergeleri üzerinde etkilerinin olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, kısa vadeli sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasında ki ilişkiyi incelemektir. Bu doğrultuda bağımlı değişken olarak kısa vadeli sermaye hareketleri, bağımsız değişkenler olarak ise mevduat faizi, TÜFE bazlı reel döviz kuru indeksi, Merkez Bankası brüt döviz rezervleri, enflasyon oranı, Gayrisafi milli hasıla, işsizlik oranı ve cari açık (ithalat-ihracat) gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki araştırılmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye’de 2002:Q4-2016:Q4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler kullanılarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasında ki uzun dönemli ilişkinin varlığı ARDL sınır testi yaklaşımı ile sınanmıştır. Analizler sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru ve cari açık değişkenleri arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına dair bulgular ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için yapılan Granger nedensellik testi sonucuna göre ise, GSMH’den kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu bulgusuna rastlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, ARDL

ABSTRACT
MASTER THESIS

**EFFECTS ON THE MACROECONOMIC VARIABLES OF SHORT-TERM
CAPITAL MOVEMENTS: TURKEY CASE**

KAÇAR, Ekrem
Department of Economics
Supervisor: Associate Professor Okyay UÇAN
July 2019, 161 Pages

Short-term capital movements, one of the most important types of capital movements after the 1970s, have been determined to have an impact on the economic indicators of the countries in which it is engaged due to short-term capital movements and more speculative purposes.

The aim of this study is to investigate the relationship between short-term capital movements and macroeconomic variables. The relationship between short-term capital movements as dependent variables, and the macroeconomic variables such as deposit interest rate, CPI-based real exchange rate index, central bank gross foreign exchange reserves, inflation rate, gross national product, unemployment rate and current account deficit (import-export) were investigated.

In this study, the existence of a long-term relationship between short-term capital movements and macroeconomic variables was tested by using quarterly data for the period 2002:Q4-2016:Q4 in Turkey. As a result of the analyses, there is a long-term relationship between short-term capital movements and the exchange rate and current account variables. On the other hand, according to the Granger causality test conducted to determine the causality relationship between variables, it was found that there is a one-way causality relationship from GNP to short-term capital movements.

Key Words: Short-Term Capital Movements, ARDL

İÇİNDEKİLER

Sayfa No:

ÖNSÖZ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL SÜRECİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Süreci	5
1.1.1. Küreselleşme Süreci.....	7
1.1.2. Finansal Liberalizasyon	10
1.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri.....	16
1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı	16
1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Türleri	17

1.2.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	18
1.2.2.2. Portföy Yatırımları	21
1.2.2.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketler	23
1.2.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	24
1.3. Ülkeler Bağlamında Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İncelenmesi.....	28
1.3.1. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	28
1.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ..	29
1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri.....	30
1.4.1. Çekici Faktörler.....	31
1.4.2. İtici Faktörler.....	32
1.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	33
1.5.1. Olumlu Etkileri	34
1.5.1.1. Döviz Dengesizliğinin Giderilmesi	34
1.5.1.2. Yatırımların Artması	35
1.5.1.3. Piyasalara Derinlik Kazandırma.....	35
1.5.2. Olumsuz Etkileri	36
1.5.2.1. Pahalıya Borçlanma.....	36
1.5.2.2. Mali Piyasalarda Dengesizlikler.....	37
1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler	37
1.6.1. Mundell-Fleming Modeli	37
1.6.2. Faiz Haddi Paritesi Teoremi	46
1.6.2.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi	47
1.6.2.2. Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi	49
1.6.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı	51

İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri.....	53
2.1.1. Enflasyon Üzerindeki Etkisi	53
2.1.2. Büyüme Üzerindeki Etkisi	55
2.1.3. Faiz Oranı Üzerindeki Etkisi.....	57
2.1.4. Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi.....	59
2.1.5. Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi.....	61
2.1.6. İstihdam Üzerindeki Etkisi.....	63
2.2. Finansal Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü	64
2.2.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (ERM) 1992-1993	67
2.2.2. Meksika Krizi 1994-1995	69
2.2.3. Asya Krizi 1997-1998	72
2.2.4. Rusya Krizi 1998	75
2.2.5. Brezilya Krizi 1999	78
2.2.6. Arjantin Krizi 2001-2002.....	80
2.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolleri	83
2.3.1. Sterilizasyon Yöntemi.....	85
2.3.2. Tobin Vergisi	86

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE

3.1. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Süreci.....	92
3.1.1. 1980 Öncesi Dönem.....	92
3.1.2. 1980 Sonrası Dönem.....	94
3.2. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	95

3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi	98
3.3.1. Nisan 1994 Krizi	99
3.3.2. Kasım 2000 Krizi	103
3.3.3. Şubat 2001 Krizi	105
3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'deki Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi.....	106
3.4.1. Literatür Çalışması	106
3.4.2. Yöntem ve Veri Seti.....	126
3.4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerini Belirleme Modelleri Uygulamaları	127
3.4.3.1. Model 1	127
3.4.3.2. Model 2	133
3.4.3.3. Model 3	136
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	142
KAYNAKÇA.....	145

TABLULAR LİSTESİ

Sayfa No:

Tablo 1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ev Sahibi Ülke Açısından Belirleyicileri	20
Tablo 1.2. Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyar Dolar).....	21
Tablo 1.3. Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Risk Kriterleri	22
Tablo 2.1. Meksika'nın Makroekonomik Göstergeleri	70
Tablo 2.2. 1990-1999 Yılları Asya Ülkelerinde Genel Ekonomik Durum	74
Tablo 2.3. Rusya'nın Kriz Döneminde Bazı Ekonomik Göstergeleri	76
Tablo 2.4. Brezilya Krizinin Kronolojik Oluşumu	79
Tablo 2.5. Sermaye Kontrolleri Üzerine Yapılan Teorik Çalışmalar	83
Tablo 2.6. Sermaye Kontrollerinin Ortaya Çıkardığı Etkiler	84
Tablo 2.7. Tobin Vergisinin Yıllık Efektif Oranı (Sabit Döviz Kuru Varsayımında)	90
Tablo 3.1. Model 1 ADF Birim Kök Test Sonuçları.....	128
Tablo 3.2. Model 1 İçin ARDL Analizi	128
Tablo 3.3. Model 1 için Sınır Testi Sonuçları	129
Tablo 3.4. Model 1 İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Bulunması	130

Tablo 3.5. Model 1 İçin Granger Nedensellik Testi	131
Tablo 3.6. Model 1 İçin Varyans Ayırıştırma Testi	132
Tablo 3.7. Model 2 İçin ADF Birim Kök Testi Sonuçları	134
Tablo 3.8. Model 2 İçin ARDL Analizi	134
Tablo 3.9. Model 2 İçin Sınır Testi	135
Tablo 3.10. Model 2 İçin Hata Düzeltme Modeli	135
Tablo 3.11. Model 3 İçin ADF Birim Kök Testi Sonuçları	136
Tablo 3.12. Model 3 İçin ARDL Analizi	137
Tablo 3.13. Model 3 İçin Sınır Testi Sonuçları.....	138
Tablo 3.14. Model 3 İçin Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi	138
Tablo 3.15. Model 3 İçin Granger Nedensellik Testi.....	139
Tablo 3.16. Model 3 İçin Varyans Ayırıştırma Testi	140

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No:

Şekil 1.1. Mundell-Fleming Modelinde İç ve Dış Denge.....	39
Şekil 1.2. Mal ve Para Piyasalarında Eşanlı Denge.....	41
Şekil 1.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde BP Eğrisi	42
Şekil 1.4. Tam Sermaye Hareketsizliğinde BP Eğrisi	43
Şekil 1.5. Tam Olmayan Sermaye Hareketliliğinde BP Eğrisi.....	44
Şekil 1.6. Sermaye Hareketlerinin Olduğu Açık Ekonomilerde Dengesizlikle.....	45
Şekil 2.1. Para Politikalarında İmkansız Üçleme Politika Demeti	66

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No:

Grafik 1.1. Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Milyon Dolar).....	27
Grafik 2.1. Küreselleşme Sonrası Türkiye'deki Enflasyon Oranları (TÜFE).....	54
Grafik 3.1. Türkiye'de Sermaye Liberalizasyonu Sonrası KVSH	98
Grafik 3.2. 1994 Yılında Türkiye'nin Sermaye Hareketleri Bileşimi	101
Grafik 3.3. Model 1 İçin Cusum Yapısal Kırılma Testi Sonuçları	131
Grafik 3.4. Model 1 İçin Etki Tepki Analizi Sonuçları	132
Grafik 3.5. Model 3 İçin Cusum Yapısal Kırılma Testi Sonuçları	139
Grafik 3.6. Model 6 İçin Etki Tepki Analizi Sonuçları	140

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADF	:Augmented Dickey Fuller
AT	:Avrupa Topluluğu
BP	:Ödemeler Bilançosu Eğrisi
ÇUŞ	:Çok Uluslu Şirketler
DTÖ	:Dünya Ticaret Örgütü
ERM	:Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi
GATT	:Gümrük Tarifesi ve Ticaret Genel Anlaşması
GSYİH	:Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
GOÜ	:Gelişmekte Olan Ülkeler
GÜ	:Gelişmiş Ülkeler
I	:Yatırım
IBRD	:Dünya Bankası
IMF	:Uluslararası Para Fonu
KHK	:Kanun Hükmünde Kararname

KİT	:Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KVSH	:Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
NAFTA	:Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
OECD	:Ekonomi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OEEC	: Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü
OGT	:Ortak Gümrük Tarifesi
S	:Tasarruf
SMH	:Sermaye Malları Hareketleri
TEFE	:Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:Türk Lirası
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:Türkiye İstatistik Kurumu

GİRİŞ

Sermaye hareketlerinin ön plana çıkmasında 1970’li yıllarda yaşanan ekonomik kriz ve 1970’li yılların başında Bretton Woods sisteminin çöküşü etkili olmuştur. Yaşanan bu olaylar neticesinde sermaye hareketlerinde köklü değişimlerin yapılması kaçınılmaz olmuştur. Sermaye hareketlerinde yapılacak olan değişim neticesinde ortaya çıkacak sonuçları hakkında farklı görüşler ileri sürülmüştür. Sermaye hareketlerinin serbestleşme neticesinde oluşan sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye katkı sağlayacağını savunan görüşün yanı sıra, sermaye hareketlerinin her zaman ekonomik büyümeye katkı sağlamayacağını savunan görüşler ortaya çıkmıştır.

Sermaye hareketlerinin önündeki en büyük engellerden biri finansal liberalizasyon sürecinin tam olarak sağlanamamasıdır. Küreselleşme sürecinin hızlanması ile birlikte finansal liberalizasyon önemi artmaya başlamıştır. Finansal liberalizasyon süreci ile sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkması hedeflenmektedir. Sermaye akımlarının önündeki engellerin kalkması ile ülkelerin ekonomik büyümelerini sağlamaları amaçlanmaktadır. Ekonomik büyümeyi sağlaması düşünülen finansal serbestleşmenin en önemli özelliğinin ise faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesidir.

Uluslararası sermaye hareketleri farklı şekillerde gerçekleşebilmektedir. Bunlar uzun vadeli sermaye hareketleri, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar olarak karşımıza çıkabilmektedir. Çalışmanın ana konusunu kısa vadeli sermaye hareketleridir. Vadesi bir yıldan kısa olan sermaye hareketleri olarak bilinen bu tür sermaye akımları giriş yaptıkları ülkelerde birçok etkiye sebep olabilmektedirler. Bu etkiler kısa vadeli sermaye hareketlerinin giriş yaptıkları ülkenin gelişmişlik düzeyine göre de farklılıklar gösterebilmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri genel olarak spekülasyon amaçlı hareketler olmasından dolayı genellikle gelişmekte olan ülkeleri tercih etmektedir. Kısa vadeli sermayenin gelişmekte olan ülkeleri tercih etmesinin nedenleri ise; bu tür ülkelerin ekonomileri daha dinamik bir yapıya sahiptir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkeler hem yüksek büyüme oranlarına hem de gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla getirisi olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri giriş yaptıkları ülkelerin makroekonomik değişkenlerini de kolaylıkla etkileyebilmektedirler. Makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin bu kadar fazla olmasından dolayı dünya genelindeki birçok ülkede krizlere yol açmış ve bu krizler uluslararası kriz boyutuna ulaşmışlardır.. Kısa vadeli sermaye hareketleri dünya genelinde birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de krizlere sebebiyet vermiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerini konu edinen çalışmamız 3 bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümü sermaye hareketlerinin tarihsel sürecinden başlayarak, küreselleşme ile birlikte finansal liberalizasyonun gelim süreci ile devam etmektedir. Ayrıca çalışmanın bu bölümünde sermaye hareketlerinin türlerinden ve çalışmanın ana konusu olan kısa vadeli sermaye hareketlerinden bahsedildikten sonra, kısa vadeli sermaye hareketlerin tercih ettiği ülkeler, giriş yaptığı ülkelerdeki etkilerinin yanı sıra kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan teorilerden bahsedilecektir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin giriş yaptığı ülkeler açısından ortaya çıkardığı makroekonomik etkilerin anlatacağı çalışmanın ikinci bölümünde, daha sonra bu etkiler neticesinde dünya genelinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ekonomik krizlerden söz edilecektir. Daha sonra ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin kontrolleri anlatılacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümde ise, Türkiye’de ki finansal liberalizasyon sürecinden bahsedilerek, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’de yaşadığı süreçten söz edilmektedir. Daha sonra kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerinde sebep olduğu krizler anlatılmıştır. Son olarak ise, kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’deki makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

Araştırmanın Problemi

Küreselleşme ile birlikte finansal liberalizasyonun hız kazanması ile birlikte sermayenin ülkeler arasında serbest hareket etmesi sağlanmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kalkması ile birlikte ortaya çıkan spekülative amaç taşıması ile birlikte ülkelerinde ekonomik yapılarında kırılmalara yol açtığı ortaya çıkmaktadır. Spekülative amaç taşıyan kısa vadeli sermaye hareketlerinin asıl amacı arbitraj kazancı elde etmektedir. Bu nedenle daha çok gelişmekte olan ülkeleri tercih

eden bu tür sermaye hareketleri bu ülkeler açısından bir problem olarak görülebilmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke içindeki makroekonomik değişkenleri nasıl etkilediği önemli bir problem haline gelmiştir. Ortaya çıkan bu problemin ülke içindeki ekonomik risklerin ve devletin bu kısa vadeli sermaye girişlerine nasıl bir etkiye sahip olduğu da diğer bir sorundur. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke içindeki birçok değişkeni olumlu veya olumsuz şekilde önemli ölçülerde etkilediği bilinmektedir. Bu çalışmada gelişmekte olan ülkelerden biri olan Türkiye için söz edilen bu sorunlara ve bu sorunlarının cevaplarına yer verilecektir.

Araştırmanın Amacı

Çalışmanın ana amacı bilimsel araştırma yöntemleri ve ekonometrik bir analiz kullanılarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye için seçili makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin saptanmasıdır. Ayrıca çalışmanın ilk bölümlerinde genel olarak sermaye hareketlerinden bahsedilerek kısa vadeli sermaye hareketleri hakkında bilgiler verilecektir. Daha sonra yapılan ekonometrik analiz sonrasında çıkan sonuçların literatürle aynı doğrultuda olup olmadığı araştırılacaktır.

Araştırmanın Önemi

Ülkeler tasarruflarının yatırımlarını karşılamadığı durumlarda veya ekonomileri yeni kaynaklara ihtiyaç duyduklarında yabancı kaynaklı sermayeyi ülkelerine çekmek isterler. İhtiyaç duyulan sermayeyi ülkeye getirmenin en kolay yollarından birisi olarak spekülasyon amaçlı sermaye girişini sağlamaktadır. Kısa vadeli olarak ülkeye giriş yapan bu sermaye ülkeye kolay girebildiği gibi anlık ekonomik çalkantılarda ülkeden kolay şekilde çıkabilmekte ve ekonomi üzerinde sorunlar çıkarabilmektedir. Bu nedenle giriş yaptığı ülkede bu tür sermaye hareketlerinin ne kadar verimli olduğu kullanıldığı o ülke açısından çok büyük önem arz etmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin giriş yaptığı ülkede daha verimli kullanılması ile ülkenin ihtiyaç duyduğu bu sermayenin ekonomik çalkantılar yerine ekonomide istikrarlılığa doğru yol almasını sağlamak amaçlanmalıdır. Kısa vadeli sermayenin ekonomi istikrarında kullanılması ile birlikte sermayenin bir anda ülkeden

çıkmasının önüne geçilerek ekonomik krizlerde önlenmiş olunacaktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinin gelişmesine veya bulunduğu kriz ortamının daha da derinleşmesine bu kadar yakın bulunmasından dolayı ülkeler için çok önemli bir konuma sahiptir. Bu nedenle kısa vadeli sermaye hareketlerinin özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından yakından incelenmesinin önemli olduğu düşünülmektedir.

Araştırmanın Sınırlılıkları

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci ve ikinci bölümlerinde küreleşmenin hız kazanması ve finansal liberalizasyonun sürecinin yanı sıra kısa vadeli sermaye hareketlerinin dünya ülkeleri üzerindeki durumundan söz edilmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dünya üzerinde yol açtığı krizlerin anlatıldığı ikinci bölümde aynı zamanda kısa vadeli sermayenin ülkelerin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinden de bahsedilmektedir.

Üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketleri Türkiye açısından ele alınmakta ve makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Bu bölümde öncelikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki gelişim sürecinden bahsedildikten sonra sebep olduğu ekonomik krizler üzerinde durulmuştur. Son olarak 2002:Q4-2016:Q4 dönemlerini kapsayan veriler ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, Dünya Bankası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Türkiye İstatistik Kurumu ve Uluslararası Para Fonu internet sayfalarından elde edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİNİN TARİHSEL SÜRECİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

1.1. Sermaye Hareketlerinin Tarihsel Süreci

2.Dünya Savaşından sonra toplanan Bretton Woods konferansında çıkan sonuçlar, yenedünya düzeni içerisinde yaşanan 1970 ekonomik krizinin üstesinden gelememesi ile birlikte sermaye hareketleri köklü bir değişme uğramıştır (Şeren, 2011: 4). Finansal serbestleşme, 70’li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin çöküşü ve ekonomiye yapılan devlet müdahalesine karşı çıkan McKinnon (1973) ve Shaw (1973) öncülüğünde finansal serbestleşme meydana gelmiş, McKinnon ve Shaw finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi olumlu etkileyeceğini öne sürmüşlerdir (Kara, 2012: 7).

McKinnon ve Shaw büyümede meydana gelen artışı finansal serbestleşme sonucunda finansal kaynakların serbest piyasa şartlarında dağılıma dayanan bir sistemin kurulması olarak ifade etmekte ve finansal serbestleşme ile kaynakların en yüksek verimliliğinin elde edileceği sektörlerde kullanılması sağlanarak kaynak dağılımında etkinliğin oluşabileceğini ifade etmektedirler. Bunun neticesinde, finansal serbestleşme ile yüksek faiz oranları sayesinde bir yandan tasarrufları ve yatırımları, diğer taraftan oluşabilecek yatırımların verimliliğini artırarak iktisadi büyümenin gerçekleşebileceğini savunmaktadırlar (Kara, 2012: 7 – Gürbüz, 2006: 18).

McKinnon ve Shaw’ın finansal serbestleşmenin büyümeyi arttıracığı iddiasının tersini düşünen Yeni Yapısalci Yaklaşımına göre, finansal liberalizasyon neticesinde enflasyonu hızlandıran bir etki olarak faiz oranlarının yükselmesi gösterilmektedir. Aynı yaklaşıma göre; faiz oranlarının finansal serbestleşme sonucunda serbest bırakılması ile artan faiz oranları resmi bankacılık kesimlerinde toplanan mevduatı artırırken, gayriresmi mali sektörde toplanan fonu azaltacaktır. Diğer bir deyişle, gayriresmi piyasadan bankacılık kesimine bir fon aktarımı gerçekleşecektir. Bilindiği üzere bankacılık sisteminde kanuni karşılık tutma zorunluluğu var iken, gayriresmi mali piyasada böyle bir zorunluluk mevcut değildir. Bunun neticesinde gayriresmi piyasadan bankacılık sektörüne olan fon akışı, iki piyasada da yatırıma dönüşebilir ve bu da kaynaklarda azalmaya yol açacağından,

yatırımlar azalacak ve bunun neticesinde büyüme hızı azalacaktır (Hyusein, 2004: 12). Bir diğer yaklaşım olan Yeni Keynesyen Yaklaşımına göre ise, tasarruflar ve yatırımlar finansal serbestleşme sonucunda her zaman arttırarak enflasyonu düşürücü ve ekonomik büyümeyi artırıcı bir etki yapmamaktadır. Sebebini ise Gelişmekte Olan Ülkeler'de(GOÜ) önemli ölçüde bulunan finansal istikrarsızlığa bağlamaktadırlar. Ayrıca bu yaklaşıma göre; yatırımlar faiz oranlarındaki bir artış ile azaltmakta ve bu da efektif talebi daraltmakla birlikte finansal bozukluklara yol açarak büyümeyi yavaşlatmaktadır (Hyusein, 2004: 14) .

1970'li yıllara kadar çoğu ülkede korumacı politikalar hüküm sürerken bu yıllardan sonra özellikle Avrupa Topluluğu (AT) ülkelerinde bu politikalar gevşetilmeye başlamıştır. Bu dönemde meydana gelen yoğun finansal zorluklar neticesinde özellikle GOÜ finansal sistemlerinde çeşitli reformlar yapmak durumda kalmışlardır. Bu durum neticesinde finansal liberalasyon birçok GOÜ için uygulanacak olan istikrar politikalarının vazgeçilmez bir unsuru durumuna gelmiştir (Sümer, 2009: 14). Bunun neticesinde, Keynesyen politikardan vazgeçilmiş, liberal politikalar ve deregülasyonlar Keynesyen politikaların yerini alamaya başlamış, rekabet ve özelleştirme politikaları ağırlıklı olarak uygulanan politikalar halini almıştır (Örnek, 2008: 200). Bu liberal ekonomik politikalar, Türkiye'nin de içinde bulunduğu birçok GOÜ'de uygulanmıştır. GOÜ'yi tanımlamak için 'yükselen piyasalara' kavramı kullanılmaya başlanmış ve bu ülkelerde de gelişmiş ülkeler(GÜ)de uygulanan ekonomi politikaların benzerleri uygulanmak istenmiştir. GOÜ'in GÜ'e nazaran makroekonomik, yasal ve kurumsal altyapısı oldukça zayıf olmasından dolayı bu tür ülkelerde uygulanan neo-liberal politikalar, GOÜ'in ekonomik yapılarını krizlere açık ve kırılgan bir yapıya bürünmesine neden olmuştur (Kar ve Tatlısöz, 2008: 3).

1970'lerden sonra, iletişim ve teknoloji alanlarında meydana gelen önemli gelişmeler, ülkeler arasındaki mali hizmetler alanındaki rekabetler, uluslararası kuruluş ve finansal kurumların uyarıları sonucunda GÜ'de ve GOÜ'de mali sektörün gelişmesi, serbestleşmesi ve uluslararasılaşması sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkilemiştir (Tanören, 2009: 3). Sermaye hareketlerinin kökenini ulusal piyasalardaki faiz ve döviz kuru arasındaki uyumsuzluktan ortaya çıkan arbitraja dayanan kısa vadeli sermaye hareketlerinden meydana gelir (Şeren, 2011: 4). Bunun üzerine, dünya genelinde sermaye hareketlerine yüklenen temel görevde değişiklikler görülmüştür (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10). Finansal liberalizasyonun asıl amacı; finansal

sistemin etkinliğini artırmak, mevcut olan k t kaynakları var olan alternatifler içerisinde verimliliği en yüksek olan alanlarda kullanımını sağlayarak ekonomik büyümeyi sağlamaktır (Hyusein, 2004: 11). Ancak ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerden ortaya çıkan finansman ihtiya ını karşılama işlevi yüklenmesi ile sermaye hareketleri, globalleşme ile birlikte bu i levden uzaklaşması ile daha fazla arbitraj kazancı peşinde ko an, spekülatif nitelikteki para hareketlerine dönmüştür (Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 10).

Uluslararası piyasada 1980’li yıllarda ortaya çıkan yeniden yapılanmanın bir bağlantısı olarak önemli konuma gelen ve çok yönlü bir etkiye sahip olan globalle menin ekonomik boyutunu oluşturan iki uzantısı vardır. Bunlardan ilki üretim küreselleşmesi diğeri ise finansal serbestleşme oluşturmaktadır. Ele alınacak olan finansal serbestleşme;

- Ulusal finans piyasalarındaki sınırların ortadan kaldırılması,
- Finansal piyasalar da uygulanan farklı kontrol ve sınırlamalardan kaldırılması ile uluslararası rekabete açılması,
- Piyasaların konvertibiliteye sahip olmaları,
- Kurların serbest bırakılması,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin artması,

Yeni kurumsal finans piyasaları olan yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının piyasa içinde ki rollerinin artması olarak ifade edilebilir. Ayrıca küreselleşmenin önemli bir parçası olan finansal küreselleşme bunun yanı hem k reselle meyi hızlandırırken hem de faiz ve kur dalgalanmalarına olanak tanıdığından üretiminde k reselle mesinde etkin bir rolü bulunmaktadır. ( im ek, 2007: 7).

1.1.1. Küreselleşme Süreci

Küreselleşme, dünya üzerindeki bütün iletişim ve ulaşım imkanlarının artması, bununla birlikte mal, hizmet ve finansal sermayenin hareketliliğinin artması, üretim ve tüketim kalıplarının benze mesi ile kültürel etkileşimin yoğunlaşması olarak ifade edilir. Daha geniş anlamı ile küreselleşme, ülkeler arasındaki her türlü engellerin ve kısıtlamaların ortadan kaldırılması olarak da tanımlanmaktadır ( cal ve Polat, 2012: 68).

Küreselleşmenin etkileri dünyanın birçok bölgesinde görülmüştür. Küreselleşme dalgaları farklı yazar ve düşünürlere göre çeşitli dönemlere ayrıldığı varsayılsa bile küreselleşme genel hatları ile üç dönem olarak ortaya çıktığı ortak düşünce olarak kabul edilmiştir. Bu dönemler şu şekilde ifade edilebilmektedir;

1870 – 1914 yılları arası 1.Küreselleşme dönemi

1914 – 1970 yılları arası 2.Küreselleşme dönemi

1970 – yılından itibaren ise 3.Küreselleşme dönemi

Küreselleşmenin 1. dönemi olarak kabul edilen 1870 – 1914 yılları arasındaki sürede küreselleşme 1870 yılından sonra başlamış ve 1890'lı yıllarda kurumsallaşmıştır. Faydalanılan teknoloji, batı ile dünyanın diğer bölgeleri arasında çok büyük oransızlıklar doğurmuştur ki bunun asıl nedeni sanayi devriminin meydana getirdiği teknolojik yeniliklerdir (Taşcı ve Demirbaş, 2011: 82).

Sanayi devriminin teknolojik gelişmelerini takiben ilk küreselleşme dönemi olarak kabul edilen yıllar arasında dünya mal ve finans piyasalarında küreselleşmenin egemen olduğu gözlenmektedir. Bahsedilen yıllar arasındaki dönemde hüküm süren küreselleşme dalgasının en belirgin özelliği, para piyasalarında özellikle ticaret ilişkilerinde altın standardının kural olarak kabul edilmesidir (Yeldan, 2001: 14).

I. Dünya Savaşı ve II. Dünya Savaşı ile 1929 Ekonomik Buhan'ın yaşandığı, 2.küreselleşme dönemi olarak kabul edilen bu dönemde ülkelerin izlediği korumacılık politikaları nedeni ile küresel entegrasyon süreci sekteye uğramıştır (Saraç, 2006: 8).

I. Dünya Savaşı'na kadar olan sürede sorunsuz olarak işleyen bir Altın Para Standardı Sistemi geçerliliğini sürdürmektedir. Altın para Standardı sisteme göre, bütün ülkeler ulusal paralarını altına bağlamaktaydılar. Bunun neticesinde bütün ulusal paralar otomatik biçimde altın üzerinden sabit kurlarla birbirlerine bağlanmışlardır. Ayrıca ulusal paralar arasındaki değişim oranı bu paraların içerdiği altın miktarı oranına bağlı bir biçimde belirlenmekteydiler. Uluslararası piyasada ulusal paralar arasındaki değişim oranının, altın miktar oranına eşit olarak sürdürülmesi, altının ticaretinin serbest olması ile sağlanmaktadır (Karagül, 2014: 32-33).

Altın Para Sistemi'nin sürdürülebilirliği tamamen, altın arzının iktisadi büyüme ile paralel olarak istikrarlı artışına dayanmaktadır. Ancak harcamaların aşırı arttığı savaş dönemlerinde bu dengeyi sağlamak çokta mümkün değildir. Buna istinaden I. Dünya Savaşı'na kadar nispeten sorunsuz olarak işleyen bu sistem, savaş ile birlikte işlevliliğini kaybetmeye başlamıştır. Altın Para Standardı Sistemi, altın

karşılığı olmayan paranın kullanılmasına imkân vermemekteydi. Dolayısıyla böyle bir sistem içerisinde her ülkenin yeterince altın rezervine sahip olması gerekmektedir. Ancak savaş yılları sırasında ülkelerin harcamalarını karşılayacak düzeyde yeterince altın rezervlerinin bulunmaması, ülkelerin bu sistemi terk etmelerine sebebiyet vermiştir (Karagül, 2014: 32-33).

Altın Para Standardı Sisteminin işlevliliğini kaybetmesinden sonra Bretton Woods konferansı düzenlenmiştir. Bu konferans ile döviz kurlarındaki istikrarın sağlanması, dünya ticaretinin serbestleşmesi ve uluslararası ödemelerde yaşanan sıkıntıların giderilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçlar doğrultusunda Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankasının (IBRD) temelleri atılmıştır (Karagül, 2014: 33).

Bretton Woods konferansından çıkan sonuca göre, uluslararası para sistemi ayarlanabilir sabit kurlara dayanmaktadır. Dolar bu sisteme göre diğer paraların dolara bağlandığı bir değer olmuştur. Doların değeri ise altına (1 ons altın = 35 dolar) bağlanmıştır. Bu sisteme göre, uluslararası ödemeler, borç ve alacaklar artık dolar bazında belirlenmektedir. Bunun yanı sıra ulusal merkez bankaları piyasa müdahale aracı olarak doları kullanmaktaydılar. Ayrıca ülkeler merkez bankalarındaki dış rezervleri dolar olarak bulunduruyorlardı. Bu sisteme göre doların altın ile değişimi mümkündü. Yani ABD kendisine getirilen dolar karşılığını altın olarak ödemeyi taahhüt ediyordu. Bunun neticesinde dolar 'rezerv para' olma özelliğine de sahip olmaktaydı. Bu sistem içerisinde ülkeler ciddi ödemeler dengesi sorunu ile karşılaşmadıkları sürece paralarının dolar karşısındaki değerini korumaları gerekmektedir (Yılmaz, 2006: 14-15; Seyidoğlu, 2013: 785).

Bretton Woods sisteminde ülkeler cari açık sorununu rezervlerinde biriktirdikleri altın ve dövizlerle, diğer ülkelerden veya IMF'den aldıkları kredilerle çözebiliyorlardı. Uluslararası para sistemi, özel sermaye hareketlerine cari açık sorunları gidermek için özel bir görev yüklememişti. Ayrıca sermaye hareketlerinin denetlenmesi sabit kurların sürdürülebilmesi için zorunluluktu. Böyle bir şeyin olmaması durumunda, herhangi bir cari işlemler açığının ülke parasında bir devalüasyon beklentisi ortaya çıkartacak ve söz konusu ülkeden sermaye çıkışlarına ve spekülatif istikrarsızlığa yol açması kaçınılmaz bir sonuç olacaktır (Yılmaz, 2006: 15).

Bretton Woods sistemi, ABD'nin dünyanın likidite sorununun çözümü için giderek artan ödemeler dengesi açığı vermesi ile sağlamasından dolayı, dolara olan güven giderek düşmesi sonucunda spekülatif ataklara yol açması ve enflasyona neden

olmasından dolayı ardı ardına gelen para krizleri sonrasında çökmüştür. Sistem 1958’li yıllara kadar kısmen başarı olmuş ancak dünya likidite sorunu ABD’nin ödemeler dengesi açığı vermesi ve IMF kredilerine rağmen çözülememiş ve bu durum Bretton Woods sisteminin çöküşünü hazırlamıştır (Şeren, 2011: 33).

1970’li yılların ortalarına doğru istikrarlı döviz kurları, sermaye hareketlerinin kısıtlandırılması ve tam istihdam ile sosyal refah politikaları üzerinde inşa edilerek kurulan Bretton Woods sisteminin çökmesiyle beraber, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi önündeki engeller giderek ortadan kalmaya başlamıştır (Eser, 2012: 1).

Küreselleşme, iletişim ve teknolojik gelişmeler ışığında 1980’li yıllarda sermaye hareketleri önündeki bütün sınırlamaları yıkan ve böylece karlılığı artırmayı amaçlayan bir süreç konumuna gelmiştir. Tartışmasız olarak kabul edilen bir teze göre, uygun kullanılan iletişim ve bilgi teknolojilerinden faydalanarak desteklenmiş bilgi sistemleri, küreselleşme sürecinin en önemli parçası durumundadır (Manci, 2006: 8).

1980’li yıllarda küreselleşmeyi hızlandıran faktörler ise, önce sanayileşmiş ülkelerin ve daha sonra GOÜ’in dış ticaret ve sermaye hareketlerini düzenleyen kısıtlamaları zaman için ortadan kaldırmaları, bilgisayar ve iletişim teknolojisinin hızla gelişerek bankacılık sektörünün bu teknolojileri yoğun olarak kullanmaları, bankacılık sektörüne rakip diğer mali kuruluşlarında uluslararası mali piyasalara katılmaları şeklinde sıralanabilir. Bunların neticesinde 1990’lı yıllarla birlikte finansal piyasalarda genişleme artarak sürmüştür ve küreselleşme hız kazanmıştır. Küreselleşme ile birlikte bir ülkede alınan ekonomik kararlar sınır ötesi ülkeleri de etkilemeye başlamıştır (Küçükaksoy, 2006: 28-29).

1.1.2. Finansal Liberalizasyon

80’lerde küreselleşmenin etkisinin artması ile Amerika ve İngiltere, Reagan ve Thatcher liderliğinde yeni sağ politikalar uygulamaya başlamışlardır. Yeni sağ politikaların uygulanması ile globalleşme kavramı öne çıkmış ve finansal piyasalar globalleşmenin en etkili olduğu alanlardan biri olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle finansal globalleşmenin önemi artmaya devam etmiştir (Saraçoğlu vd. 2015: 77).

Sermaye ve para piyasaları olmak üzere 2 ayrı piyasada finansal liberalizasyon karşımıza çıkmaktadır. Liberalizasyon politikalarının sermaye piyasalarında uygulanması;

- Sermaye hesabı önündeki engellerin kaldırılması
- Sermaye giriş ve çıkış serbestisinin oluşturulması
- Tasarruf ve tasarrufların etkin dağılmasını engelleyen, finansal aracılığı negatif etkileyen finansal baskı politikalarını ve yabancı yatırımcılara yönelik sınırlamaların ortadan kaldırılması şeklinde tanımlanabilir.

Para piyasalarında liberalleşme;

- Hükümetlerin bankacılık kesimindeki denetimi ve kısıtlamaları kaldırması veya azaltması
- Bankalar arası rekabetin artırılması
- Faiz oranlarını ve hizmetlerin fiyatlandırılması önündeki engellerin kaldırılarak serbest bırakılması ve anlaşmaların engellenmesi ile fiyat rekabetinin sağlanması
- Uzmanlaşmanın yerine çeşitlendirmenin özendirilmesi
- Ulusal ve uluslararası düzeyde şube ağının genişlemesi
- Finansal piyasalar içerisinde bilgi akışının sağlanması
- Şeffaflık koşullarının sağlandığı ve birleşme-sermaye katılımı ile oluşacak rekabeti engelleyen faaliyetlerin engellenmesi amaçlanan deregülasyon uygulamaları ile sağlanabilmektedir (Onur, 2005: 129-130).

Uygulanan finansal serbestleşme politikaları ekonomik büyümeyi artırmayı amaçlamaktadır. Bunu sağlamanın yolu iki şekildedir. Bunlardan birincisi; faiz oranlarının serbest bırakılması ile tasarruflar artar ve bireyler kazançlarının büyük bölümünü finansal aktif olarak tutarlar. Finansal aktif stokundaki artış ile likidite ihtiyacı azalacağından yatırımlar için gerekli olan kredilerin bulunması daha kolay olacaktır. Faiz oranlarının artması girişimcilerin yatırım talebini az da olsa negatif etkileyebilmesine rağmen ekonomide borç verilebilir fonlar artacağından yatırımlar ve bunun neticesinde ekonomik büyüme artar. Bunun yanı sıra mevduat faizi oranı, sermayenin marjinal verimlilik oranından fazla olmamalıdır. Böyle bir durumun olması neticesinde müteşebbisler faiz geliri elde etmeyi yatırım yapmaktan daha karlı bulabilirler (Eser, 2012: 6; Yentürk, 1997: 136).

İkinci yolu ise finansal serbestleşme ile beraber yatırımların finansmanı için, yurtiçi ve yurtdışı kredi bulma seçenekleri çoğalır. İçinde bulunulan bankacılık sektörü, yatırılabılır kaynakların bir bölümünü yatırıma dönüştürse bile, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde etkilidir. Finansal araçlar, tasarrufları gerçekleştirme ihtimalinin yüksek olduğu yatırımların finansmanında kullandığı sürece, bankacılık sektörünün gelişmesi ve rekabet ortamının artması ile beraber artan ve daha verimli olmaya başlayan bu aracı kurumların faaliyetleri, karlılığı yüksek yatırımların finansmanında kullanılır. Bunun neticesinde yatırımların verimliliği ve yatırım hacmi büyüyerek ekonomik büyümeyi artırır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 108).

Finansal serbestleşme süreci iki aşamadan meydana gelmektedir. Bunlardan birincisi yurtiçi finansal serbestleşmenin sağlanmasıdır. İkincisi ise yurtiçi finansal serbestleşmenin tam olarak yerine getirilmesi ile veya belli bir aşamasında devreye katılan yurtdışı finansal serbestleşmenin sağlanmasıdır.

Yurtiçi finansal serbestleşmenin ifade ettiği en önemli özellik faiz oranlarını piyasa güçlerinin belirlemesidir. Ulusal finansal serbestleşmenin sağlanmasına yönelik yapılan ilk çalışma, faiz oranlarının kamu otoritelerince değil de, serbest piyasa koşullarına göre belirlenmesidir. Ayrıca faizler üzerindeki yüksek karşılık oranları, vergiler, fonlar vb. mali yüklerin ve kredi tavanlarının azaltılması, finansal piyasalara girişleri kolaylaştırarak, finansal araçların sayısını artırmak, hisse senedi piyasalarının serbestleştirilmesini sağlamak gibi politikalarda uygulanan ulusal finansal serbestleşme politikaları olarak sayılır (Gürbüz, 2006: 13).

Uluslararası finansal serbestleşme ise, yurtiçindeki vatandaşların dış piyasadan bir engel olmadan borçlanması ve yurt sakini olmayan yani yabancılarında iç mali piyasada işlem yapabilmesini, özetle içeri doğru her iki kaynaktan da sermaye girişlerindeki sınırlamaların, denetimlerin kalkmasını ifade eder. Ayrıca yurtiçindeki vatandaşlar yurtdışına serbestçe sermaye transfer edebilir, yabancı varlık kalemleri elinde bulundurabilir. Bunun yanında yabancılarda iç mali piyasalardan borçlanabilir, yurtiçindeki kişiler yabancı paralar üzerinde diledikleri işlemleri gerçekleştirebilirler (Eser, 2012: 7).

1980'li yıllardan itibaren birçok GÜ ve GOÜ, finansal sistemlerini yeniden yapılandırmak için reformlar yapmak durumunda kalmışlardır. Bu reformlar iki aşamada incelenebilmektedir.

Yapılan reformların birinci aşaması, 80'li yıllardan başlayan ve 90'lı yıllara kadar uzanan bir periyodu ifade etmektedir. Bu süreçte ülkeler genellikle mali

piyasalar ile ilgili finansal baskı dönemlerinden kalma yasaları kaldırma yoluna gitmiş ya da bu yasaları yeniden düzenlemeyi tercih etmişlerdir. Finansal serbestleşmenin bu döneminde,

- Faiz üzerindeki sınırlamalar düzenlemiş
- Kredi politikalarında değişime gidilmiş
- Bankacılık piyasasında giriş çıkışın serbestleşmesini sağlayan düzenlemelere gidilmiş
- Yabancı sermaye hareketlerini engelleyen politikalar kaldırılmış
- Menkul kıymetler borsası kurulmuş ya da bu borsaların işlem hacimlerini artıracak politikaların uygulanması sağlanmıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 109).

İkinci aşamaya gelindiğinde ise 1990'lı yıllardan sonra uygulanan reformların kapsamı ekonomideki yapısal düzenlemelere yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmalar olarak görülmektedir. Yapılan bu reformların amacı ise;

- Makroekonomik istikrar yakalamak
- Kredi piyasasında yanlış seçim ve etik problemler gibi 'asimetrik bilgi'den dolayı ortaya çıkan aksaklıkları ortadan kaldırmak için finansal kurumlara yönelik denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak
- Bankacılık sektöründe rekabet ortamı oluşturmak
- Ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasalarındaki iletişimi güçlendirmek
- Menkul kıymet borsalarının dünya borsaları ile entegrasyonu sağlayarak reformları daha amacına uygun hale getirmeyi amaçlamaktadır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002: 109).

Finansal liberalizasyon sonucunda, piyasa şartlarına göre gerçekleşecek olan kaynak tahsisi, kıt olan ekonomik kaynaklarda etkinliği artıracak, dünya üretim ve refahın yükselmesinde büyük rol oynadığı belirtilmektedir. Bunun neticesinde finansal serbestleşme ile beraber uluslararası sermaye, verimliliği düşük olan kesimlerden verimliliği yüksek olan kesimlere doğru kayacak ve bu doğrultuda sermayenin dünya üzerindeki verimliliği artacağından dünya refahında da bir artma meydana gelecektir (Seyidoğlu, 2003: 143).

Makro açıdan bakıldığında, finansal serbestleşme sermayenin, GOÜ'de tasarruf ve döviz açıklarını gidererek kişi başına düşüne milli gelirden arttırıcı sonuçlar

doğurur. Mikro açıdan bakılacak olunursa finansal serbestleşme tasarruf yapanlar, mali yatırımcılar ve dış kaynak kullanmak isteyen şirketler nezdinde avantajlar sağlanması beklenmektedir. Bunun sonucunda fon arz edenler ile fon talep edenler iç piyasaların dar kalıbından kurtularak, dış piyasalara yönelmekte, sonuç olarak tasarruflarını daha iyi koşullarda değerlendirme imkânı bulmakta ve daha iyi şartlarda dış kaynak olanağına sahip olabileceklerdir (Seyidoğlu, 2003: 143).

Ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarından etkin bir biçimde yararlanmak finansal sistemin büyüklüğüne bağlıdır. Finansal sistemin büyüklüğü ise finansal derinliğe bağlıdır. Finans sektörünün serbestleşmesi sonucunda, finans piyasalarına yatırılan fonların reel kesime aktarılan bölümü artacak ve bunun neticesinde finansal derinlik kavramı ortaya çıkacaktır. Finansal derinliğin sağlanması ile, faiz oranları serbest kalacak ve tasarruflar artacak, daha verimli alanlarda kullanılacak ve yatırımlarda kullanılması daha etkin olarak gerçekleştirilecektir. Bunların dışında, finansal varlıklarda çeşitlenme artacak, finansal likidite artacak bunların ortaya çıkması ile dış yardım ve bütçeye olan bağımlılık düşecektir (Gürbüz, 2006: 31). Hem gelişmiş hem de GOÜ’de sermaye akımlarının serbestleşmesi ve ulusal paralarının konvertibilite sürecine girmesi, finansal derinliği arttırmakta ve bu da ekonomik büyümeyi arttırmaya yardımcı olmaktadır (Çelen ve Bali, 2003: 174-175).

Finansal serbestleşme olgusu iki ayrı görüş ortaya çıkarmaktadır. Bu görüşlerden ilki finansal liberalizasyonun ekonomiye olumlu etkilerini savunan görüş, diğeri finansal serbestleşmenin ekonomiye olumsuz etkilerinin olacağı düşüncesinde olan görüşlerdir.

Finansal serbestleşmeyi savunan yaklaşımlara göre;

- Sermaye hareketleri ekonomik etkinliği olumlu etkilemektedir. Bunun sebebi tasarruf sahipleri yatırım yaparken en çok getiriye sağlayacak yatırımlarda tasarruflarını kullanırlar.
- Uluslararası sermaye piyasaları küresel ölçekli tasarrufları en verimli alanlarda kullanılmaktadır.
- Yatırım yapmaya yeterli sermayesi bulunmayan ülkeler dış kaynaklardan sermaye girişini sağlayarak yatırım yapmakta ve bu neticede büyümeyi hızlandırmaktadır.
- Sermaye piyasaları yatırımcıları ülkeler içerisinde uygulanan politikalara tepki vermektedir. İyi politikalar ödüllendirilirken kötü politikalarda cezalandırılabilir (Şeren, 2011: 48).

Finansal serbestleşmeyi eleştiren yaklaşımlara göre;

- Bu dönemde ülkelere küreselleşme tek seçenek olarak sunulmakta, ülkeler finansal serbestleşmeye geçmeden önce ekonomik, hukuksal ve kurumsal olarak yapılması gereken alt yapıları tam olarak gerçekleştiremeden ekonomisini dışarı açması neticesinde finansal serbestleşmenin krizlere yol açtığı belirlenmiştir
- Finansal serbestleşmenin ülkelerin makroekonomik değişkenleri üzerinde olumsuz etkileri olduğu gözlemlenmektedir. Finansal serbestleşmenin gerçekleşmesi ile önünde engel kalmayan sermaye artışları kamu açığı ve faiz ödemeleri ile ilişkili olarak faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu ise kamu tasarruflarında azalma dış borç stokundaki artışı beraberinde getirmektedir. Böylelikle faiz oranları tekrar artma gösterecektir. Cari açıklarını sermaye akımları ile finanse ederek kapatan ülkeler borç ödemek için borç alma döngüsü içerisine girecektir.
- Büyük oranlardaki spekülâtif sermaye girişleri kısa vadeli borçların ülke rezervlerine oranlarını, reel faiz oranlarını ve tüketim talebini artırır. Bu gelişmeler sonucunda devalüasyon beklentisi ekonomik faaliyetleri yavaşlatır ve bu durum spekülâtif sermayenin sürü psikolojisi ile ülkeden kaçmasını doğurur. Bu durum ise ülke ekonomisinde krizlere sebep olur (Şeren, 2011: 48-49).

Tüm bu açıklamalar neticesinde finansal serbestleşmenin sağlanması için uygulanan liberal politikalar tasarrufların daha verimli yatırımlara dönüşmesi konusunda etkili olmuştur. Öncelikle GÜ'de kendisini gösteren sermaye hareketleri daha sonra daha verimli olan GOÜ'e doğru kaymıştır. Ancak bir süre sonra GOÜ'e akan sermaye hareketlerinin amacı değişmiş tamamen arbitraj kazancı elde etme güdüsü taşımaya başlamıştır. Bu doğrultuda zaten ekonomik ve hukuksal alt yapısı hazır olmayan GOÜ'de meydana gelen ufak ekonomik tehlikeler kısa vadeli arbitraj geliri sağlamak amacı güden sermayenin ülkeden ani çıkışlarına sebebiyet vermekte ve bunun sonucunda ülkede önemli sayılabilecek krizlere yol açmaktadır.

1.2. Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Türleri

Ülkelerin kalkınmalarını gerçekleştirebilmeleri için sermayeye ihtiyaçları vardır. Bununla birlikte sermaye sahipleri ise tasarruflarını daha fazla gelir elde edebilecekleri ülkelere aktarmak isterler. Sermaye birikimi yeterli olmayan ülkeler sermaye açıklarını gidermek için yabancı sermayeyi ülkelere çekerek kapatmayı düşünürler. Yabancı sermayenin kalkınma üzerindeki olumlu etkilerinin görülmesi ile gelişmiş ve GOÜ yabancı sermayeyi kendi ülkelere çekebilmek için gerekli alt yapıyı sağlamaya başlamışlardır (Pamuk, 2006: 1).

Uluslararası sermayenin belirgin özelliği, kısa süre zarfında ülke ekonomisine finansal ve teknolojik kaynakları olumlu şekilde etkilemektedir. Finansal ve teknolojik kaynaklar bir ülkeden başka bir ülkeye geçerken borç verme, yatırım ve üretime katılma gibi olarak gerçekleşebilmektedir. Ülkenin ekonomik kalkınmasına faydada bulunmak için yapılan yatırımlar çeşitli amaçlarla ülkeye giriş yaparlar. Bu amaçlar, ülkede teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı, gayri maddi haklar ve hizmetler sağlamak amacı güdebilmektedirler. Bu şekilde yapılan işlemlerde yatırımcı veya borç veren ülke açısından sermaye ihracı, sermayenin aktarıldığı ülke açısından ise sermaye ithali anlamını taşımaktadır (Çetin, 2008: 3).

Yatırımcılar, gittikleri ülkelere götürdükleri finansal kaynaklar ile ülkede ki yerli firmaların finansman ihtiyacına katkı sağlayabilmektedirler. Başka ülkelerde yatırım yapan yatırımcıların çoğu çok uluslu şirketler(ÇUŞ)dir. Bu tür ÇUŞ yatırım yaptıkları ülkelerde yeni üretim yöntemleri geliştirmek, yeni ürünler üretmek, yönetsel ve organizasyonel yetenekler açısından uluslararası tecrübeye sahip olduklarından bu ülkelere de tecrübelerini aktarmaktadırlar. Bu nedenle yabancı yatırımcıların bütün yapacakları yerli yatırımcılar için büyük önem arz etmektedir (Düzgün, 2008: 191).

1.2.1. Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Ülkeler arası veya ülke içindeki yabancılar ile yapılan, parasal olarak değerli olan fonların ülkeler arasında transfer edilmesi işlemine sermaye hareketi denir (Coşgun, 2006: 8). Başka bir ifade ile uluslararası anlaşmalar ile sanayileşmiş

ülkelerden kalkınma çabası içinde olan ülkelere akan sermaye transferleri olarak ifade edilebilir (Açıköz, 2008: 4).

Farklı tanımlar yapmak gerekirse; bir ülkenin kısa bir zaman diliminde kaynaklarını ve bununla birlikte ekonomik gücünü artırabilmek için karşılığını farklı şekillerde ileri bir zaman diliminde ödemek üzere başka ülkelerden almış olduğu mali veya teknolojik desteklerdir. Dış ülkelerden alınan kaynaklar ekonominin kendi olanaklarının ötesinde kısa sürede yatırım ve tüketim fırsatı sunar. Ülkeye borç olarak gelen bu fonların karşılığı anapara ve faiz ödemesi olarak, yatırım ve üretime katılmak üzere gelenlerse kar veya faiz ödemesi olarak geri döner (Soydal, 2007: 579).

Sermaye hareketleri, ülke sınırlarının aşılması ile ülkeye giren ya da çıkan fonlardır. Ayrıca yeni teknoloji ve 'know-how' dışalımını, yurtiçi tasarruf açığının minimize edilmesi ve ulusal ekonominin dünya ekonomileri arasındaki liberalizasyona yardımcı olmasından dolayı önemli bir konumdadır (Öcal ve Polat, 2012: 69).

1.2.2. Sermaye Hareketlerinin Türleri

Küreselleşme ve finansal liberalizasyonun hız kazanmasından sonra sermaye hareketleri önündeki kısıtlamalar ve engellemeler yavaş yavaş kalmaya başlamıştır. Sermayenin ülkeler arasında serbest dolaşımının kolaylaşması tasarruf sahiplerinin daha fazla kazanç elde edecekleri yatırımlara yönelmesini sağlamıştır. Bunun yanı sıra sermaye sahipleri yapacakları yatırımları çeşitlendirme olanağına da sahip olmuşlardır.

Sermaye hareketleri kendi içinde farklı borçlanma kaynakları ve kanallarına tekabül eden sınıflı bir yapıdadır. Sermaye hareketlerinin sahip olduğu bu sınıflı yapı üç gruba ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi doğrudan sermaye yatırımları, ikincisi hisse senedi ve buna benzer kısa vadeli fonların işlem gördüğü portföy hareketleri ve üçüncüsü ise sadece tahvil ve hazine bonosu alım satımıyla oluşan ve kendi içinde işlem gören fonların vadesine göre uzun ve kısa vadeli sermaye hareketleri olarak iki sınıftan oluşan sermaye hareketleri olarak açıklanabilir (Berksoy, 1998: 19).

1.2.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesi sağlamak ya da var olan bir firmanın sermayesini çoğaltmak yolu ile şahıs veya firmalar tarafından başka ülkelerde bulunan firmalara yapılan yatırımlardır. Ayrıca bu yatırımlar kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik becerisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de kendisi ile getirir (Çetin, 2008: 8 – Altıntaş, 2009: 2). Doğrudan yabancı yatırımlar OECD'ye göre ise, 'bir ülkede yerleşik kişi ya da kurumların bir başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacı' şeklinde tanımlanmaktadır (Erçakar ve Karagöl, 2011: 4-5).

Doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili yapılan ilk çalışmalar Adam Smith, Stuart Mill ve Torrens'e kadar uzanmaktadır. Ancak bu konu ile ilgili ilk ciddi çalışma Ohlin tarafından yapılmıştır. Ohlin'e göre, doğrudan yabancı sermaye düşüncesinin arkasındaki temel düşünce yatırımların ev sahibi ülkede daha düşük faiz ile gerçekleştirme ihtimalidir (Mangır, 2008: 64).

Bu tür yatırımların en önemli özelliği yatırımcının başka ülkedeki üretim tesisinin mülkiyetine tamamen veya kısmen sahip olmasıdır. Bunun yanı sıra yatırımcı yatırım yaptığı firmanın yönetimini ve denetimini de kendi elinde bulundurmaktadır (Şeren, 2011: 6; Yükseler, 2006: 3-4; Görmezöz, 2007: 16).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, alıcı ülkedeki ekonomik şartlarla yakından ilişkilidir. Bu durum göz önüne alındığında bu tür yatırımlar daha çok makroekonomik dengeleri oturmuş, daha az risk taşıyan ülkelere yapılmaktadır (Coşgun, 2006: 11). Bunun neticesinde globalleşen dünyada ülkelerin yabancı yatırımları teşvik edecek idari ve yasal düzenlemeleri de yapmaları gerekmektedir (Tandırcıoğlu ve Özen, 2003: 105)

Doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülke açısından olumlu ve olumsuz olmak üzere etkileri mevcuttur. Doğrudan yabancı yatırımların ev sahibi ülkeye olumlu etkileri;

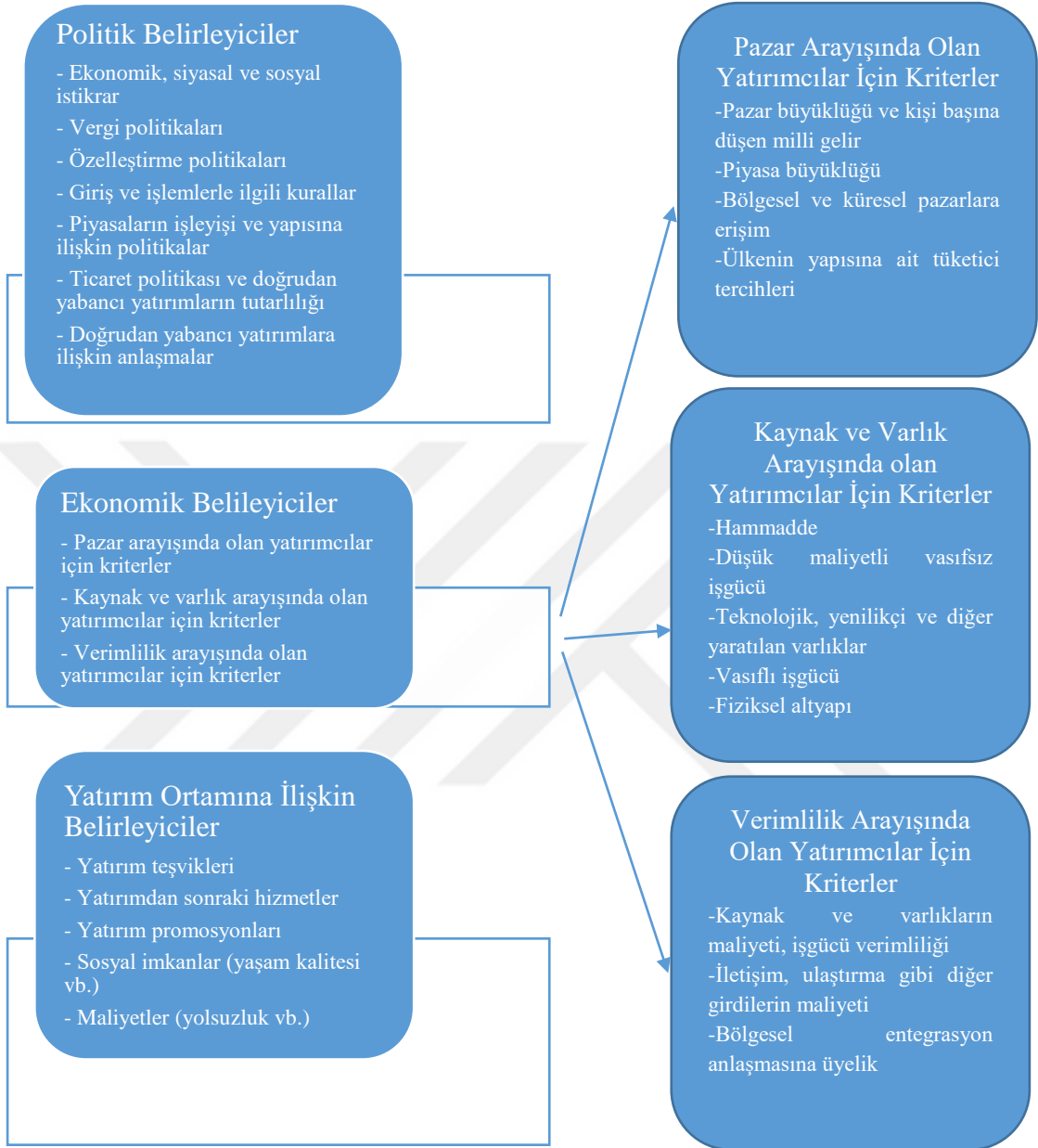
- Ekonominin üretim kapasitesi artışını sağlama
- Üretimi artırarak ve işsizliği azaltma
- Yeni teknolojiler ve yönetim bilgisi sağlama
- Döviz girişlerini artırma
- İhracatta artış sağlama

- Ülke içindeki monopolleşmeyi yıkma, rekabet ve dinamizmi ortaya çıkarma
- Ölçek ekonomisi oluşturma
- Devlete vergi getirisi sağlama

Doğru yabancı yatırımların ev sahibi ülkeye olumsuz etkileri;

- Ekonomi üzerindeki yabancı denetimlerin artış göstermesi
- Ulusal şirketler karşısında haksız rekabet üstünlüğü yakalama ve yerel ekonomide tekel kurma
- Dış ticaret kısıtlamalarının üzerine çıkılması
- Yerli yatırımlarda azalma görülmesi
- Döviz giderlerinde artma
- Teknolojide bağımlılığın artması
- Ekonomik bütünlüğün sarsılması ve istihdamın azalması
- Kurda dalgalanmalara neden olma ve mali kriz ortamı oluşturması gibi etkileri mevcuttur (Seyidoğlu, 2013: 645-648).

Tablo 1.1: Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ev Sahibi Ülke Açısından Belirleyicileri



Kaynak: UNCTAD, World Investment Report 1998: Trends and Determinants, http://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf (10.10.2017)

Doğrudan yabancı yatırımlar, uzun dönemli kar beklentisine sahip olunması ve çoğunlukla sabit varlıklardan oluşması gibi özelliklerinden kriz dönemlerinde ülkeden çıkmaları diğer yatırımlara göre daha zordur (Şahin, 2014: 31).

Tablo 1.2: Doğrudan Yabancı Yatırım Girişleri (Milyar Dolar)

Ülke/Yıl	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Almanya	50,85	30,93	56,67	86,05	97,48	65,46	67,41	16,72	52,58	52,47
ABD	340,07	332,73	153,79	259,34	257,41	243,01	276,98	207,37	379,43	425,26
Fransa	83,78	68,00	18,38	38,90	44,19	32,95	31,59	-1,05	34,97	42,31
Birleşik Krallık	209,51	253,45	14,55	66,73	27,01	46,75	54,47	71,36	58,45	299,67
Rusya	55,87	74,78	36,58	43,17	55,08	50,59	69,22	22,03	6,85	32,98
Japonya	21,63	24,62	12,23	7,44	-0,85	0,55	10,65	19,75	5,59	34,90
İtalya	65,99	-9,50	16,57	9,94	34,44	0,34	19,53	17,03	13,01	27,70
Türkiye	22,05	19,85	8,59	9,10	16,18	13,63	12,90	12,83	17,55	12,30
Brezilya	44,58	50,72	31,48	88,45	101,16	86,61	69,18	96,89	74,69	78,93
Güney Afrika	6,59	9,89	7,62	3,69	4,14	4,63	8,23	5,79	1,52	2,25

Kaynak: <https://data.worldbank.org> (10.10.2017)

Tablo 1.2’de gelişmiş ve GOÜ’e örnek olabilecek doğrudan yabancı sermaye yatırımları verilmiştir. Verilen rakamlara bakılacak olunursa GÜ’E yapılan doğrudan yabancı yatırımların GOÜ’e kıyasla daha çok olduğu anlaşılmaktadır. Bunun başlıca sebepleri gelişmiş ülkelerde makroekonomik değişkenlerin daha dengeli olması ve istikrarın ön plana çıkmış olması sayılabilir. Tablodan çıkarılacak bir diğer düşünce ise 2008 yılında yaşanan küresel krizden sonra ülkelerde meydana gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki düşüştür. Verilerden de anlaşılacağı üzere yabancı sermaye yatırımları daha çok ekonomik çalkantıların olduğu 2009 yılında, ekonomik istikrar olduğu Almanya ve ABD gibi ülkeleri tercih etmektedir.

1.2.2.2. Portföy Yatırımları

Sermaye sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinme riski gibi riskler üstlenerek uluslararası piyasada kar sağlamak için hisse senedi ve tahvil gibi sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar olarak tanımlanır (Başoğlu, 2000: 89-90).

Portföy teorisine göre, tasarruf sahipleri sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında, kabul edebileceği bir risk seviyesinde en yüksek getiriyi sağlayacak bir şekilde yatırımını gerçekleştirir. Tasarruf sahibi hedeflediği en yüksek geliri elde etmek için tek bir menkul kıymete yapılan yatırım riskinden kurtulmak için yapacağı

yatırımı çeşitlendirmekte ve bu düşünce ile yatırımcı yerli menkul kıymetlerin yanı sıra yabancı menkul kıymetleri de satın alarak risk seviyesini düşürme yoluna gidecektir. Menkul kıymetlerin beklenen risk ve gelirindeki oynamalar neticesinde sermaye hareketlerinde de değişmeler meydana gelebilecektir (Şahin, 2012: 47).

Portföy yatırımları tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlere yapılan yatırımlar olduğu için daha çok faiz gelirlerinin yüksek olduğu ülkeler tercih sebebidir. Böyle düşünülecek olunursa portföy yatırımı yapmak isteyen yatırımcılar faiz oranlarının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeleri seçmesi beklenebilmektedir. Ancak yatırımcıların gelişmekte olan ülkeleri seçmeleri için bu ülkelerde ekonomik istikrar olmazsa olmaz kriterlerin başında gelmektedir.

Tüm bunların yanı sıra tasarruf sahipleri gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı yapabilmesi için risk kriterleri mevcuttur. Bu kriterleri politik risk, ekonomik risk ve finansal risk olarak üç bölüme ayırmak mümkündür.

Tablo 1.3: Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Risk Kriterleri

Politik Risk Kriterler	Ekonomik Risk Kriterler	Finansal Risk Kriterleri
<ul style="list-style-type: none">•Hükümet istikrarı•Sosyoekonomik durum•Yatırım profili<ul style="list-style-type: none">•İç çatışma•Dış çatışma•Yolsuzluk•Siyaset ordu ilişkisi<ul style="list-style-type: none">•Dini dengeler•Hukuki sistem işleyişi<ul style="list-style-type: none">•Etnik dengeler•Demokratik şeffaflık•Bürokratik nitelik	<ul style="list-style-type: none">•Kişi başına düşün GSYİH•GSYİH yıllık büyüme oranı•Yıllık enflasyon oranı•GSYİH payı olarak cari açık dengesi	<ul style="list-style-type: none">•GSYİH payı olarak dış borçlar•Döviz kuru istikrarı•Ödemeler bilançosunda yabancı borç stoğu•Aylık likitide miktarı

Kaynak: Mangır, 2008: 69

Portföy yatırımları ile doğrudan yabancı yatırım arasında çeşitli farklılıklar mevcuttur. Bunlar;

- Doğrudan yabancı yatırım şeklinde yapılan yatırımlarda yatırımcı şirketini denetimini ve yönetimini kendi elinde bulundurur. Ancak portföy yatırımları ile sadece bir şirkete ait tahvil veya hisse senedi

satın alındığından şirket yönetimine herhangi bir katılma hakkı vermemektedir.

- Doğrudan yabancı yatırımlarda yatırımcı sermayesinin dışında teknoloji, işletmecilik becerisi ve nitelikli işgücü gibi üretime katkıda bulunacak desteği de kendisi ile ülkeye getirirken, portföy yatırımlarında böyle bir durum söz konusu olmamaktadır.
- Doğrudan yabancı yatırımlar uzun vadeli hedeflere göre hareket ederken portföy yatırımları hareketli, değişken nitelikli özelliğe sahiptir. Başka bir ifade ile ekonomide yatırımları olumsuz etkileyecek bir durum söz konusu olması halinde portföy yatırımlarının ülkeden ani çıkışları söz konusu olabileceken doğrudan yabancı yatırım olarak yapılan yatırımların nakde dönüştürülmesi kolay olmayacağından bu yatırımların ülkeden ani çıkışları portföy yatırımlarındaki gibi olamayacaktır. Ayrıca portföy yatırımları ülkedeki ekonomik durum düzelmeye başladığı zaman ülkeye geri dönmeleri mümkünken doğrudan yabancı yatırımlarda mümkün değildir.
- Doğrudan yabancı yatırımlar ÇUŞ tarafından yapılırken portföy yatırımları finansal kurum, kurumsal yatırımcı ve bireysel yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlardır (Şeren, 2011: 10; Çetin, 2008: 20; Narin, 2007: 21-22).

1.2.2.3. Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

Uzun vadeli sermaye hareketleri, tasarruf sahiplerinin kendi ülkeleri dışındaki ülkelere yaptıkları ve vadesi bir yıldan uzun süre olan sermaye giriş ve çıkışları olarak tanımlanabilen yatırımlardır.

Bankaların, kamu sektörü ile özel firmaların, uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı ülkelere almış oldukları krediler uzun vadeli sermaye olarak belirtilebilir. Bu kaynakları ise yatırım bankaları, IMF ve Dünya Bankası, bankaların oluşturdukları konsorsiyumlar ve diğer kuruluşlar oluşturmaktadır (Eser, 2012: 13). Çoğunlukla proje finansmanı ve makroekonomik dengelerin onarılması amacıyla verilen bu tür krediler, verimli alanlarda kullanıldığı zaman ülke

ekonomisine fayda sağlayabilmekte ve vadeleri uzun olduğu için ülke ekonomisinde istikrarsızlık ortaya çıkarmayabilmektedir (Karaaba, 2006: 79).

Yabancı yatırımlar, üretim maliyetleri düşük olan, yurt içi piyasası canlı, makroekonomik dengeleri oturmuş, uluslararası piyasada kredibilitesi yüksek, istikrarlı ve yüksek büyüme oranlarına sahip olduğundan dolayı riskin az ve karlılığın bu özellikleri taşımayan diğer ülkelere göre daha fazla olduğu GOÜ'ü tercih etmektedir. Bunun dışında dinamik ve başarılı olmuş GOÜ'e yapılan uzun vadeli sermaye yatırımları döviz ve yatırım malları dışında ülkeye üretim teknolojileri, yönetim bilgileri, pazarlama teknikleri ve pazarlama potansiyelleri ile birlikte lisans ve know-how gibi parasal varlıklar dışındaki bilgiler olarak da ülkeye gelebilmektedir (Esen, 2008: 6-7).

1.2.2.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Sermayenin görece fazla olduğu ülkelere az olduğu ülkelere doğru, vadesi bir yıldan kısa olan, faiz farkının oluşturduğu arbitraj gelirini değerlendirmek için hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti diğer sermaye türlerine göre daha yüksek olan sermaye akımlarıdır. Bu tür yatırımlar genellikle kısa vadede çok kazanç elde etmeyi hedefler. Kısa vadeli sermaye hareketlerini ülkeye çekmenin yollarından biri olumlu ve istikrarlı makroekonomik koşullara sahip olmaktır. Bunun yanı sıra cazip faiz oranları, düşük veya sabit kur ve ekonomik istikrarın devam edeceğine dair piyasaya verilen olumlu hava da kısa vadeli sermaye hareketlerini ülkeye çeken kriterler arasında sayılabilir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile uzun vadeli sermaye hareketlerini birbirinden ayıran en büyük özellik kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülasyon amaçlı olması ve geri dönüş kabiliyetinin yüksek olmasıdır. Bunun neticesinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin sıcak para olduğu görüşü vardır (Bilgi, 2009: 29). Ayrıca ticari bonolar, finansman bonoları, kısa vadeli borç senetleri, hisse senetleri ve bu yönde ilerleyen portföy yatırımları, bankalara ve diğer özel kuruluşlara verilen kısa vadeli krediler ile banka mevduatları ve banka dışı varlıklardaki kısa süreli değişimler kısa vadeli sermaye hareketlerinin içerisinde yer alır (Boratav, 2001: 209).

Kısa vadeli sermaye hareketlerini Iversen(1967), 'gerçek' ve 'eşitleyici' sermaye hareketleri olarak tanımlamıştır. Sermayesi az olan ülkelerdeki faiz

oranlarının yüksekliğinden yararlanmak isteyen sermayenin fazla olduğu ülkelerden bu tür ülkelere yapılan sermaye hareketlerini gerçek sermaye hareketleri olarak tanımlamaktadır. Ödemeler bilançosundaki bir dengesizlik sonucunda döviz kurunda ve kısa dönem faiz oranlarında oluşan değişimlerden dolayı uluslararası sermaye hareketlerine neden olmasına ise eşitleyici sermaye hareketleri denir (Yar, 2008: 3).

Kindleberger(1965) ise kısa vadeli sermaye akımlarını şöyle ifade etmiştir; spekülasyon, dengeleyici, gelire endeksli ve otonom sermaye hareketleri olarak 4 kategoride açıklamıştır. Burada kısa vadeli sermayenin spekülasyon hareketliliğinin sebebi olarak döviz kurunda beklenen veya gerçekleşen değişimler olduğu belirtiliyor. Kısa vadeli sermayenin dengeleyici hareketliliği ise, doğrudan ödemeler bilançosunu oluşturan kalemlerdeki değişimlerden kaynaklandığı ifade edilir. Diğer bir kategori olan gelire dayalı sermaye hareketleri ise, yurtiçi para piyasalarına göre yabancı para piyasalarında daha fazla kazanç elde etmek amaçlanmaktadır. Bu şekilde gerçekleşen sermaye hareketleri fonlar, döviz, mevduat vb. şekillerde yatırım amaçlı bir yerden başka bir yere geçerek gerçekleşmekte veya spekülasyonun geçerli olmadığı durumlarda, sermayenin faiz oranlarının düşük olduğu ülkeler yerine yüksek faizin olduğu ülkeleri tercih etmesi şeklinde oluşmaktadır. Tüm bunların dışın bir ülkenin faiz oranları en kadar yüksek olursa olsun o ülkenin ulusal parası aşırı derecede kıymetsiz ve istikrarsız ise o ülkeye kısa vadeli sermaye hareketlerini çekmek kolay olmayacaktır. Bununla da kalmayıp yurtiçindeki sermayede yurtdışına kaçacaktır. Son olarak sermayenin güvenliği bakımından ortaya çıkan korkuya tepkiye olarak gerçekleşen uluslararası sermaye hareketi otonom olarak ifade edilebilir. Bu şekilde gerçekleşen sermaye, vadeli döviz piyasası kurunda işlem görmekte, fonlardan yüksek kazanç elde etmekle birlikte kurların pozisyonunu değerlendirmemektedir (Yar, 2008, 4).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımlamalarında en fazla öne çıkan açıklayıcı ifade 'spekülasyon amaç' ifadesidir. Çoğunlukla spekülasyon amaç taşıyan kısa vadeli sermaye akımları, finansal getiri peşinde olan mali sermayeyi de içinde barındırır (Tanören, 2009: 5).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomilerin gelişim potansiyeline göre değil, genel olarak finansal aktiflerdeki yüksek kazançlardan ve faiz-kur arbitrajından yararlanılmak amacı ile ülkeye giriş yaptıkları belirlenmiştir. Bu nedendir ki bu tür sermaye hareketleri büyük ölçüde spekülasyon olarak kabul edilmektedir. Böyle ifade edildiği için sıcak para olarak tanımlanırlar. Bu tür sermaye hareketleri vade

kısalıklarından dolayı uzun dönemli ekonomik büyümeyi olumlu etkilememekte, geçici olarak ödemeler dengesi ve kamu açıklarını finansmanında kullanılmaktadır (Kızır, 2011: 3-4).

Dış borçlarını ödemekte güçlük yaşayan ülkeler faiz oranlarını yükseltmek, döviz kurlarını ve vergi oranlarını değiştirmek kaydıyla borçlarını finanse etmek amacı ile bu tür fonların ülkeye girişinin arttırılması hedeflenmektedir. Bu şekilde gerçekleştirilen sermaye hareketleri dış ticaretin finansmanı için alınan krediler şeklinde olabileceği gibi ülkeler arasında ki reel faiz oranları arasındaki farklılıklardan ve döviz kuru oynaklıklarından faydalanmak için gerçekleştirilen kısa vadeli sermaye girişi olarak da gerçekleşebilmektedir. Bu tür sermaye giriş-çıkışları, kur ve faiz oynaklıklarına karşı aşırı duyarlı olduğundan kolayca ülkeden çıkıp diğer ülkeye geçebilmektedir. Daha açık bir ifade ile ulusal bir ülkedeki faiz oranları uluslararası para piyasalarındaki faiz oranlarından yüksek ise sermaye girişi daha çok faiz oranlarının yüksek olduğu ülkeleri tercih etmektedir. Tam tersi olarak ise ulusal faiz oranları uluslararası faiz oranlarından düşük olması durumunda ülkeden sermaye çıkışı olmaktadır (Esen, 2008: 8).

Kısa vadeli sermaye olarak yatırım yapan yatırımcılar yatırım yapacakları ülkenin faiz oranlarına, yatırımcının kendi ülkesindeki faiz oranına ve kurlardaki oynaklıklar üzerinde durmaktadırlar. Bu tür sermaye hareketlerinin gerçekleşme nedenini açıklamaya çalışan Faiz Oranı Paritesi Teorisine göre bu konudaki en önemli parametreler döviz kuru ve faiz oranıdır. Buna göre faiz oranı paritesi aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$i^D < i^F - (E^e t + 1 - E t) / E t \quad (1.1)$$

i^D : yatırım yapılan ülkenin faiz oranları (portföy yatırımlarının yöneleceği ülkede)

i^F : yatırımcının kendi ülkesindeki faiz oranı

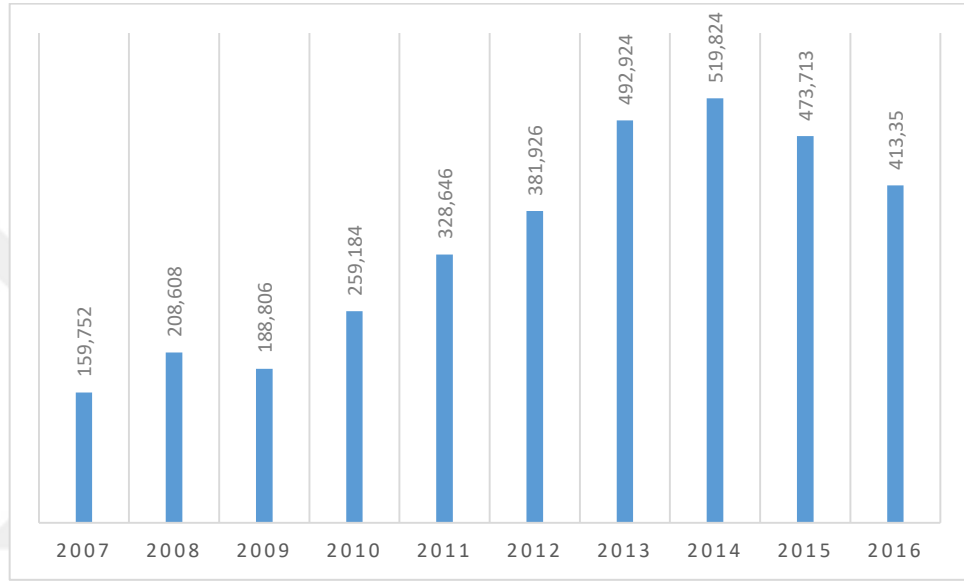
$E^e t + 1$: t+1 dönemindeki döviz kuru beklentisi

$E t$: t dönemi döviz kuru

Denklem 1.1'e göre yatırım yapılacak ülkede elde edilecek finansal kazanç yatırımcı ülkenin finansal varlıklardan elde edilecek kazançtan fazla ise yatırımın yapılmasındaki birinci kural ortaya çıkmış sayılır. Yatırım yapılacak ülkede, yatırımın

vadesi süresince finansal varlıkların getirisini nötrleyecek miktarda döviz kurunda değer kaybı görülebilir. Bunun neticesinde yatırımcının da ulusal paranın kaybı konusunda bir beklenti içerisinde girmesi gerekmektedir. Ortaya çıkan bu beklentinin neticesinde yapılacak yatırımın getirisi hala pozitif olması durumunda yatırımın yapılması beklenir. Ayrıca yatırımcının elinde birden fazla alternatif olduğundan dolayı fonlar, getirisi en yüksek olan ülkelere giriş yapacaktır (Açıkgöz, 2008: 10-11).

Grafik 1.1. Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Milyon Dolar)



Kaynak: <https://evds2.tcmb.gov.tr> (05.01.2018)

Grafik 1.1'de Türkiye'nin 2007-2016 yılları arası kısa vadeli dış borç stoku verilmiştir. Grafikten anlaşılacağı üzere Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye 2007 yılına göre günümüzde önemli seviyelere yükselmiştir. 2008 küresel krizinden sonra ufak bir azalma olmasına rağmen Türkiye'nin bu krizden az etkilenmesi ve bu etkileri de kısa sürede üzerinden atmasından dolayı sonraki yıllarda artışına devam etmiştir. Daha öncede belirtildiği üzere bu tür sermayelerin ülkeye girişlerinde ekonomik istikrarın önemi çok büyüktür. Grafikten de anlaşılacağı 2008 yılında yaşanan küresel kriz neticesinde bu tür sermayenin ülkeden çıkışı kolay olduğundan dolayı bir azalma meydana gelmiştir.

1.3. Ülkeler Bağlamında Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İncelenmesi

Globalleşme sürecinin ortaya çıkardığı doğal bir sonuç olan yabancı sermaye hareketleri üzerindeki aşırı korumacı politikaların esnetilmesi ve uygulanmakta olan sınırlamaların büyük bir kısmının kaldırılması ile beraber özelleştirme faaliyetlerinin hızlanması GOÜ'nin sermaye piyasalarının gelişmesinde etkili olmuştur. Bunun dışında gelişmiş ülkelerde ki büyüme hızlarının beklenen seviyelere ulaşmaması sonucunda yatırımcıların yeni piyasalar aramaları zorunlu hale gelmiştir (Bilgi, 2009: 32).

Yabancı sermayenin tercih edeceği ülkelerde aradığı bazı kriterler vardır. Bunlar, ülke ekonomisinin istikrarlı olması, kronik yapısal bozukluklarının bulunmamasını böyle bir bozukluğun olması durumunda bile uzun vadede ekonomide istikrarsızlık yaratan bu kronik bozukluğun giderilmesini sağlayacak politikaların uygulanmasını beklemektedir. Buna rağmen bu koşulda olmazsa olmaz bir koşul değildir. Çünkü istikrarsız bir ekonomiye de yabancı sermaye girişleri olabilmektedir. Ancak böyle bir durumda gerçekleşen yabancı sermaye kısa vadeli ve spekülâtif bir niteliğe sahiptir (Pamuk, 2006: 28).

Yabancı sermayenin kısa vadeli ve spekülâtif özelliğe sahip olmasının temel nedeni; yatırımcının üstlendiği riskin boyutudur. Döviz kuru ve fiyat istikrarının olmadığı ve kısa süreli olarak ekonomilere giriş yapan sermayenin üstleneceği risk bakımından spekülâtif amaçlı olamaya zorunludur (Pamuk, 2006: 28).

1.3.1. Gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

GÜ'e yönelik yapılan sermaye hareketleri, GOÜ'e oranla daha az yapılmaktadır. Bu gibi ülkelerde meydana gelen istikrarsızlıklara bağlı olarak, örneğin siyasi belirsizliklerin arttığı periyotlarda, kısa vadeli fonlar, faiz oranlarında görülen geçici artıştan faydalanmak amacı ile spekülâtif sermaye şeklinde gelişmiş ülkelere doğru kaymaktadır (Yar, 2008: 8).

Ayrıca gelişmiş ülkelere yönelik gerçekleşen sermaye hareketleri, bu piyasalarda arbitraj imkânının sınırlı düzeyde kalmasından dolayı gelişmekte olan ülkelere oranla daha az gerçekleşse bile, zaman zaman uluslararası piyasalarda bu akımın sanayileşmiş ülkelere doğru yöneldiği belirlenmiştir (Pamuk, 2006: 32).

1.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

GOÜ 70'lerin başında meydana gelen uluslararası etkisini gösteren kriz ile ekonomik yapılarını dönemin gerektirdiği şartlara göre gözden geçirmişlerdir. Bu yıllardan hemen sonra 80'lerin ortalarına doğru kapalı ekonomiden finansal liberalizasyon ve özelleştirme politikalarını özümseyerek devlet müdahalesinin minimize edilmesini hedefleyen piyasa ağırlıklı bir ekonomik süreç içerisine girmişlerdir. Tüm bu gelişmeler ışığında mali piyasaların kurulması ve gelişmesi ile birlikte engelleyici kambiyo rejimlerinin kaldırılması ile birlikte GOÜ'e doğru sermaye hareketleri hız kazanmıştır (Yar, 2008: 9).

Gelişmekte olan ülkelerin daha dinamik ekonomilere ve yüksek büyüme oranlarına sahip olmalarının yanında, gelişen piyasaların getiri oranlarının gelişmiş piyasalara oranla daha yüksek olması, yabancı yatırımların ilgisini kendilerine çekmiş ve bu tür ülkelere yapılan sermaye hareketleri artmıştır. Örneğin; 1980'lerde GÜ'den GOÜ'e yılda 100 milyar ABD doları sermaye girişi olurken, bu rakam 1990'lı yıllarda 700 milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır (Pamuk, 2006: 29).

Gelişmekte olan ülkelere mali piyasaların kurulması ve gelişmesi ile birlikte engelleyici kambiyo rejimlerinin kaldırılması bu ülkelere sermaye girişlerini arttırmıştır. Ülke ekonomilerinin dinamik ve yüksek büyüme oranlarına ulaşması ve bunun yanı sıra bu tür ülkelerin sahip olduğu piyasaların getiri oranının gelişmiş ülkelere ki getiri oranlarından fazla olması sonucu ortaya çıkmıştır. Bunun neticesinde yabancı yatırımcıların dikkatini bu ülkeler çekmeye başlamış ve yatırımlar da gelişmekte olan ülkelere daha cazip olmaya başlamıştır (Bilgi, 2009: 33).

Kısa vadeli sermayenin gelişmekte olan ülkelere girişlerinde başka bir neden de gelişen piyasalar ile gelişmekte olan piyasaların getiri oranları arasındaki korelasyon katsayısının düşük seviyelerde bulunmasıdır. Örneğin; ABD'nin İngiltere piyasası ile arasındaki ilişki katsayısı 0,65 iken, gelişmekte olan ülkeler ile arasındaki bu katsayı 0,29 gibi bir orandır. Korelasyon katsayısının bu düşük oranda olması uluslararası portföy çeşitlendirilmesine katkı sağlarken, portföye gelişen piyasaların da dahil olması ile birlikte hem daha büyük kazançlar elde edilebilmekte, hem de portföyün riskinin azalmasına olanak sağlamaktadır (Pamuk, 2006: 30).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye diğer faktörlere göre daha kıt bir faktör konumunda olması, bu ülkelerin sürekli ekonomik büyüme için net sermaye ithalatçısı konumunda olmak zorundadırlar. Bu ülkelere yönelik uluslararası özel sermaye

hareketleri 1987 yılından sonra artmış ve sermaye akışı miktarı özellikle 1990'lı yıllarda büyük bir artış belirlenmiştir. Ayrıca GOÜ'e yönelik gerçekleşen sermaye akışının yoğunlaşması ve boyut kazanmasının özellikle 1990'lı yıllara özgü bir gelişme olmadığını, 1970'li yıllarda da ölçek olarak bu döneme benzer bir yoğunlaşmanın yaşandığını göz önünde tutmak gerekir. Belirtmek gerekir ki, iki dönemdeki sermaye akımlarını etkileyen faktörler ve süreci besleyen kaynaklar çok farklılıklar göstermektedir. 1970'lerde petrol krizi sonrası biriken "petro dolarların" uluslararası finansal sisteme tekrar sokulması, gelişmekte olan ülkelere hacimli bir sermaye girişimi sağlarken, 1990'lı yıllarda ise sermaye akışını hızlandırıp boyutlandıran etken uluslararası sermayenin "arbitraj kazancı" peşinde koşma isteğidir (Pamuk, 2006: 30-31).

Özetle, GOÜ'e yönelik yapılan sermaye akımları genellikle spekülatif bir özellik barındırmaktadır. Diğer bir ifade ile bu tür sermaye akımları kısa vadeli olduğundan gerçek yatırımlar ile ilgi bir durumları söz konusu değildir. Bu tür sermaye GOÜ'in faiz oranlarına ve döviz kurunun başlangıç seviyesini dikkate almaksızın ülkeye giriş yaparak, kendisi faizleri yükseltecek ve kuru düşüreceğinden arbitraj geliri ortaya çıkarmaktadırlar (Bilgi, 2009: 33).

1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri

Kısa vadeli sermaye ülkeye giriş yapacağı sırada ekonomideki gelişim potansiyeline bakmaksızın, genellikle finansal aktiflerden kazancağı yüksek getiriden ve faiz-kur arbitrajından faydalanmak amacı ile ülkeye giriş yapmaktadır. Bu nedenledir ki bu tür sermaye genellikle spekülatiftir ve sıcak para olma özelliği bulunabilmektedir. Bu tür sermayelerin vadelerinin kısa olması sebebi ile uzun dönemli ekonomik büyümeye katkı sağlayamamakta, geçici olarak kamu açıklarını finanse etmekte ve ödemeler dengesini düzeltmeye yardımcı olmaktadır (Şimşek, 2007, 11).

Kısa vadeli sermayenin giriş yapacağı ülkedeki aradığı özelliklerin nedenlerini açıklayan iki görüş mevcuttur. Bunlar 'çekici faktörler' ve 'itici faktörler' olarak adlandırılmaktadır.

1.4.1. Çekici Faktörler

Çekici faktörler kendi içerisinde ikiye ayrılır. Bunlardan birincisi kamu sektörü açıklarındaki düşüşler ve verimlilikteki artış şeklindeki ekonomi politikalarındaki değişimlerdir. Çekici faktörlerin diğeri ise, sıkı para politikaları izlenerek, mali ayarlamalarla ilgisi olmaksızın, faiz oranlarının artırılmasıdır. Özellikle sabit döviz kuru izleyen ülkelerde yüksek faiz oranlarıyla uluslararası sermayeleri kendi ülkelerine çekme çabaları içerisinde (Şeren, 2011: 16).

Bu faktörlere göre sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerdeki olumlu ve istikrarlı makroekonomik koşullar kısa vadeli sermaye hareketlerini bu ülkeye doğru kaydırmaktadır. Ortaya atılan bu görüşü destekleyecek örnek olarak Asya ülkelerine yönelen yabancı sermaye verilebilir. Bu ülkelerde özellikle kriz öncesi dönemlerde gözlemlenen durumlardan dolayı bu ülkelere sermaye akışı olmuştur. Gözlemlenen durumlar ise şu şekildedir;

- Ekonomide istikrarın devam edeceğine dair beklentiler
- Faiz oranlarının cazipliği
- Ülkenin yüksek kredi derecesine sahip olması gibi etkilerden dolayı kısa vadeli sermaye bu tür ülkelere giriş yapmasında önemli rol oynamıştır (Kizir, 2011: 11; Yılmaz, 2006: 86).

Özetle ifade etmek gerekirse sermaye hareketlerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Ancak yapılmış olan analizlerde genellikle yurt içi faiz oranı, kredi derinliği, güvenilirlik, menkul kıymet borsası fiyatları, döviz kuru rejimi, kamu kesimi borç düzeyi, enflasyon oranı ve makroekonomik istikrar gibi değişkenler öne çıkmaktadır (Demir ve Sever, 2009: 219).

Çekme görüşünü savunanlara göre, genel hatlarıyla gelişmekte olan piyasaların başlıca ekonomik göstergelerine bakıldığında ortaya çıkan sonuç, bu görüşü destekleyen bir durum ortaya çıkarmaktadır. Sermaye Malları Hareketleri (SMH) artışının yeni gelişen piyasalarda ortalama, 1980-1989 ve 1990-1998 yılları arasında artmış olduğu, %4,5 seviyesinden %5,6 seviyesine çıktığı, gelişmiş piyasalarda ise aynı dönemde SMH'da büyüme oranının %3 seviyelerinden %2 seviyesine düştüğü belirlenmiştir. Ancak bu oranlara geçiş ekonomileri dâhil edilmemektedir. Bu gelişmenin, merkez ülkeleri olarak da adlandırılan GÜ'den GOÜ'e doğru gerçekleşen sermaye hareketleri olarak ifade edilebilir. Gelişme

içerisinde olan piyasalar hakkında diğer bir veri ise, 1980'lerde yaklaşık %4,5 olan ihracat hacmi 1990'larda %9 gibi bir orana yükselmesidir (Tanören, 2009: 10-11).

Ekonomik istikrarın devam edeceğine dair beklentiler, faiz oranlarının cazipliği ve ülkenin yüksek kredi değerliliği gibi etkenlerin sermaye akımlarını çekmesine ilişkin savunulan bu durum, uygulamalar neticesinde finansal krizlerin yaşanmasının önüne geçememiştir. Beklenenin tam tersine sermaye hareketlerinin artması finansal krizlere neden olmuş ve istikrarsız yapıları daha da istikrarsız hale getirmiştir (Tanören, 2009: 11).

1.4.2. İtici Faktörler

İtici faktörler, değiştiği zaman sermaye akımlarının geri dönme olasılığının yüksek olduğu şartlardır. Buna benzer bir durumda yurtiçi ekonomi politikalarının değişmesi ile de meydana gelebilmektedir. Sıkı para politikası izlenerek ülkeye çekilen yabancı sermaye resmi rezervleri arttırır. Ancak bunların yatırım, büyüme, cari işlemler üzerindeki etkisi çok az olarak gerçekleşmektedir. Sıkı para-gevşek maliye politikası ve sabit döviz kuru politikalarının izlendiği ekonomide meydana gelecek olan istikrarsızlık neticesinde sermaye akımlarının ülkeyi terk etme olasılığı artmaktadır. Bunun dışında uluslararası sermaye hareketleri, tutarsız ekonomi politikalarından dolayı ortaya çıkacak geçici kar fırsatlarından yararlanmak için kısa vadede yüksek getirinin olacağı ülkeleri tercih etmektedir. Bahsedilen yatırımlar ekonomi politikaları bu yatırımlar için uygun olmayan ülkelerde ve mali alt yapısını henüz tamamlayamamış olan ülkelerde istikrarsız olmaktadır (Şeren, 2011: 17).

Bu görüşe göre, sermaye veya kredi veren ülkelerdeki ekonomik durgunluk nedeniyle ve bunun sonucunda sermayenin getiri oranlarındaki azalma sonucunda kısa vadeli sermaye hareketleri meydana gelmektedir. Bretton Woods sisteminin çökmesi ile birlikte uluslararası döviz piyasalarının şekillenmeye başlaması ile 1970'lerde döviz ve kredi piyasaları gelişme göstermiştir. Bunun neticesinde gelişmekte olan ülkelerde 1990-1994 yılları arasında 50 yeni oluşturulan borsa faaliyete başlamıştır. Bu ülkelerde piyasa hacmi 10 kat artarak 2,2 trilyon dolar seviyesine yükselmiştir (Kızır, 2011: 11).

GÜ'den sermaye çıkışları çoğunlukla, bu ülkelerde belirli aralıklarla yaşanan bazı değişikliklerin varlıklardan elde edilen kazançlar üzerinde geçici bir baskıya

sebepten dolayı ortaya çıkabilir. Ancak gelişmiş ülkelerdeki bu dönemsel değişimlerden dolayı görülen sermaye çıkışları ülke şartları düzeldiğinde ülkeye tekrar giriş yapmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki sermaye çıkışlarının diğer bir nedeni ise, bu ülkelerdeki yatırımcıların portföy çeşitlendirme arzularıdır. GÜ'deki emeklilik fonları gibi oluşumların aracı kurumlar haline gelmesi ile GOÜ'de yatırım yapması portföy çeşitlendirme amaçlı sermaye hareketlerine örnek niteliğinde olabilir. Bu amaçla yapılan sermaye hareketlerini, dönemsel sermaye hareketlerinden ayıran farklılık ise daha uzun bir zaman dilimine yayılmasıdır. Ayrıca portföy çeşitlendirme amacı ile yapılan sermaye hareketleri gelişmekte olan ülkeler için daha sürdürülebilir özelliğe sahiptir (İnandım, 2005: 20-21).

İtme görüşüne göre GOÜ'e doğru gerçekleşen sermaye akımlarının arkasındaki en etkili neden, sanayileşmiş ülkelerinde oluşan ekonomik küçülme, faiz oranlarındaki düşme ve bu ülkelerdeki sermayenin, yurtdışında daha yüksek kazanç sağlayacak arayışlar içerisine olmasıdır. Bu görüşe örnek verilecek olunursa, GOÜ'e toplam özel sermaye girişi, Amerika'daki faiz oranları ile güçlü bir negatif ilişki göstermesi verilebilir. Amerika'da faiz oranlarının düşmesi sermaye akımlarının GOÜ'e yönelmesinde etkili olmuştur (Tanören, 2009: 11).

Sermaye hareketlerine GOÜ açısından bakıldığında ise, sermaye hareketlerinin başka bir ülkeye hareket etme isteğinin, söz konusu olan ülkedeki ekonomik koşullarına göre farklılık göstermektedir. GOÜ için sermaye girişi dışsal bir finansal şok olarak belirtilir. Kredi sınırlaması altında ve yüksek miktarlarda borcu olan ülkeler için bu şok olumlu bir durum olarak görülse de, şokun dönemsel olma özelliği taşıması bu olumlu gelişmenin geçici olacağını gösteren bir risk olarak sayılır. Bundan dolayı, GOÜ'in itici faktörlerden dolayı ülkesine giriş yapan sermayenin belli bir süre sonunda geri dönebileceği olasılığını göz önünde bulundurmalıdır. Ayrıca sebebi ne olursa olsun GOÜ'e meydana gelecek ani sermaye çıkışları ülkeyi olumsuz etkileyecektir (İnandım, 2005: 21-22).

1.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye akımları ev sahibi ülke açısından birçok etkiye sahiptir. Ev sahibi ülke üzerindeki bu etkiler olumlu ve olumsuz olabilmektedir.

1.5.1. Olumlu Etkiler

Kısa vadeli sermaye hareketlerin ev sahibi ülke açısından olumlu etkileri üç başlık altında incelenebilmektedir. Bunlar; döviz dengesizliğinin giderilmesi, yatırımların artması ve piyasalara derin kazandırılması gibi etkilere sahiptir.

1.5.1.1. Döviz Dengesizliğinin Giderilmesi

İhracat yolu ile iç kaynak yetersizliği olan bir ülkede döviz sorununun giderilmemesi, ülkeye kısa vadeli sermaye girişini özendirerek, mevcut döviz dengesizliğini gidermeyi amaçlar (Bildirici, 2008: 2). Kısa vadeli sermaye hareketleri faiz oranı ve reel döviz kurundaki oynaklıklara ani tepkiler verebilmektedir. Bu nedenle ekonomide döviz kıtlığının yaşandığı dönemlerde yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranından yüksek olması ve döviz kurunun dalgalı olması gibi ekonomide kısa vadeli sermaye akımlarının gerçekleşmesi için uygun durumlar sağlandığında ülkeye kısa vadeli sermaye girişi olabilir. Bu durumda da kısa vadede döviz kıtlığı sorunu çözülmüş olur. Son zamanlarda bazı ekonomiler cari açığı finanse etmek için de kısa vadeli sermaye akımlarını kullanmaya başvurmuşlardır. Dolayısıyla çoğu ekonomi için büyük bir sorun olan cari açık, ekonomiye yabancı sermaye girişi olduğu sürece problem olamamakta ve cari açığın sürdürülebilirliğine yeni bir boyut getirmektedir (Akbaş, 2012: 61).

Türkiye’de özellikle 1988 yılından sonra ihracat ve diğer gelir kalemlerindeki artışı ile döviz ihtiyacını karşılama sorununun ortadan kaldırılamamış olması ve ülkedeki kapasite kullanım oranının yüksek seyretmesi, kısa vadeli sermaye akımlarını teşvik edici politikalar uygulanmaya başlamasına sebebiyet vermiştir. Çünkü ekonomik büyümenin devamlılığının sağlanabilmesinde ekonominin ihtiyaç duyduğu ithalatın yapılabilmesi için ülkedeki döviz dengelerinin sağlanmış olması gerekmektedir. Ancak ekonomik büyümenin hızlandığı periyotlarda ithal girdilerin artmasına karşın ihracat artışı ithalatı karşılayacak seviyeye ulaşmamıştır ve bu sebeple büyüme hızının arttığı periyotlarda ihracatın ithalatı karşılama oranı ciddi düşüş göstermiştir. Bu yüzden kısa vadeli sermaye girişini teşvik edecek politikalar uygulanarak, ülkeye döviz girişi hızlandırılmış ve var olan döviz dengesizliğinin giderilmesi amaçlanmıştır (Bildirici, 2008: 2).

1.5.1.2. Yatırımların Artması

Ülkeye giriş yapan kısa vadeli sermaye akımları borsada işlem gören firmaların sermayesini güçlendirerek gelirini arttıracak yatırımlar yapmasına olanak sağlar. Gelirleri artan firmalar ortaklarına kar payı dağıtabileceği gibi kar payı dağıtmayıp elde edilen bu kar ile yeni yatırımlar yapabilirler. Elde edilen karın ortaklara dağıldığı varsayılır ise ortaklar elde ettikleri bu kazançları yurtdışına çıkarmadığı sürece ülke içerisinde harcama yapacaklardır. Bu durumda, yabancı sermaye girişi nedeni ile kazanç elde edenlerin talepleri doğrultusunda üretim miktarının artmasına ve bununla ilişkili olarak yatırımların artmasını sağlayacaktır. Firmalar ortaklarına kar payı dağıtmayıp elde edilen geliri mevcut sermayesinin üstüne katabilir. Böyle bir durumda bu şekilde kazanç elde eden firmaların öz sermayeleri güçlü olacağı için yatırımlarını banka ve aracı kurumlardan borçlanarak yapan firmalara göre maliyet avantajını ellerinde bulunduracaklardır. Dolayısıyla bu firmalar ek kazanç elde edecek ve yatırımlarını genişletme fırsatına sahip olacaklardır (Akbaş, 2012: 61-62).

1.5.1.3. Piyasalara Derinlik Kazandırma

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve faiz oranlarının serbest bırakılması ile artan reel faiz oranları kısa vadeli sermayenin ülkeye giriş yapmasına vesile olmuştur. Sermaye girişi ile birlikte ülkenin ulusal parasının yabancı paralar karşısındaki değer kaybının enflasyonun altında seyretmesi ile birlikte ülkeye yönelen kısa vadeli fonlarda artış göstermiştir (Bildirici, 2008: 3-4).

Yabancı sermaye girişiyle beraber hem menkul kıymet satışlarında hem de işlem hacminde yıllar içerisinde önemli derecede artışlar görülmüştür. Bu durum neticesinde hem tahvil piyasasında ikincil piyasaların gelişim göstermesine yardımcı olmuş hem de yabancı yatırımcıların hisse senedine olan ilgisi bu piyasadaki fiyatları arttırmış ve daha çok firmanın halka açılmasını sağlayarak hisse senetleri işlem gören firma sayısı fazlalaşmıştır. Bunların neticesinde piyasaların daha derin ve likit bir piyasa haline dönüşmüştür (Bildirici, 2008: 4).

1.5.2. Olumsuz Etkiler

Kısa vadeli sermaye akımlarının ev sahibi ülkelere olumlu etkilerinin yanı sıra bazı olumsuz etkileri de mevcuttur. Bu etkiler pahalıya borçlanma ve mali piyasalarda dengesizlikler olarak iki başlık altında ifade edilebilir.

1.5.2.1. Pahalıya Borçlanma

Kısa vadeli sermaye akımları nedeniyle ortaya çıkan pahalıya borçlanma olgusu daha çok ilgili ülkenin yürütme organının belirlediği kamu politikalarının etkisi ile ilişkilidir (Akbaş, 2012: 62).

Hükümetin kamu kesimi açığının finansmanı için iç borçlanmaya yönelmesi, yurtiçi faiz oranlarının artmasına ve kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişlerinin hızlanmasına sebebiyet vermektedir. Kamunun bu yol ile açığın finansmanını sağlaması bazı olumsuz etkiler ortaya çıkarabilmektedir. Bunlardan ilki, iç borçlanma yolu ile hükümet hem bütçe açıklarını finanse etmeye çalışmış hem de borç ödemeye çalışması sonucunda iç borç senetlerinin faizlerinin yükselmesine ve dolayısıyla sermaye girişine artışa sebep olacaktır. Bu durumda, ülkeye giriş yapan sermaye ile döviz arzında oluşan artış döviz kurları üstünde baskı oluşturmakta ve ulusal paranın değerlenmesine sebebiyet vermektedir. Bu da zaman içerisinde faiz-kur arasındaki marjın giderek açılması, ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının daha çok faiz ve kur arasındaki beklentilere göre hareket eden, duyarlılık derecesi yüksek ve spekülâtif hedeflere yönelik sıcak para niteliği kazanmasına sebep olur (Bildirici, 2008: 4).

Kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesinin diğer bir olumsuz nedeni ise, bu yolla finansman sağlanmak istenmesiyle hem ekonomideki faiz oranları yükselmekte hem de kamunun iç borç stokunu çoğaltmaktadır. Bunun dışında yurtdışından daha ucuza borç bulabilecekken, kısa vadeli sermaye hareketlerinin teşvik edilmesi ile finansman imkânlarının kolaylaşmasının sağlanması, hükümetin daha pahalıya borçlanmasına yol açmaktadır (Bildirici, 2008: 4; Akbaş, 2012: 62-63).

1.5.2.2. Mali Piyasalarda Dengesizlikler

GOÜ kambiyo ve sermaye hareketleri önündeki engelleri kaldırmaları yanı sıra özelleştirme çalışmalarına da ağırlık vererek bir yandan finansal piyasalardaki serbestleşmeyi sağlamaya çalışırken diğer yandan da sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliğini arttırmayı amaçlamışlardır. Ancak yapılan tüm bu çabalara rağmen, gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları gelişmiş ülkelere kıyasla sığ piyasalardır. Büyük miktarlarda alım-satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş-çıkışlara sebep olmaktadır. Çünkü bu piyasalarda işlem gören firma sayısı ve işlem hacmi gelişmiş piyasalara göre daha sınırlıdır (Akbaş, 2012: 63; Bildirici, 2008: 5).

1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Açıklayan Teoriler

Sermaye hareketlerinin hız kazandığı 1990'lı yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde sıcak para olarak da bilinen kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomisine yapmış olduğu olumsuz etkilerden dolayı gelişmiş ülkeleri bu sorunları çözme arayışına itmiştir. GOÜ'in yaşadığı bu ekonomik sorunlara IMF ve DB bazı politikalar geliştirmişlerdir. Ancak ortaya konulan bu politikalarda gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı ekonomik sorunları çözmeye yardımcı olamamıştır. Bunlardan dolayı konunun teorisini kavramak önem kazanmaktadır.

1.6.1. Mundell-Fleming Modeli

İkinci Dünya Savaşı öncesinde uluslararası sermaye hareketlerinin nedeni, sermayenin yurtiçi ve yurtdışı getirileri arasındaki fark olarak tanımlanırken, savaştan sonraki dönemde ise sermaye hareketleri, ödemeler dengesinin bir parçası olarak ifade edilmektedir. Buna göre ülkeler arasındaki faiz oranları arasındaki farka sermaye hareketleri sebebiyet vermektedir. Bu teori ise, J.Marcus Fleming ve Robert Mundell'in 'Sermaye Akımı Teorisi' olarak tanınmaktadır (Küçükaksoy, 2006: 59).

Ulusal ekonomilere odaklanmakla birlikte, merkezi yönetimin makroekonomik dengesinin sağlamasında doğal bir yapıya sahip olduğunu ifade eden

Keynesyen makro teoriye göre, döviz kuruna yapılacak olan resmi müdahalelerin ödemeler dengesinde ortaya çıkabilecek bir dengesizliğin giderilmesine yönelik olarak, etkili bir politika aracı olduğunu öne sürmektedir (Tanören, 2009: 16).

Mundell-Fleming modelini, döviz kurunun belirlenmesi için yapılan diğer modellerden ayıran en belirgin özellik, modele dâhil edilen sermaye hareketlerinin etkilerine de önem vermiş olmalarıdır. Modelin amacı, sermaye hareketlerinin etkilerini döviz kurlarının belirlerken dâhil etmeyen ekonomik modellerde oluşan açıkların giderilmek istenmesidir. Mudell-Fleming modellerinin oluşturulduğu dönemlerde var olan kur sistemi 'sabit kur rejimine' dayanmaktadır. Bundan dolayı modelin değişmeyen kur oranlarından hareket etmesi tutarlı görülmekle beraber; modelin bunun yanında 'esnek kur rejimi' ile de uygulanabilir olduğu belirtilmektedir (Tanören, 2009: 17).

Mudell-Fleming modeli uluslararası farklı sermaye hareketleri altında, sabit ve değişken nitelikte kur sisteminin varlığı sonucu iç ve dış makroekonomik denge koşullarını araştırmaktadır. Ayrıca model sermaye hareketlerinin temel ekonomi politikalarını incelemesi ve ortaya çıkardığı etkileri belirlemeye çalışması bakımından önemli bir çalışmadır (Tanören, 2009: 16).

Keynesyen modelde gelir-harcama yaklaşımına uluslararası sermaye hareketliliği ilave edilmiştir. Mundell'in geliştirdiği tam sermaye hareketliliği varsayımı ile Mundell-Fleming modelinde yerli ve yabancı tahviller tam ikame edildiğinden, tahvil gelirleri arbitraj gelirleri ile her zaman eşitlenmektedir. Diğer bir ifade ile iç faiz oranı ile dış faiz oranı birbirlerine eşittirler (Değer ve Emsen, 1999: 154; Ertürk, 1994: 107).

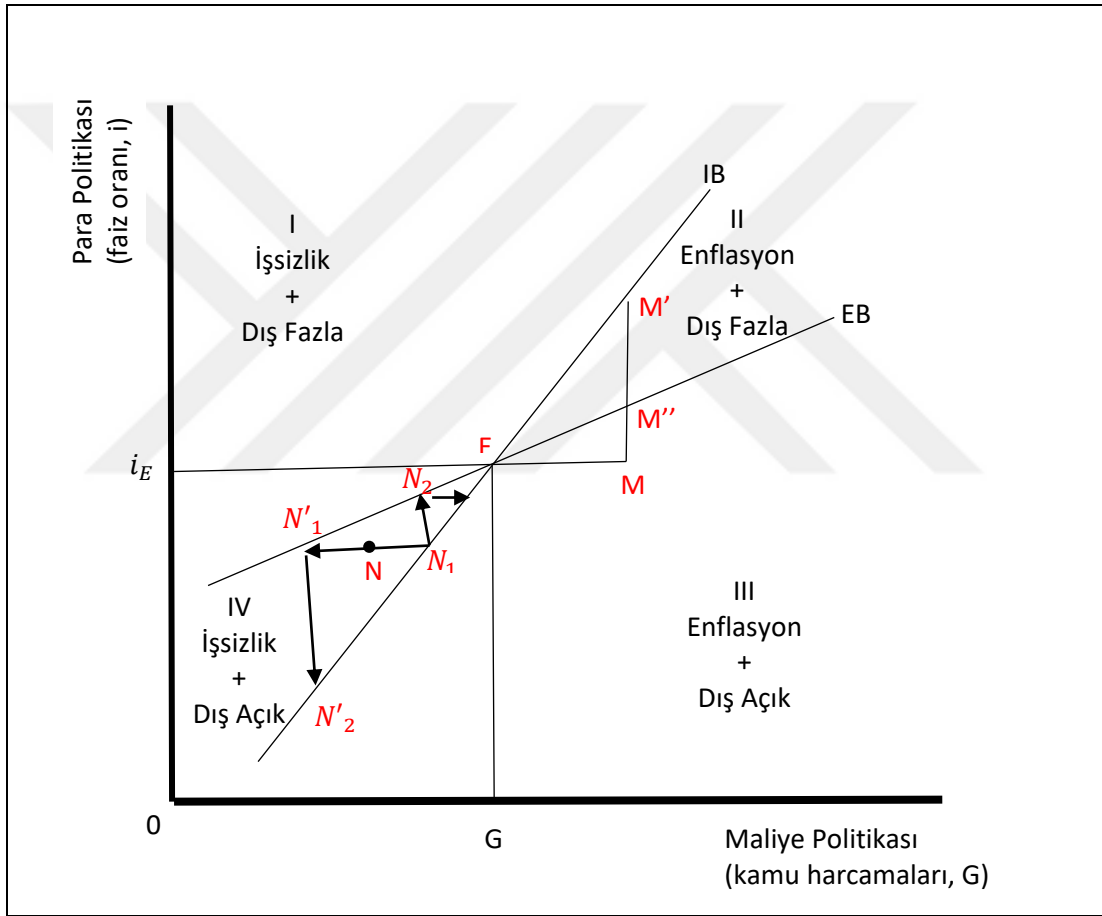
Mundell-Fleming modelinin başlıca varsayımları;

- Fiyatlar ve nominal ücretler sabittir.
- Toplam talep; yabancı çıktı, kamu harcama düzeyine döviz kuru ile pozitif ilişkili iken yurtiçi faiz oranları ile negatif ilişkilidir.
- Para talebi, yurtiçi gelir düzeyinin pozitif fonksiyonu iken yurtiçi faiz oranının negatif fonksiyonudur.
- Döviz kurunun hedeflenen seviyesinden uzatlaşması para arzına etkisi negatif olmaktadır.
- Yurtdışı çıktı düzeyi ile karşılaştırılan ticaret hesabı, yurtiçi çıktı düzeyince belirlenmektedir.

- Sermaye hesabı ise yurtdışı ve yurtiçi faiz oranı farklılıkları tarafından belirlenmektedir (Uçan, 2013: 49).

Modelde para ve maliye politikalarının etkileri incelenirken uluslararası sermaye akımları da analize dâhil edilmiştir. Bu analizler kur ayarlaması yapmaya gerek duymadan, maliye ve para politikalarının beraber kullanılması ile iç ve dış dengenin aynı anda nasıl sağlanabileceğini belirtmektedir (Seyidoğlu, 2013: 851).

Şekil 1.1. Mundell-Fleming Modelinde İç ve Dış Denge



Kaynak: Seyidoğlu, 2013: 852

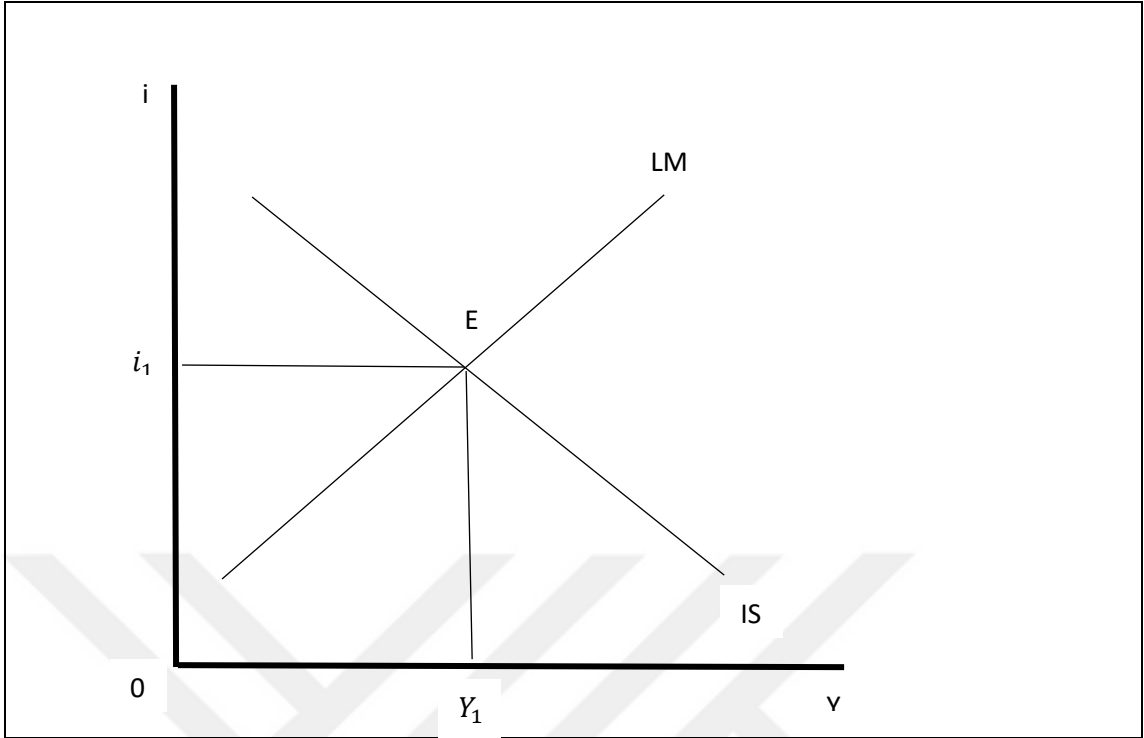
Şekil 1.1. de gösterilen IB eğrisi iç dengeyi, EB eğrisi ise dış dengeyi sağlayan faiz oranları ve kamu harcamalarını ifade etmektedir. Şekilde IB eğrisinin altında kalan kısımlar enflasyonu yukarısında kalan kısımlar ise işsizliği ifade etmektedir. EB eğrisinin altındaki kısımda ise dış açık var iken yukarısındaki kısımlarda da dış fazla mevcuttur. Bu iki eğrisinin kesiştiği E noktasında ise ekonomide iç ve dış denge sağlanmış durumdadır.

Para politikası ve maliye politikası dış dengeyi etkilemek için kullanılabilir. Mesela, para arzında bir daralma olması durumunda faiz oranları yükselecektir. Bu da kısa vadeli sermaye girişini arttırırken ülke dışına çıkacak sermayenin da azalması ile ödemeler bilançosu fazlasını meydana getirebilir. Ayrıca hükümet harcamalarındaki bir daralma sonucunda ulusal geliri düşürüp ithalatı azaltacağından ödemeler bilançosunu fazlasına neden olabilir. Aynı şekilde hem para politikası hem de maliye politikası iç dengeyi etkilemek içinde kullanılabilir (Seyidoğlu, 2013: 582-853).

Ekonomide iç dengenin sağlanması mal piyasası ile para piyasasının dengede olması ile sağlanmaktadır. Mal piyasasındaki (IS) denge $S=I$ eşitliği gerektirdiği için, tasarruf (S) ve yatırımlarda(I) değişikliğe sebep olabilecek tüm faktörler bu dengede etkiye sahiptir. Bu piyasadaki analizlerde yatırımın faizin, tasarrufunda gelirin bir fonksiyonu olduğu varsayılır. Mal piyasasında fiyatlar genel düzeyinin sabit olduğu varsayılmaktadır. Başka bir ifade ile tasarruf, yatırım, gelir ve faiz oranlarında meydana gelen tüm değişimler reeldir. Bunun yanı sıra analizde bulunan tüm fonksiyonların parametreleri sabit varsayılmıştır (Parasız, 2006: 167).

Para piyasasındaki (LM) denge ise para arzı(L) ile para talebi(M) arasındaki denge ile oluşmaktadır. Keynesgil para talebi fonksiyonuna göre; işlem ve ihtiyat güdüsüyle para talebini milli gelir düzeyinin fonksiyonu olarak ifade eder. Spekülatif para talebi ise sadece faiz oranının bir fonksiyonu olduğu belirtilir. Modelde para arzı ise modelin dışındaki para otoritelerince ayarlanmaktadır. Para piyasasında da mal piyasasında olduğu gibi fiyatlar ve diğer fonksiyonların sabit olduğu varsayılır (Parasız, 2006: 169).

Şekil 1.2. Mal ve Para Piyasalarında Eşanlı Denge



Kaynak: Ünsal, 2001: 132

Şekil 1.2.'de mal piyasasında dengeyi sağlayan yatırım ve tasarrufun geometrik yerini gösteren IS eğrisi ile para piyasasında dengeyi sağlayan para arzı ile para talebinin geometrik yerini gösteren LM eğrisi gösterilmektedir. Şekilde gösterildiği üzere iç denge IS eğrisi ile LM eğrisinin kesiştiği E noktasında sağlanmaktadır. E noktasında hem mal piyasasında yatırım tasarruf eşitliği vardır hem de para piyasasında para talebi ile para arzı birbirine eşittir.

Dış ekonomik dengeyi göstermek için ise, açık ekonomilerde ödemeler bilançosunu göstermek için başka bir araca gerek duyulmakta, o da ödemeler bilançosu eğrisidir(BP). BP ile temsil edilen ödemeler bilançosu eğrisi, dış dengeyi sağlayacak çeşitli gelir ve faiz oranı bileşimlerini gösteren bir doğrudur. BP eğrisi analizi, dış dengeyle ilgili olarak ödemeler bilançosunun hem cari işlemler hesabını, hem de sermaye hesabını içerisinde barındırmaktadır. BP pozitif eğimli bir doğrudur. Çünkü ulusal gelir artışı (azalışı) cari işlemlerde açık (fazla) meydana getireceğinden, bunun dengelenmesi üzerine yabancı sermaye girişini (çıkışını) hızlandırmak için faiz oranının da yükseltilmesi (düşürülmesi) gereklidir (Seyidoğlu, 2013: 860-861).

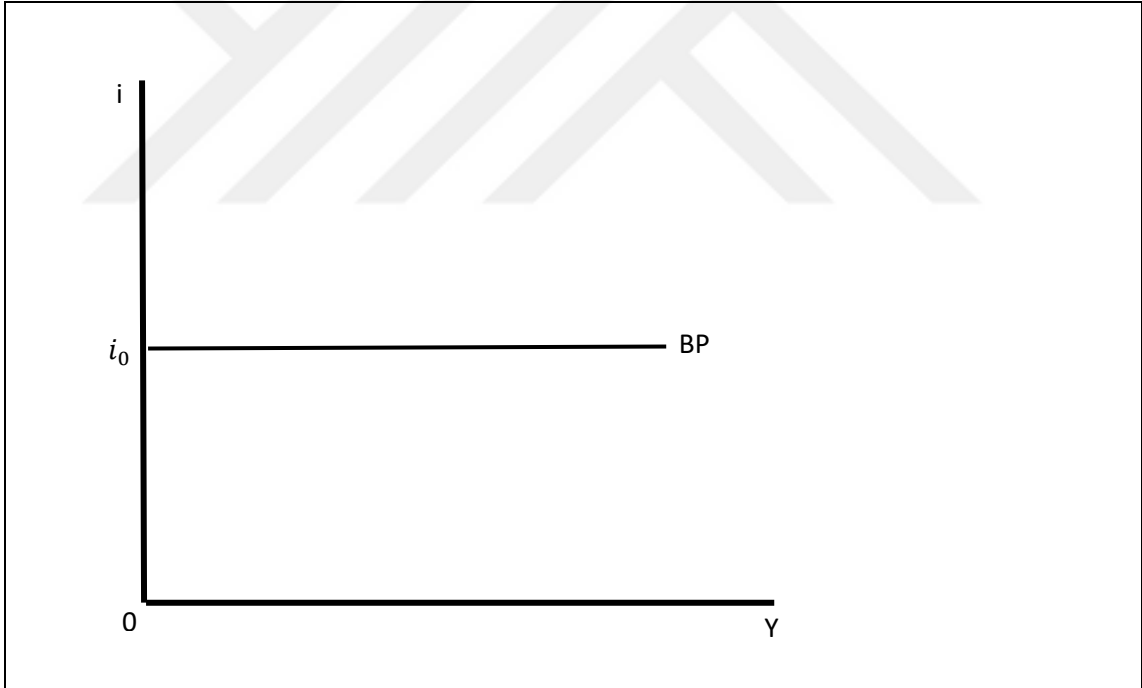
Dış denge koşulunu sağlayan denklem ise;

$$BP = X (Y^f , RER) - M (Y , RER) + K (i - i^f) \quad (1.2)$$

şeklinde belirtilmektedir. Diğer bir ifade ile ihracat reel döviz kuru ile dış alemin gelirine, ithalat yurtiçi gelir düzeyi ve reel döviz kuruna, sermaye hareketleri ise yurtiçi ve dünya faiz oranları arasındaki farka ile ilişkilidir (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2013: 241).

BP eğrisinin eğimi sermaye hareketlerinin durumuna göre farklılık göstermektedir. Burada sermaye hareketlerinin durumu tam sermaye hareketliliği, tam sermaye hareketsizliği ve tam olmayan sermaye hareketliliği durumlarında BP eğrisinin eğimi üzerinde durulacaktır.

Şekil 1.3. Tam Sermaye Hareketliliğinde BP Eğrisi

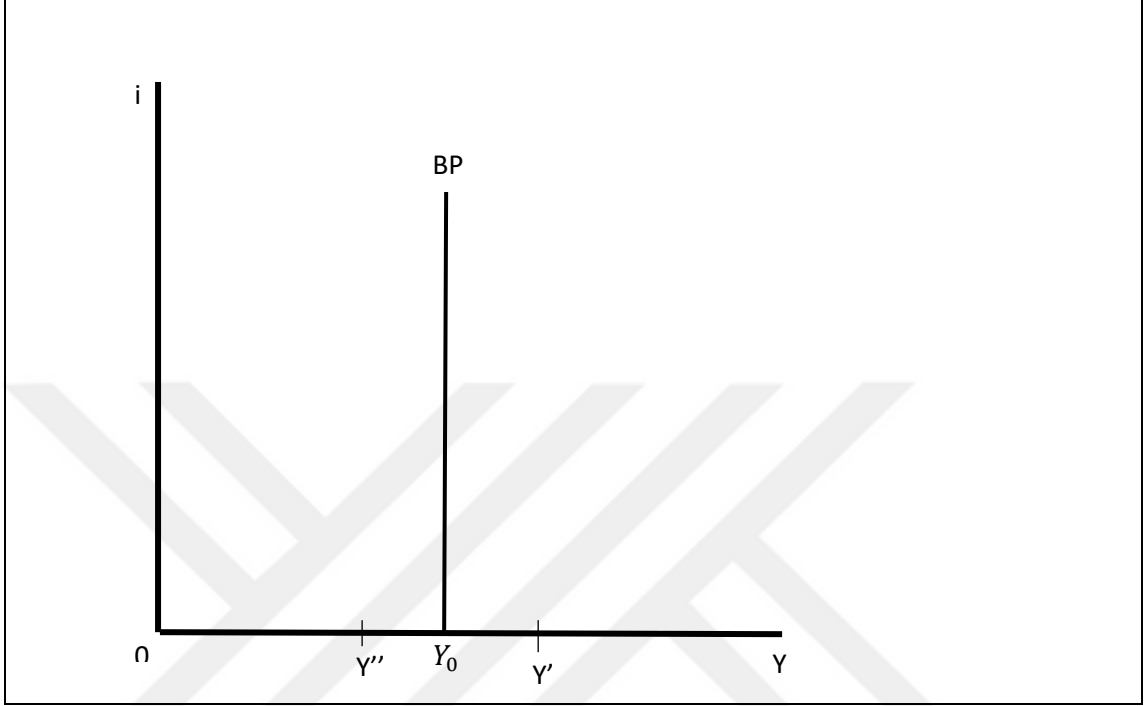


Kaynak: Seyidoğlu, 2013: 863

Şekil 1.3’de, tam sermaye hareketliliğinde faizlerdeki küçük bir oynamanın sınırsız sermaye akımlarına neden olacağı düşünülür. Ayrıca böyle bir durumda yerli menkul kıymetlerle yabancı menkul kıymetler arasında hiçbir fark kalmadığından ikisi birbirini tam ikame edebilir konumdadır. Böyle olunca da uluslararası piyasalardaki faiz oranı, ele alınan en ufak ülkede bile geçerli duruma gelecektir.

Uluslararası faiz oranını etkileyemeyecek kadar ufak bir sanayileşmiş ülke için tam sermaye hareketliliği söz konusu durumuna gelebilir.

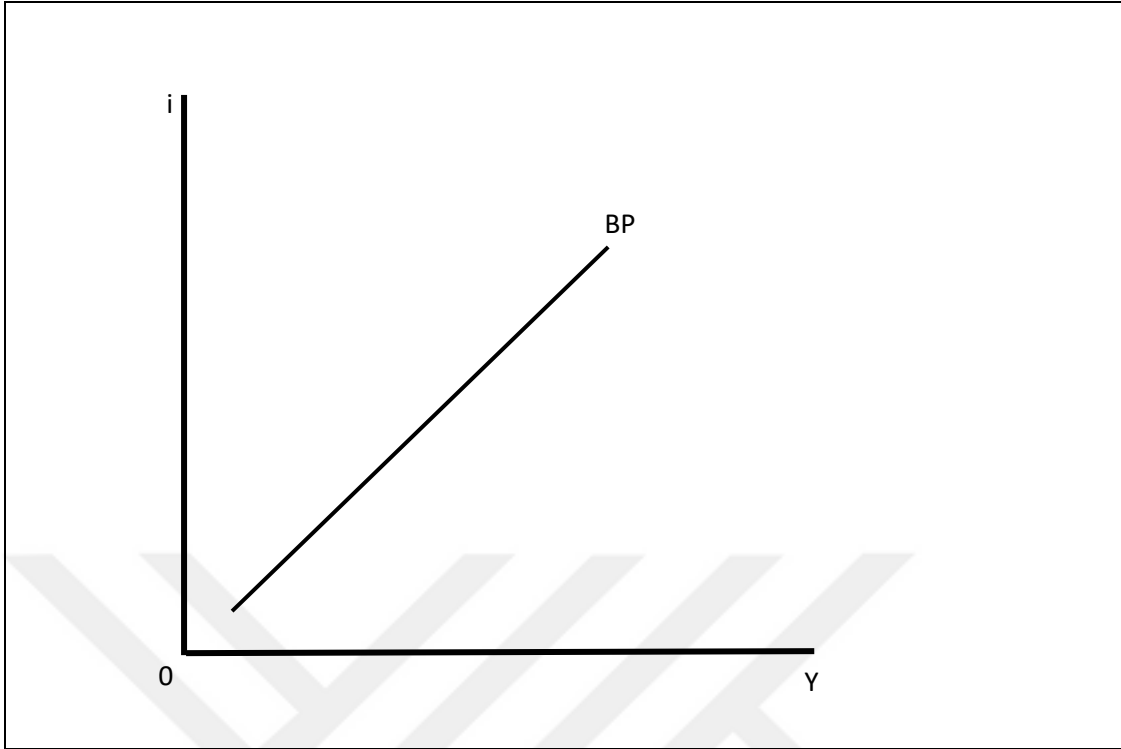
Şekil 1.4. Tam Sermaye Hareketsizliğinde BP Eğrisi



Kaynak: Seyidoğlu, 2013: 863-864

Şekil 1.4.'de, diğer bir uç olarak bilinen tam sermaye hareketsizliğinde, ulusal sermaye piyasasının uluslararası mali merkezlerden tamamen soyutlandığı düşünülür. Bundan dolayı yurtiçi faizler, dış dünyaya göre ne oranda değiştirilirse değiştirilsin, içe veya dışa doğru herhangi bir sermaye akımı ortaya çıkmaz, yani sermaye bilançosu üzerindeki etkileri her zaman sıfır kabul edilir.

Şekil 1.5. Tam Olmayan Sermaye Hareketliliğinde BP Eğrisi

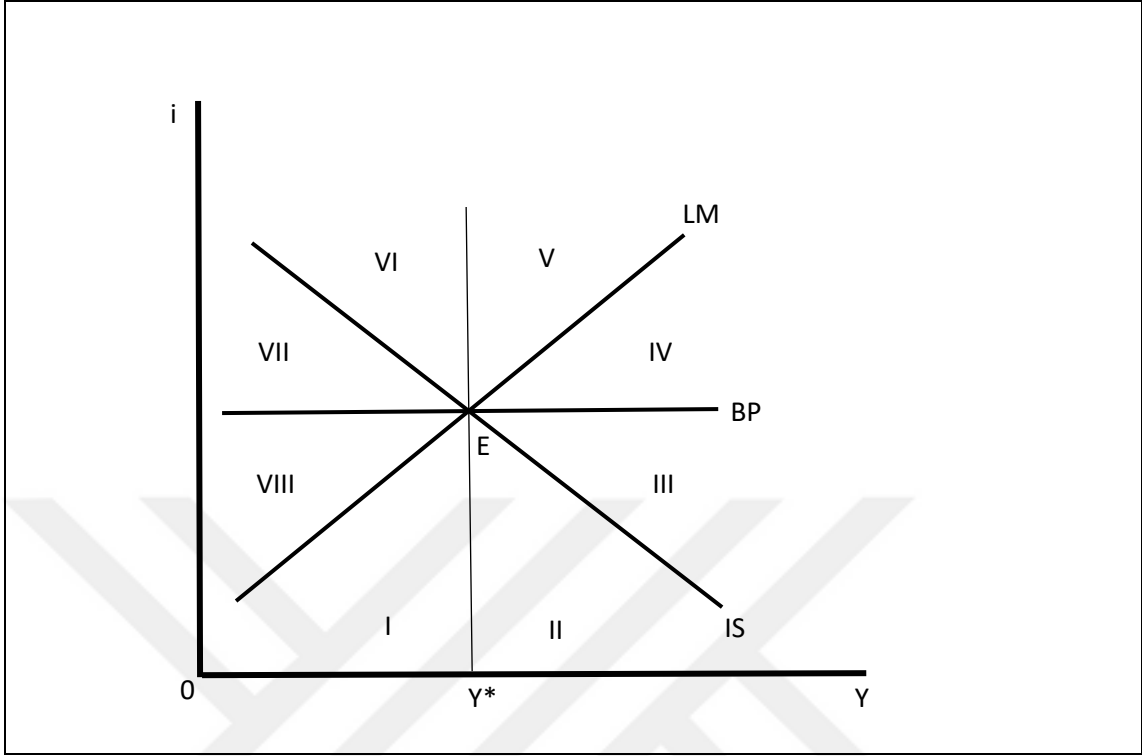


Kaynak: Seyidoğlu, 2013: 863-864

Şekil 1.5.'de, yerli menkul kıymetlerle yabancı menkul kıymetler arasındaki ikamesi sıfır olmadığı gibi, bu iki menkul kıymet arasındaki ikame tam da değildir. Başka bir ifade ile ulusal faiz oranının yükseltilmesi ile, ülkeye az da olsa yabancı sermaye girişi sağlanır ve bu da sermaye bilançosunu pozitif olarak etkiler. Bu durumun tam tersi olarak faizlerin düşürülmesi de az da olsa sermayenin ülkeden kaçmasına neden olacağından ve bunun yanında sermaye bilançosunun bozulmasına yol açabilir.

İç dengeyi sağlamak için mal ve para piyasasının dengede olması gerekmektedir. Ancak açık ekonomilerde yani sermaye hareketliliğinin varlığında ise işin içine dış dengede dâhil olmaktadır. Sermaye hareketliliğinin olduğu açık ekonomilerde iç ve dış dengesizliği Şekil 1.6'da açıklanmaktadır.

Şekil 1.6. Sermaye Hareketlerinin Olduğu Açık Ekonomilerde Dengesizlikler



Kaynak: Yıldırım vd. 2013: 245

İç dengenin sağlanması mal ve para piyasalarının eşanlı dengede olması koşuluna bağlıdır. Bu nedenle mal ve para piyasasındaki dengesizlikler de ödemeler bilançosu yanında ayrı ayrı ele alınmıştır. Görüldüğü üzere E noktasında iç ve dış denge sağlanmış durumdadır. Bunun yanı sıra şekilde de anlaşılacağı üzere sekiz ayrı dengesizlik bölgesi mevcuttur. Sekiz dengesizlik noktasından sadece I, II, V, VI numaralı bölgelerde dengesizlikleri gidermeye yönelik politikalar uygulamak olanaklı iken diğer bölgelerde dengesizlikleri gidermek için uygulanacak politikalar dengeden daha da uzaklaştırabilir.

Mundell-Fleming modelinin anlatılanların yanı sıra bazı eksiklikleri de mevcuttur. Bu eksiklikler şu şekilde sıralanabilir;

- Ödemeler dengesinin sermaye hesabındaki, akım ve stok değişkenlerin yeterince ele alınmaması
- Refah etkilerinin yeterince model içinde bulunmayışı
- Ücret ve fiyatların sabit kabul edilmesi karşısında, sadece talep yanlı bir makroekonomi yaklaşımının benimsenmesi
- Beklentilerin oluşumunu, gelişme göstermeyen bir şekilde incelemesi

- Sermaye akımlarının, sermaye stoklarındaki değişimlerden çok faiz oranlarındaki değişimlere bağlı olarak hareket ettiği gibi modelin bazı zayıflıklarından bahsetmek mümkündür (Tanören, 2009: 20-21).

1.6.2. Faiz Haddi Paritesi Teoremi

Faiz Haddi Paritesi Teorisi uluslararası kısa vadeli para piyasaları ya da uluslararası mali piyasalar arasındaki arbitraj faaliyetlerini sonucunda ortaya çıkmıştır. Kısa vadeli bir mali aracın risk seviyelerinin eşit, faiz oranlarının ise farklı olması sonucunda ülkeler arasında faiz arbitrajı yapma olasılığı oluşmaktadır. Bu nedenle Faiz Haddi Paritesi Teorisi özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin en belirgin özelliği olan arbitraj kazancını ve etkileşimlerini ele almasından dolayı da önemini artırmaktadır (Tanören, 2009: 24).

Faiz Haddi Paritesi Teorisi koşulu için ağırlanması gereken iki koşul vardır. Bunlardan ilki sermaye hareketlerinin tamamen serbest olması, ikincisi ise yerli ve yabancı mevduatlarının getirilerinin birbirlerinin tam ikamesi olması gerekmektedir (Yalta, 2011: 193; Atılın, 2011: 19).

Bu teorem para piyasalarındaki vadeli döviz kuru ile faiz farklılıkları arasında bağlantı kurmaktadır (Tanören, 2009: 25). Bu bağlantı formül üzerinde gösterilecek olunursa;

$$(F - S) + S = r_d - r_f \quad (1.3)$$

F: Vadeli Döviz Kuru

S: Cari Döviz Kuru

r_d : Yurtiçi Faiz Oranı

r_f : Yurtdışı Faiz Oranı

Ayrıca bu teori, faiz oranları farkı, spot (cari) ve forward (vadeli) döviz kuru ve spekülörlerin beklentileri arasında bir köprü kurarak döviz kurundaki davranışlarını açıklama çabası içermektedir (Şahin, 2014: 41).

Faiz Haddi Paritesi teorisine göre, faiz oranı düşük olan ülkenin parası faiz oranı yüksek olan ülkenin parası karşısında, vadeli piyasada bu farkın tutarı kadar primlenir. Diğer taraftan faiz oranı yüksek olan ülkenin parası ise aynı tutar kadar iskonto ortaya çıkartır. Ayrıca, bu parite, ülkeler arası reel faiz oranlarının eşitlenmesi için, uzun vadede, reel ve finansal piyasalarda arbitrajın yeterli olduğunu belirtmektedir (Uçan, 2014: 44).

Daha öncede belirtildiği gibi bu teori yurtiçi ve yurtdışı mevduatların birbirlerinin tam ikamesi olduğu varsayımına dayanır ve farklı finansal varlıkların getiri oranlarının eşitleyen bir teori olarak bilinir. Bu teori iki farklı şekilde yorumlanır. Bunlar güvenceli ve güvencesiz faiz haddi paritesidir.

1.6.2.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi

Faiz Haddi Paritesi'nin odak noktası aynı riske sahip iki ayrı finansal varlığın aynı getiriye sahip olduğu varsayımdır. Ancak bu iki farklı finansal varlığın getirileri birbirlerinden farklı olursa spekülâtorler bu iki varlığın getirisi eşit oluncaya denk arbitraj işlemi yaparlar. Bu şekilde faiz arbitrajı yapan yerli ve yabancı yatırımcıların kur riskine karşı kendilerini korumaları güvenceli faiz haddi paritesinin odak noktasını ifade eder (Kılıçarslan, 2016: 10). Güvenceli Faiz Haddi Paritesinde kısıtlamaların ve maliyetlerin yok sayılması sebebi ile öne çıkan en önemli kavram arbitraj işlemleri sayılmaktadır (Güney ve Tunalı, 2017: 36).

Güvenceli Faiz Haddi Paritesine göre ülke parasının mevduat getiri oranının yabancı mevduat getiri oranına eşit olduğu belirtilmektedir. Başka bir ifade ile ülkedeki faiz oranı yabancı faiz oranı ileri tarihli (forward) kurun toplamına eşit olmalıdır. Sermaye hareketleri ortak para türünden karşılaştırılabilir varlıklar için faiz oranlarını eşitlemeye yardımcı olur. Bu teoriden sapmalara yol açan tek etken politik risk primi gösterilebilir. Bunun dışında güvenceli faiz haddi paritesinin denenebilmesi için incelenen ülkede ileri tarihli kur piyasaları mevcut olmalıdır (Uçan, 2014: 45).

Güvenceli faiz haddi paritesi mikro ekonomik anlamla, güvenceli faiz arbitrajının doğrudan bir sonucu olması ile önemli bir konumdadır. Bu durumun geçerli olmadığı durumlar ise;

- Tüccarlar kendileri için karlı olacak fırsatları değerlendirmemesi nedeni ile piyasaların etkin olmaması

- Sermayenin kontrol edilmesi gibi resmi kısıtlamaların ve düzenlemelerin varlığı
- Ülkeler arasındaki politik risk farklılıklarının veya bireysel borçlanma kısıtları gibi maliyetlerin hesaba katılmaması gibi durumlar sayılabilir (Uçan, 2014: 45).

Güvenceli faiz haddi paritesi makro seviyede ele alındığında ise teoremin önemi cari ve vadeli kurlar ile faiz oranları arasındaki güçlü ilişki ile ifade edilmektedir. Bu ilişki açık ekonomi makroekonomik modellerde sık sık gündeme alınmaktadır. Bu konu hakkında yapılan ampirik araştırmalar iki tip güvenceli faiz haddi paritesi testi üzerinde durulmaktadır. Bunlardan ilki, tüm bilinen piyasa fırsatlarının arbitraj anlamında kullanıldığı, piyasaların etkin olduğu anlardır. Bu testler en etkin arbitrajı kullanarak gerçek forward priminin güvenceli faiz oranı paritesinden, işlem maliyetleri değerinden daha fazla sapıp saptadığının kontrolünü sağlamaktadır. Testlerden ikincisi ise güvenceli faiz haddi paritesinin ortalamada sağlanıp sağlanmadığının kontrolünü test etmektedir (Thornton, 1989:55).

Güvenceli faiz haddi paritesi aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Tanören, 2009: 26-27);

$$(1+i_d) = F_t + S_t (1+i_f) \quad (3.4)$$

F_t : t dönemindeki vadeli kur

S_t : t dönemindeki cari kur

i_d : yurtiçi faiz oranı

i_f : yurtdışı faiz oranı

Ele alınan bu eşitliğin sağlanması durumunda ki ülke arasında varlıkların birinden diğerine gitmesi gibi bir durum gündeme gelmeyecektir. Yukarıdaki eşitliğin logaritmik değerleri alındığında eşitlik aşağıdaki şekilde düzenlenebilir;

$$i_d - i_f = f - s \quad (1.5)$$

$$f = \ln F_t$$

$$s = \ln S_t$$

$$i_d : \ln(1 + i_d)$$

$$i_f : \ln(1 + i_f) \text{ şeklinde olmaktadır.}$$

Bu formülden, faiz haddi paritesi teoreminin faiz oranlarındaki farklılığın vadeli prim / ıskontoya eşit olacağı bir sonuç ortaya çıkabilmektedir. Yani $i_d > i_f$ olması halinde $f < s$ olacağı sonucuna varılabilmektedir. Bu şekilde ortaya çıkan faiz farklılığı, arbitraj fonlarının önce yurtiçi piyasalara gitmesine sonrada, vadeli yabancı para kurunun primli olmasına ve oluşan faiz farkının ortadan kalkmasına yol açacağı düşünülmektedir. Anlatılan denge durumunda, faiz oranları arasındaki farkın spot forward kurlar arasındaki farka eşitlendiği denge durumu, bir takım sapmalar nedeni ile geçerliliğini bazı durumlarda kaybedebilmektedir. Bu teoriden sapmaların nedenleri ise;

- İşlem maliyeti varlığı
- Risk primi varlığı
- Sermaye hareketleri üzereine getirilen sınırlandırmalar
- Ülkeler arasında vergi sistemlerinin farklılık göstermesi
- Faiz haddi paritesi teorisini ölçmek için kullanılan verilerin farklılıklar göstermesi şeklinde gösterilebilir (Tanören, 2009: 27).

1.6.2.2. Güvencesiz Faiz Haddi Paritesi

Güvencesiz faiz haddi paritesi, spot döviz kurlarındaki beklenen değişim ile iki ülkenin nominal faiz haddi farkları arasında bir ilişki olduğu varsayılır. Bu varsayıma göre, yurtiçi faiz oranları yurtdışı faiz oranlarından yerli paranın düşünülen değer kaybı (değer kazancı) kadar daha yüksek (düşük) olması gerekmektedir (Kılıçarslan, 2016: 11; Uçan, 2014: 47).

Bu teoriye göre, sermaye hareketliliğinin kusursuz olması durumunda yatırımcılar açısından aynı getiriye sahip olmaları nedeni ile yerli menkul kıymetler ile yabancı menkul kıymetler arasında hiçbir fark yoktur. Güvencesiz faiz haddi paritesinin temel varsayımı, iki ülke arasındaki faiz farkı döviz kurunda beklenen değer değişimine eşit olmasıdır. Yüksek faiz oranına sahip bir ülkenin parasının faiz farkı kadar değer kaybına uğraması, faiz oranının düşük olduğu bir ülkenin parasının

da faiz farkı kadar değeri lenmesi bu teo rinin bir sonu cu o la rak o rta ya ı k m a k ta d ır. G ü v e n c e s i z fa iz h a d d i p a r i t e s i n i n t e m e l a r g ü m a n ı n ı k ı s a b i r c ü m l e i l e ö z e t l e m e k g e r e k i r s e ; y a t ı r ı m c ı l a r ı n r a s y o n e l b e k l e n t i l e r e v e r i s k s e v m e z l i ğ e s a h i p o l d u ğ u v a r s a y ı m ı i  i n d e , g e l e c e k d ö v i z k u r l a r ı ü l k e l e r a r a s ı n d a k i c a r i fa iz f a r k ı t a r a f ı n d a n s a p m a s ı z o l a r a k b e l i r l e n d i ğ i Ő e k l i n d e ö z e t l e n e b i l i r (G ü n e y v e T u n a l ı , 2 0 1 7 : 3 8) .

G ü v e n c e s i z fa iz h a d d i p a r i t e s i b i r b a k ı m a g ü v e n c e l i fa iz h a d d i p a r i t e s i n i n b a Ő l a n ğ ı y n o k t a s ı n ı t e m e l a l m a k t a d ır . B u t e o r i d e , f a r k l ı ü l k e l e r d e a l ı m s a t ı m a k o n u o l a n f i n a n s a l v a r l ı k l a r ı n a y n ı r i s k s e v i y e s i n e v e v a d e y a p ı s ı n a s a h i p o l d u ğ u , i Ő l e m v e b i l g i m a l i y e t l e r i n i n o l m a d ı ğ ı v e s e r m a y e h a r e k e t l e r i n i n ö n ü n d e h i  b i r k ı s ı t l a m a n ı n o l m a d ı ğ ı v a r s a y ı l ı r (G ü n e y v e T u n a l ı , 2 0 1 7 : 3 8) .

G ü v e n c e s i z fa iz h a d d i p a r i t e s i f o r m ü l e e d i l e c e k o l u n u r s a (T a n ö r e n , 2 0 0 9 : 2 7 - 2 8) ;

$$1 + i_d = [(1 + i_f) \times E_t (S_t + 1)] + S_t \quad (1.6)$$

Denklem yeniden düzenlenecek olursa;

$$(1 + i_d) + (1 + i_f) = [E_t (S_t + 1)] + S_t \quad (1.7)$$

S_t : t dönemdeki cari kur

E_t : t dönemdeki beklenen döviz kuru

i_d : yurtiçi faiz oranı

i_f : yurtdışı faiz oranı

Formül yorumlanacak olur ise; yapılacak yatırımda herhangi bir risk unsurunun mevcut olmadığı durum karşısında yurtiçi faiz oranlarının, yurtdışı faiz oranlarından yüksek olması durumunda arbitrajcılar döviz kurunun faiz farkından daha fazla değeri yitirmesi beklenmemesine karşılık olarak, fonların yurtdışını tercih etmeyeceğini belirtmektedir.

G ü v e n c e s i z fa iz h a d d i p a r i t e s i t e o r i s i y a l n ı z c a i  v e d ı Ő y a t ı r ı m l a r ı n e Ő i t r i s k e s a h i p o l d u ğ u d u r u m l a r d a g e  e r l i l i ğ i n i k o r u m a k t a d ır . Y a t ı r ı m c ı n ı n y u r t i  i y a t ı r ı m d a n b e k l e d i ğ i g e t i r i k e s i n i k e n y u r t d ı Ő ı y a t ı r ı m l a r d a n e l d e e d e c e ğ i g e t i r i g e l e c e k t e k i s p o t k u r u n u n b e l i r s i z l i ğ i n d e n d o l a y ı b e l l i d e ğ i l d i r . B u n d a n d o l a y ı d ı Ő v a r l ı k g e t i r i s i t a h m i n

edilemeyen (beklenmeyen) döviz kuru gelişmeleri tarafından etkilendiğinden dış varlık yatırımları iç varlık yatırımlarından daha riskli bir konumdadır. Daha önce yapılan çalışmalarda güvenceli faiz haddi paritesi ampirik olarak desteklenirken, güvencesiz faiz haddi paritesi teorisi piyasaların etkin olmaması, hükümet müdahaleleri ve risk priminin varlığı gibi nedenlerden dolayı desteklenmemektedir (Kılıçarslan, 2016: 12).

1.6.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Portföy dengesi yaklaşımı ile ilgili çalışmaların temeli, Markowitz (1959) ve Tobin (1965)'in para talebi ve portföy kuramı üzerindeki çalışmalar ile atılmıştır (Bildirici, 2008: 6 ; Kılıçarslan, 2016: 20). Portföy dengesi yaklaşımı döviz kurlarındaki oynaklıkları yerli ve yabancı menkul kıymetlerin arz ve talebindeki değişmelerle açıklanmasına yardımcı olan bir modeldir. Bu modele göre, döviz piyasasında oluşan para talebi finansal varlıkların talebinden oluştuğu savunulmaktadır (Kılıçarslan, 2016: 20).

Portföy dengesi yaklaşımında, bireyler döviz kuru riskini en aza indirmek amacı ile çeşitli paralar tarafından portföylerini oluşturmayı tercih sebebi iken, uluslararası yatırımcılar ise risk ve getiri faktörlerine bağlı olarak para dışı varlıklar ile portföylerini oluşturmayı tercih etmektedirler. Buradan yola çıkarak portföy dengesi yaklaşımında, belirli bir zaman aralığında sabit olan servetlerini yerli ve yabancı paralar ile yurtiçi ve yurtdışı menkul kıymetler arasında dağıtarak portföylerini oluşturduklarından bahsedilmektedir. Parasal yaklaşım riske karşı yansızken; portföy teorisinde riskten kaçınan bireylere, varlıkları arasında riski dağıtmak için bir risk primi ilave edilir. Bu noktada önemli olan husus bireylerin yurtiçi ve yurtdışı yatırımları arasında yapacağı dağılımda, yurtdışı yatırımların beklenen getirisinin yurtiçi yatırımların beklenen getirisinden yüksek olması gerektiği unsurudur (Tanören, 2009: 29).

Portföy dengesi yaklaşımında yatırımcılar fonlarını çeşitli yatırım araçları arasında riski ve beklenen getiri faktörlerini göz önünde bulundurarak getirinin yüksek risk oranının düşük olduğu varlıklar arasında seçimlerini yaparak portföylerini çeşitlendirirler. Ancak bilinmektedir ki getirisi yüksek olan varlıkların risk oranları da yüksektir. Burada akıllara Markowitz'in (1952) ünlü kuralına göre ' riskin minimum

olması bakımından bütün yumurtaların aynı sepete konmaması gerekir' kuralı gelmektedir (Kılıçarslan, 2016: 20).

Bu teoriye göre bireyler yapacakları yatırımlarda çeşitlendirmenin önemi ortaya çıkmaktadır. Çeşitlendirme yapılır iken de risk ve beklenen getirinin göz önünde bulundurulması ilk kural olarak göze çarpmaktadır. Portföy de çeşitlendirme yapılırken tek bir ülkenin varlıklarına da yatırım yapılmaması önemli unsurlardan bir tanesidir. Çünkü o ülkede meydana gelebilecek bir ekonomik sorun neticesinde portföyde ki diğer ülkelere yapılan yatırımlar portföyün getirisini dengeleyebilecektir.

Portföy dengesi yaklaşımını diğer modellerinden ayıran özelliği yurtiçi ve yurtdışı varlıklar arasında tam olamayan ikame edilebilirlik varsayımını içermesidir.



İKİNCİ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinden bahsedilecek olan bu bölümde daha sonra finansal krizlerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin rolü üzerinde durulacaktır.

2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ev sahibi ülke açısından ekonomik değişkenler üzerinde yaratacağı etkiler önemli yer tutmaktadır. Sıcak para olarak bilinen bu tür sermayenin ülkeye girerken ortaya çıkardığı etki, ülke içerisinde kaldığı sürece yarattığı etki ve son olarak ülkeden çıkarken arkasında bırakacağı etki ev sahibi ülkelerin ekonomik durumunu doğrudan etkileyebilmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ülkeye girdiği anda döviz kurunda bir etki yaratabilmektedir. Daha sonra sıcak paranın yatırıma dönüşmesi büyüme, istihdam gibi ekonomik değişkenleri de etkilemesi beklenmektedir. Bunların dışında enflasyon, faiz oranları gibi ekonomi üzerinde söz sahibi olan değişkenlerde yaratacağı etkilerde görülmeye başlayacaktır.

2.1.1. Enflasyon Üzerindeki Etkisi

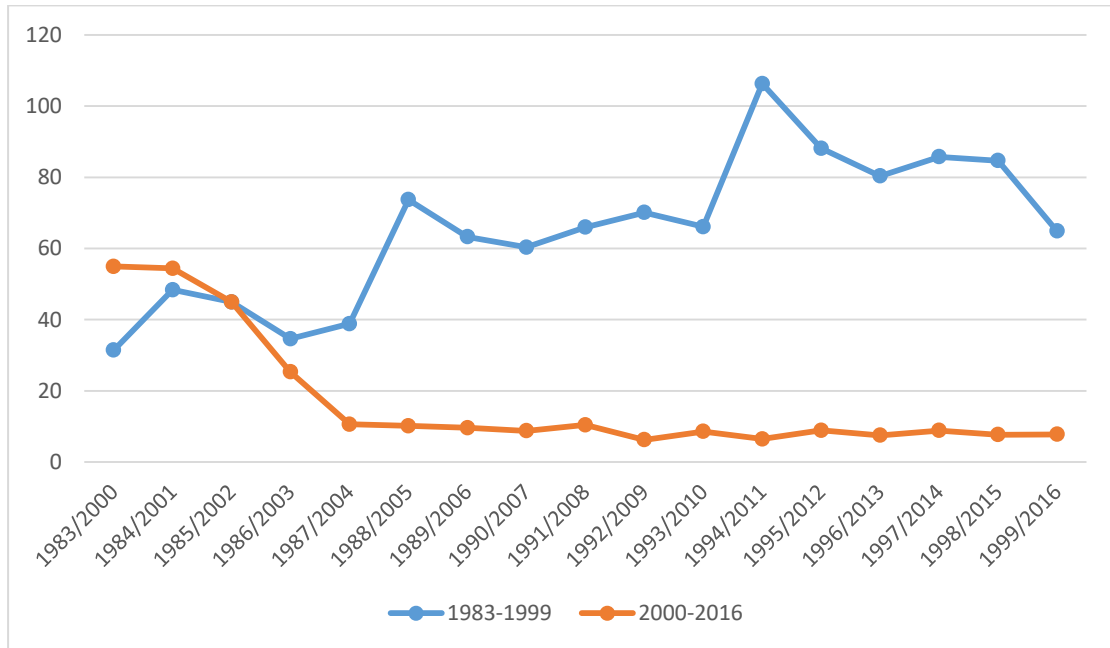
Enflasyon, makroekonomik dengeler ile uygulanan para ve maliye politikalarının ortaya çıkardığı bir sonuç olarak bilinmektedir. Bundan dolayı uluslararası sermaye hareketlerinin enflasyon üzerinde yaratacağı etkileri, yüksek olasılıkla ekonominin genel dengesi ile parasal genişlemeler ve maliye uygulamaları üzerindeki etkileri aracılığı ile oluşmaktadır (Pamuk, 2006: 40).

Faiz oranları enflasyonist baskının oluşmasında oldukça etkilidir. Sermaye akımlarının ülkeye giriş nedenleri eğer uluslararası faiz oranının düşmesi ya da sermayenin verimliliğinin artması gibi nedenlere dayanıyorsa bu durumda döviz rezervlerinde artış oluşur. Ancak merkez bankaları, rezervler karşılığı olan yerli

parayı piyasaya sürer ve bunun sonucu olarak da parasal tabanda genişleme oluşur ve enflasyonist baskı artarak devam eder. Sermaye hareketlerinin bu şekilde ülkeye giriş yapması ülke ekonomisini istikrarsızlığa sürükler. Büyüme sürecini istikrarsız olarak gerçekleştiren ülkelerde enflasyon artışı, ilk olarak tüketicileri daha sonra tüm yatırımcılarda olmak üzere bir güven kaybı yaratmaktadır. Böyle bir durumda ülkeye girmesi beklenen veya ülke içerisindeki yatırımcıların daha güvenli ekonomilere doğru yön değiştirmeleri gözlenebilecektir (Bilgi, 2009: 43).

Sürekli yüksek enflasyon ile yaşamaya çalışan gelişmekte olan ülkelerde enflasyon ile birlikte sık sık devalüasyonlar görülmektedir. Bundan dolayı yerli parasının sürekli devalüe olduğu bir ülkenin para birimi, değer saklama aracı olma özelliğini kaybetmektedir. Böylece enflasyonun sürekli olarak var olduğu ülkelerin yerli paralarının reel faizi enflasyondan dolayı risk primi taşıdığı için döviz olarak yapılan tasarrufların ve kredilerin faizi yüksek olacaktır. Başka bir ifade ile enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde hem yerli hem de yabancı sermaye daha pahalı duruma gelecektir. Özellikle üretim için ihtiyaç duyulan sermayenin yetersiz olduğu GOÜ’de kısa vadeli sermaye hareketleri yöneldikleri ülkelerin fiyat istikrarını bozmakta ve bunun sonucunda kendi fiyatı olan faiz oranlarını artırmaktadır (Esen, 2008: 47).

Grafik 2.1. Küreselleşme Sonrası Türkiye’deki Enflasyon Oranları Tüfe



Kaynak: <https://data.worldbank.org> (13.03.2018)

Grafik 2.1’de küreselleşmenin ilk yıllarından itibaren Türkiye’nin TÜFE bazlı enflasyon oranları verilmiştir. Küreselleşmenin ilk yıllarında ve sermaye hareketlerinin önündeki kısıtlamaların yavaş yavaş kaldırıldığı dönemlerde Türkiye’de enflasyon oranlarının istikrarı ve yüksek seviyelerde seyrettiği gözlemlenmektedir. 2000’li yıllardan sonra siyasi istikrar sağlandığı için ekonomi istikrar yoluna girmiş ve enflasyon oranlarında düşmeye başlamıştır. Enflasyon oranlarındaki düşüşün arkasında siyasi istikrarın olmasının yanı sıra uygulanan para ve maliye politikalarında ekonomiye uygun olduğu düşünülebilmektedir.

Sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkisi hükümetin uygulayacağı politikalara göre farklılık ortaya çıkarabilmektedir. Enflasyonun kontrol altına alınması veya enflasyon oranının düşürülmesi, büyük ölçüde sermaye girişlerinin para arzındaki artışa ve döviz kurlarına olan etkisinin sınırlandırılması ile olanak bulmaktadır (Kara, 2012: 26). Sermaye girişlerinin parasal genişlemeye etkisinin sınırlandırılmasında en çok kullanılan politika sterilizasyon politikasıdır. Merkez Bankası, açık piyasa işlemleri uygulaması ile menkul kıymet satar ve piyasadan parayı çekerek genişlemenin önüne geçer. Sterilizasyon politikalarının ikinci kısmında ise, finansal piyasalarda, kaydi para yaratan bankacılık sektörünün denetim altına alınması bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, bu tür politikaların uygulanması durumunda sermaye girişlerindeki artışın, para arzında kayda değer büyümeler ortaya çıkarmadığı, para arzındaki büyümenin ve paranın devir hızındaki değişimin genellikle sabit kaldığı gözlemlenmiştir. Ancak sterilizasyon politikalarından veya sıkı para politikalarından uzaklaşılması, sermaye girişleri parasal genişlemeye sebep olmakta, bu likitide genişlemesi finansal aktiflerin fiyatlarının yükselmesine neden olarak enflasyonist baskıların artmasına sebebiyet verecektir (Gürbüz, 2006: 61).

2.1.2. Büyüme Üzerindeki Etkisi

Yabancı sermaye girişleri üretim ve gelir artışını sağlayacağından ulusal tasarruflar ile elde edilecek ekonomik büyümenin ötesinde daha hızlı bir büyüme oranına ulaşılmasına olanak sağlamaktadır. Sermaye girişleri özellikle tüketim üzerinde etkili olarak büyümeyi hızlandırmakta ve sermaye girişlerine endeksli büyüme dönemleri gözlemlenmektedir. Ancak, sermaye çıkışının yaşandığı

dönemlerde bu kırılgan yapının sürdürülememesi ekonomide daralmalara sebep olmaktadır. GOÜ'e yönelik gerçekleşen sermaye hareketleri ile büyüme arasında kuvvetli bir bağ mevcuttur (Karaaba, 2006: 87).

Sermaye hareketleri neticesinde milli gelirden bir artış gözlemlenebilmesi için sermaye girişi ile yatırım ve tüketim harcamalarındaki artışın, ihracattaki düşüşün üstünde olması gerekmektedir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin geri dönüş kabiliyetinin yüksek olması nedeni ile bu durum uzun sürmemesinden dolayı kısa süreli olsa da tüketim ve yatırım üzerinde olumlu etkileri hissedilecektir. Hatta kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkması durumunda oluşan olumlu hava tersine dönebilmekte, alınan krediler zamanında ödenememesine ve iflaslara yol açmaktadır (Bilgi, 2009: 48).

Kısa vadeli sermaye ulusal ülkeye giriş yaptığı andan itibaren giriş yaptığı ülkenin finans piyasalarını spekülasyon saldırılara açık hale getirmesinin doğurduğu belirsizlik ve risk ortamı nedeni ile merkez bankalarını daha fazla rezerv tutmaya itmektedir. Ancak bu durum olası ekonomik büyümeyi ve istihdamı artıracak fiziki yatırımlara tahsis edilebilir kaynakların gittikçe daralması anlamına gelebilmektedir (Aydın, 2009: 8).

Ulusal ülkeye kısa süreliğine giriş yapan yabancı sermaye hareketleri, ulusal paranın aşırı değerlenmesi nedeni ile ithalatı özendirip, ihracatı karlı bir faaliyet olmaktan çıkardığı için ülkenin cari işlemler açığı artmaktadır. Bu şartlar altında sağlanan iktisadi büyüme, ithalata bağımlı bir büyüme olduğu için, yapay niteliklere sahiptir. Bu durum eğer yabancı finans çevrelerinde cari açığın daha fazla sürdürülemeyeceği kanısı oluşturursa uluslararası kredi kuruluşları (Moody's ve Standard and Pors's) ve yabancı yatırımcılar özellikle de uzun vadeli sermaye yatırımcıları, bu durumdaki ülkeler için düşünceleri olumsuzlaşacağından uzun vadeli yatırım yapmaktan kaçınacaklardır ve bu tür ülkelerin uluslararası düzeyde kredibilitesini düşüreceklerdir (Bilgi, 2009: 49).

GOÜ'e yönelik yapılan sermaye hareketlerinin büyük bir kısmı sermaye çıkışlarının finansmanında kullanılması, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile yatırım finansmanı için sermayeye ihtiyaç duyan bu ülkeler için beklenen faydayı sağlayamayabileceği ve sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkiler oluşturmayacağı anlamına gelmektedir (Yentürk, 2003: 80; Gürbüz, 2006: 56).

Kısa vadeli sermaye yatırımları, belli dönemlerde belirli bir kar maksimizasyonu sağladıktan itibaren ya kendi ülkesine ya da merkezlerine kar

transferi gerçekleşmesi, yatırım yapılan ülkenin dış ticaret açığını çoğaltarak ödemeler bilançosunda olumsuz etkiler yaratır. Aynı zamanda yatırım ve tasarruf artışlarının önüne geçerek ekonomik büyümenin önüne engel olabilmektedir (Bilgi, 2009: 50).

Kısa vadeli sermaye girişleri ile ekonomik büyüme gerçekleştiren ülkeler, reel faiz ile döviz kuru arasındaki dengenin bozulması gibi faktörler ile bu spekülasyon amaçlı sermayeyi ülkeye çeken etkenlerin ortadan kalkması ile birlikte dışa bağımlı ve yapay bir niteliklere sahip bir iktisadi büyüme süreci yaşarlar. Bunun yanı sıra kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkması ile daralma yaşayarak istikrarsız bir büyüme süreci yaşanmaktadır (Esen, 2008: 53).

2.1.3. Faiz Oranı Üzerindeki Etkisi

Finansal serbestleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi kabul edilen bir durumdur. Özellikle GOÜ'e yönelik gerçekleşen sermaye hareketlerinin en çok etkilendiği ve en çok etkilediği değişkenlerden birisi faiz oranıdır. Bir ülkedeki yurtiçi faiz oranları ile uluslararası faiz oranları arasındaki fark, sermaye girişini özendiren en önemli faktörlerin içinde sayılır. Sermaye girişinin gerçekleşeceği ülkede ulusal faiz oranı uluslararası faiz oranından ne kadar yüksekse, söz konusu olan ülkeye de sermaye girişi fazla olacaktır. Faiz oranı pek çok faktörden etkilenen bir değişkendir. Kurumsal çerçevede sermaye hareketlerinin, GOÜ'in fon ihtiyaçlarını karşılayarak, tasarruf arzını arttırdığı, sabit fon talebi altında, tasarruf arzının artmasının faiz oranlarını düşürüleceği savunulmaktadır. Sermaye girişinin, para piyasalarında likiditeyi genişleteceğini savunan neoklasik finansal serbestleşme teorisine göre bu durumun faiz oranlarını düşüreceği ileri sürülmektedir.. Bu süreç ise, GOÜ'de faiz oranları uluslararası faiz oranları seviyesine düşüne kadar sürecektir (Keskin, 2008: 68; Gürbüz, 2006: 57).

Sermaye hareketleri ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi Keynes, Likidite Tercihi Teorisi ile açıklamıştır. Likidite Tercihi Teorisi faizlerdeki gelişmeleri, ekonomideki para arzı ve para talebi arasındaki ilişki ile bağlantı kurmaktadır. Teoriye göre ülkeye yönelik sermaye girişinin artması para arzını arttıracak ve para talebinin sabit olduğu durumunda, para arzında oluşan artış faiz oranının düşmesini sağlayacaktır. Bunun yanı sıra sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarını düşürmeyeceğini aksine yükselteceğini ileri süren görüşlerde bulunmaktadır. Bu

görüşlere göre sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranlarına olan etkisi ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıktığını savunmaktadırlar. GOÜ'e sermaye girişlerinin gerçekleşmesine rağmen faiz oranlarının yükselmesinin veya düşmesinin nedenlerinden bir tanesi, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin yetkili kurumlar tarafından açık piyasa işlemleri ile sterilize edilmesinden kaynaklanmaktadır (Bilgi, 2009: 40-41).

Gelişmekte olan ülkeler, meydana gelen sermaye girişlerinin büyüklüğü karşısında ortaya çıkan parasal tabandaki genişlemeyi azaltmak için, farklı sterilizasyon politikaları uygulamaya koymuşlardır. Faiz oranlarının azalmaması için para arzının aynı kalması gerekmektedir ve bu da parasal tabandaki genişlemenin hepsinin sterilize edilmesi ile gerçekleşmektedir. Parasal tabandaki genişlemenin hepsinin sterilize edilememesi durumunda ise, sermaye girişleri nedeni ile parasal tabanda sınırlı bir artış olacağından faiz oranlarında da sterilizasyon öncesine göre sınırlı bir düşme olacaktır. Eğer büyük miktarda sermaye girişi gerçekleşmiş ve bu sterilize edilmek istenmesi faiz oranlarını daha yüksek seviyelere çekmekten geçmektedir. Bunun neticesi olarak faiz oranları düşmemiş tam tersine yükselmiş olacaktır (Kara, 2012: 28-29).

Sermaye hareketlerinin tam olarak gerçekleştiği varsayımı altında, bir ülke faiz oranlarını uzun süre dünya faiz oranlarından farklı seviyelerde bulduramaz. Çünkü faiz oranları dünya faiz oranlarının altında olması durumunda fon talep edenler bu ülkeden borçlanmak daha karlı olacağından bu ülkeden borçlanmak isteyeceklerdir. Aynı şekilde bu ülkedeki fon sahipleri de diğer ülkelerde faiz oranlarının yüksek olmasından dolayı daha fazla getiri elde edeceklerinden diğer ülkelerden menkul kıymet alacaklardır. Bu durumda ülkeden sermaye çıkışı olacak ve ödemeler dengesi açık vermeye başlayacaktır (Çetin, 2008: 26).

GOÜ'de faiz oranları üzerindeki, sermaye girişlerinin ortaya çıkaracağı etkinin diğer birçok etkenle birleşerek gerçekleşeceği söylenebilir. Teorik olarak, sermaye hareketlerinin ilgili ülkenin tasarruf arzını arttıracığı ve bunda faiz oranlarını düşüreceği beklense de, yabancı sermayenin spekülâtif yatırım alanlarına yönelmesi nedeni ile hükümetlerin yabancı tasarrufların ülkeye girişini sağlamak için faiz oranlarını bir politika aracı olarak kullanması, yabancı tasarrufların yurtiçi tasarruf düzeyine olumlu etkide bulunmaması nedeni ile yurtiçi tasarruf arzının artmaması, yerleşiklerin döviz hesabı tutmaları ve bu şekilde ortaya çıkan yüksek para ikamesi

gibi sebeplerden dolayı sermaye girişlerinin faiz oranlarını arttırdığı gözlemlenmektedir (Gürbüz, 2006: 58-59).

2.1.4. Tasarruf ve Yatırımlar Üzerindeki Etkisi

Sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerin tasarruf-yatırım seviyesi üzerindeki etkileri konusunda bir görüş birliği mevcut değildir. Neoklasik finansal serbestleşme teorisi, yabancı sermaye girişlerinin tasarruf açığını gidereceğini ve finansal serbestleşmenin, hem ulusal hem de uluslararası düzeyde, kıt fonların dağılımını düzenleyeceğini ifade eder. Bu teoriye göre, sermayenin rahat hareket ettiği bir dünyada yatırılabılır fonlar, tasarrufların çok olduğu ülkelere, tasarruf miktarlarının düşük olduğu ülkelere hareket edecektir. Bu da gelişmekte olan ülkelerin tasarruf miktarlarının artmasına yol açacaktır (Gürbüz, 2006: 51). Gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin ülke içi tasarrufları arttıracığını ileri süren Neoklasik görüşün aksine gelişmekte olan ülkelerde özellikle finansal krizlerin öncesinde yabancı sermaye girişinin artması durumunda tasarruflar değil tüketim artış göstermiştir. Bunun nedeni olarak, gelişmekte olan ülkelere ücretli çalışanların büyük bölümünün Keynes teorisinin kabul ettiği şekilde nominal gelirlerine göre harcama yapmaları gösterilmektedir. Bu nedenle ekonomik genişlemenin sermaye girişlerine bağlı olarak yaşandığı dönemlerde, bankalarında katkılarıyla tüketimin artış hızı tasarruf ve yatırım artış hızından yüksektir. Tüm bunların neticesinde talep-arz dengesizliğine bağlı enflasyon baskısında artış olduğu belirlenmektedir (Mangır, 2008: 75-76).

Bir ülkede tasarrufları belirleyen en önemli unsur o ülkenin gelir seviyesi olarak kabul edilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere kişi başına düşen milli gelirin düşük olmasından dolayı gelirlerin büyük kısmı temel ihtiyaç maddelerinin tüketimi için kullanıldığından tasarrufa ayrılan miktar çok düşük seviyelerde kalmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda ortaya çıkan görüş, gelişmekte olan ülkelere tasarruf hacmi az olduğu için yatırım düzeyinin de düşük, yatırım düzeyi düşük olduğu için kişi başına düşen milli gelirden düşüktür. Bunun yanı sıra kişi başına düşen milli gelir düşük olduğu için tasarruf miktarları düşük olduğu görüşü ortaya çıkmakta ve gelişmekte olan ülkelerin böyle bir kısır döngü içinde bulunmaktadır (Kar, Kara ve Kaplan, 2004: 30).

Yabancı sermayenin ülkeye girmesi ile ekonomide arz ve talep üzerinde genişletici etki oluşturur. Ülkeye giriş yapan uluslararası sermaye hareketleri yatırımları ve özellikle ihracata yönelik sektörleri finanse etmek için kullanılırsa, üretim ve ekonomik kalkınma istikrarlı olarak artar. Fakat uluslararası sermayenin vade uzunlukları kısa olduğunda bu tür yatırımların üretimi finanse etmekten çok tüketimi destekleyen bir yatırım oldukları açıkça gözlenir. Tüketimin artması, özellikle yurtiçi piyasaya yönelmesi halinde fiyatları arttırıcı bir baskı oluşturur ve enflasyon oranı yükselir. Bunun yanı sıra döviz kuru nedeniyle ithal malların ucuzlaması, cari işlemler dengesinin açık vermesine sebep olur (Mangır, 2008: 75).

Ulusal ülkeye uzun vadeli yatırım amaçlı gelen yabancı sermaye ülke ekonomisine ve istihdama olumlu etkilerde bulunurken, sıcak para olarak bilinen kısa vadeli ve spekülatif hareketlerden kazanç elde etmek için gelen sermaye hareketleri beklendikleri getirileri sağladığı anda ülkeden hızla çıktıklarından döviz dengelerinde bozulmalar oluşturur. Kısa vadeli sermayenin ülke içine girmesi ile yerli paranın değer kazanması ile birlikte likidite artmakta ve bununla beraber tüketim ve yatırım harcamalarında bir artışa yol açmaktadır. Ancak milli gelir üzerinde oluşan kısa süreli yapay bir büyüme ile kazanılan tasarruflar üretim ve istihdam oluşturan yatırımlara aktarılmayıp hisse senedi piyasalarına ve hazine bonoları gibi parasal varlıklara aktarılmaktadır. Ülke sınırları içerisine giren bu sermaye, çıkmak istediği zaman ise kısa vadeli dış borcu olan ve ithalata bağlı üretim yapan özel sektörün sıcak paranın ülkeyi terk etmesinden dolayı yükselen döviz kuru sebebiyle piyasada iflasların yaşanması üretimi daralttığından işsizliğe de yol açmaktadır (Esen, 2008: 45).

Ülkelerin sermaye hareketlerini talep etmelerinin temel amacı, büyümeyi ve kalkınmayı sağlayacak gelir kaynağı oluşturmaktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkedeki ekonomik büyümeyi anlayabilmek için gerçekleşen büyümenin tüketime mi yoksa üretime mi dayalı bir büyüme olduğunu anlamak gerekir. Eğer tüketime dayalı bir büyüme ise ithalat artacağından dolayı aynı zamanda dövize olan talepte artacağından ülkenin ulusal parası değer kaybedecektir. Yatırıma dayalı bir büyüme ise ülkede üretim artıp maliyetler düşeceğinden ve bu da aynı zamanda ihracatı arttıracığından dolayı ulusal para değerlenecektir (Bilgi, 2009: 42).

Gelişmekte olan ülkeler yatırım ve tasarruf yetersizliklerini ülkelerine kısa vadeli sermaye çekerek gidermeye çalışmışlardır. Fakat bu ülkelerin iç dengelerindeki hassasiyet nedeni ile dış konjoktürde ortaya çıkan ani değişimlerden bu ülkeler kolayca etkilenmişlerdir. Bunun yanı sıra aşırı miktarda gerçekleşen kısa vadeli

sermaye girişi, iç talepte artış oluşturmaktadır. Gerçekleşen bu sermaye akımları uygun şekilde yönlendirilip gelir arttırıcı yatırımlara dnştrlemeyince, ithal mal tüketimi daha cazip konuma gelmektedir. Tüketimin yurtiçi ürünlerle değil de ithal mallara yönelerek artması, i tasarrufların yurtdişına çıkması demektir (Kara, 2012: 21-22).

Kendi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için faiz oranlarını yükseltme yolu ile yabancı yatırımcıların tasarruflarını kendi ülkelerine çekmeye çalışırlar. Ancak uygulanan bu faiz yükseltme politikası sonucunda ekonomik büyüme için gerekli yatırımlar azalmakta tüketim artmaktadır. Çünkü ekonomik bireyler kazancı fazla olan finansal yatırımlara yönelerek, mal ve hizmet alımından uzaklaşırlar. Aynı zamanda faiz oranları yatırımların maliyeti olarak kabul edilir. Bu nedendir ki faiz oranlarında meydana gelen bir artış yatırımların azalmasına sebep olur, ekonomiyi soğutur ve büyümeyi yavaşlatır (Esen, 2008: 45-46)

2.1.5. Döviz Kuru zerindeki Etkileri

Döviz kuru üzerindeki sermaye hareketlerinin etkisi döviz piyasalarının niteliğine göre değişiklik gösterebilmektedir. Yabancı sermaye girişinin olduğu ülkede uygulanan döviz kuru politikası serbest dalgalı döviz kuru olması halinde, sermaye akımları, döviz kurunun düşmesine ve ulusal paranın değer kazanmasına neden olurken, sabit kur politikasının uygulandığı durumda ise, sermaye girişleri doğrudan uluslararası rezervleri arttırır. Serbest dalgalı döviz kuru politikasının uygulandığı GO'de, özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin bolluğu nedeni ile kısa vadeli bir döviz birikimi sağlanmakta ve bu durum neticesinde yerli para yabancı paralar karşısında aşırı değer kazanmaktadır (Gürbüz, 2006: 59).

Sermaye akımlarını sürekli olarak çekmeye çalışan gelişmekte olan ülkeler hükümet eliyle döviz kuruna müdahalede bulunurlar. Bu durumda düşük döviz kuru ve yüksek reel faiz oranları ile sermaye girişlerinin devamlılığı sağlanmaya çalışılır. Uygulanan düşük kur, yüksek reel faiz politikası ile parasal genişlemeye aynı anda engel olunamadığı için enflasyona göz yumulmak zorunda kalınır. Sonuç olarak ulusal para nominal değer kaybetme ama bu değer kaybı enflasyonun gerisinde

kaldığından dolayı yabancı para karşısında reel olarak değerlendirilmektedir (Özgen, 1998: 21).

GOÜ'de ki merkez bankaları, uyguladıkları döviz kuru politikasına bağlı olarak kısa vadeli yükümlülükleri ve spekülasyon için rezerv bulundurmaya mecburiyetindedirler. Çünkü kısa vadeli sermaye hareketleri, spekülasyon amaç taşıdıklarından ve ani hareket edebilmelerinden dolayı ülkeyi her an terk edebilirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları da bu riskleri göz önünde bulundurarak döviz piyasasında güven ortamı oluşturmak için belli bir miktarda rezerv bulundururlar (Kara, 2012: 27; Mahlebiciler, 2006: 11).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerde sıcak paranın ülkeye girişiyle ve özellikle çıkmasıyla birlikte ülkedeki döviz miktarına bağlı olarak döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar görülmektedir. Ulusal ülkeye kısa vadeli sermaye girişi ile birlikte ülkenin döviz piyasasında döviz bolluğu yaşanacağından yabancı para ulusal para karşısında değer kaybedecektir. Bu nedenle sıcak paranın ülkeye girmesi ile ulusal ülkede döviz arzı fazlası meydana gelecektir. Oluşan bu arz fazlası yabancı paraların başka bir ifade ile döviz kurunun değerini hızlı bir şekilde piyasa denge kurunun altına düşürecektir. Burada piyasa denge kuru ile anlatılmak istenen, serbest piyasa koşullarının geçerli olduğu durumda ilgili ülkedeki hem arz hem de talep cephesindeki kişilerin karşılıklı olarak anlaşmaya vardıkları ve ona göre işlem yaptıkları fiyatlardır. Ulusal ülkeler eğer istikrarlı bir ekonomik büyüme amaçlamışlarsa, döviz kurunun piyasa denge kuru etrafında oluşmasını sağlamalıdır. Çünkü piyasa denge kuru, cari işlemleri dengede tutan kurdur. Sermaye girişinin olduğu ulusal ülkelerde nominal döviz kurunun enflasyon oranına paralel şekilde artmasını şeklinde politikalar uygulanması ile oluşabilecek büyük negatif şokların etkisi sınırlanmasında başarı getirecektir. Tüm bunların yanı sıra kısa vadeli sermayenin ulusal ülkeden ani çıkışı yapması ile ulusal ülkenin döviz piyasasında bir döviz darlığı yaşanacağından yabancı paranın değeri artacaktır. Bu nedenle sıcak paranın ülkeden ani çıkışı dövize olan talebi artıracaktır. Dövize olan talep artacağından döviz kurunun değeri hızlı bir şekilde piyasa denge kurunu aşacaktır (Bilgi, 2009: 38).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile ulusal ülkelerin döviz piyasalarında ortaya çıkan ani dalgalanmalar neticesinde istikrarlı bir büyüme için gerekli olan yerli ve yabancı yatırımlar sektöre uğramaktadır. Ayrıca aşırı yüksek veya aşırı düşük kurlar nedeni ile ekonominin ihtiyacı olan hammadde ve teçhizat yurt dışından

alınmamakta ve üretim yapılırsa dahi bu ürün ve hizmetler yurt dışına satılamamaktadır. Bunun yanı sıra ulusal ülkelerde yaşanan döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalardan dolayı bu ülkelere yatırım yapmak isteyen uluslararası yatırımcılar kur riski ile karşı karşıya gelmektedirler. Böyle bir durumla karşı karşıya kalan yatırımcılar ise istihdam artırıcı ve ekonomik büyümeye katkı sağlayacak yatırım faaliyetleri yerine kısa vadeli kazanç elde edecekleri yatırımlara yönelmektedirler (Esen, 2008: 42).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin sonucunda döviz kurlarında beklenmeyen değişikliklerin bir etkisi de, ithalat ve ihracat gibi yurt dışı faaliyetlerde bulunan işletmelerin, gelecekteki döviz pozisyonlarını belirlemesini, dış alemle yaptıkları işlemlerin hacmini ve cinsini etkilemesidir. Çünkü yurt dışı ile ticaret yapan işletmeler, dış alemle yaptıkları işlemlerini, borçlarını ve alacaklarını uluslararası piyasalarda kabul gören Dolar, Euro ve Yen gibi dövizlerle işlem gerçekleştirmektedirler. Yurtdışı ile yapılan ticari işlemlerde işletmeler, nakit olarak ticareti gerçekleştirmiş iseler döviz kurlarında meydana gelen ani dalgalanmalara bağlı olarak döviz cinsinden yapılan işlemin değerinde kazançlar ya da kayıplar ortaya çıkabilir (Bilgi, 2009: 39).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin krizleri yaratan ya da ekonomik dalgalanmalara neden olan etkilerinin dışında mevcut olan krizleri ve dalgalanmaları da derinleştiren etkileri de görülmektedir. Kriz dönemlerinde sıcak para girişi ulusal ülkelerin para otoritelerini politika yapma yönünden zor duruma düşürmektedir. Kriz dönemlerinde özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcılar, menkul kıymetlerini gibi değerli varlıklarını büyük oranda satarak elde ettikleri getirileri ya kendi ülkelerine ya da uygun başka ulusal ülkeye taşıyacaktır. Bu durumda ulusal ülkelerin merkez bankalarının döviz rezervleri azalacaktır (Esen, 2008: 44).

2.1.6. İstihdam Üzerindeki Etkisi

Az gelişmiş ve GOÜ içlerinde büyük bir işsizlik kitlesini barındırmaktadır ve bu ülkeler işsizliği önleyecek kadar yeterli düzeyde yatırım yapmaya ve kaynak potansiyeline sahip olmadıkları için yabancı sermaye yatırımları bu ülkeler açısından büyük önem arz etmektedir. Yabancı sermaye hareketlerinin istihdama etkisi, yapılan yatırımların nasıl ve hangi alana yapıldığına bağlı olmakla birlikte, yabancı

sermayenin istihdam üzerinde dolaylı ve dolaysız olarak önemli etkileri vardır. İstihdama etkisi yurtiçi yatırımların uyardığı şekilde ortaya çıkan sermaye hareketleri, kısa vadeli spekülâtif fonlar şeklinde ülkeye girerse, istihdama herhangi bir katkıda bulunmayacağı gibi, ülkeyi hızla terk etmesi durumunda ulusal ekonomide yaşanan olumsuzlukları derinleştirerek daha büyük bir işsizlik kitlesini ortaya çıkarma potansiyelini içerisinde barındırmaktadır (Pamuk, 2006: 39; Eser, 2012: 20).

Yatırımı gerçekleştiren yabancı şirketler firmaların üst düzey yöneticileri dışındaki nispeten vasıfsız iş gücünü yatırımı alan ülkenin karşılaması, istihdama doğrudan bir fayda sağlamaktadır. Seçilen teknolojinin niteliği, yatırımın yapıldığı yer, ülkenin ekonomik koşulları ve yatırımın yapıldığı endüstrideki rekabet avantajları da yabancı yatırımcıların istihdama doğrudan yapacağı katkıyı etkilemektedir (Bilgi, 2009: 45).

2.2. Finansal Krizlerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Rolü

Küreselleşme ile birlikte yatırım ile finansal sermayenin de serbest dolaşması ülkeler arasında oluşan ekonomik etkileşimi artırmıştır. 1997 Güney Doğu Asya Krizi ve 2000 Rusya krizi gibi krizlerde olduğu gibi, bir ülkede meydana gelen ekonomik krizin kısa süre içerisinde diğer ülkelerde yansiyarak, o ülkelerinde kriz tehdidi ile karşı karşıya kalmalarına neden olabilmektedir. Bu nedendir ki günümüzde ülkeler artık daha kolay ve daha kısa aralıklarla kriz tehdidi ile karşı karşıya kalabilmektedirler (Dursun ve Birdal, 2011: 64). Günümüzde yaşanan finansal krizler adeta, yaşanan mali küreselleşmenin ve tüm dünyaya egemen olan spekülâtif sermaye hareketlerinin doğal bir sonucu olarak görülmeye başlanmıştır. Finansal krizlerin bulaşıcılığının arkasında da bu tür spekülâtif fonlar bulunmaktadır. Yatırımların farklı ülke ve bölgelere dağıtılması, birbiriyle hiçbir coğrafi bağı olmayan ülkelerin dahi art arda kriz yaşamalarına sebep olmaktadır (Gedikli, 2010: 176).

Finansal sermayenin önündeki engellerin kalkması ile uluslararası çaptaki hareketliliği son dönemde yaşanan krizlerin arkasındaki en önemli kriterlerden biri haline geldiğinden dolayı sermaye hareketlerinde ortaya çıkan değişimleri gözlemlemek krizlerin çözülmesinde oldukça belirleyicidir. 1990'lı yıllardan itibaren uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizlerde gözlemlenen finansal

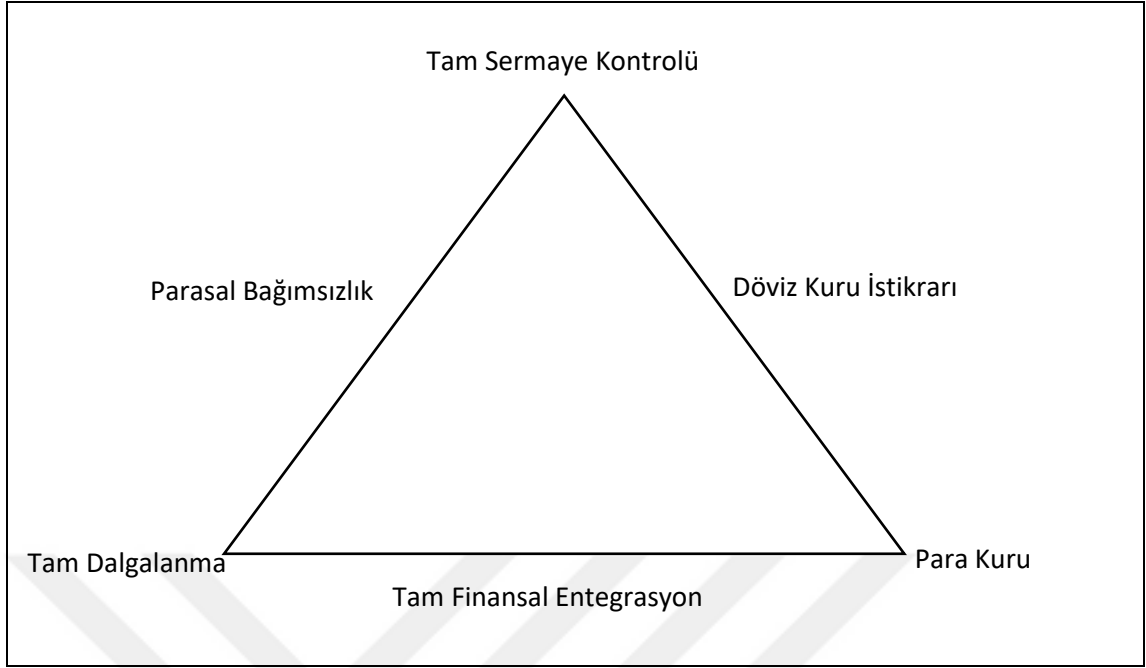
canlanma-iflas-düzelme döngüsü hemen hemen ortak bir süreç olmaya başlamıştır. Krizlerden önce yaşanan sermaye girişlerinde oluşan artışlar ile açık ve örtük mevduat, hükümet garantileri ve bankacılık sektöründeki zayıf denetleme mekanizmaları sonucunda yaşanan kredi genişlemesi ile beslenen bir ekonomik canlanma döneminden sonra, çoğunlukla ani sermaye çıkışlarının tetiklediği finansal krizler gelmektedir (Erdem ve Atbaşı, 2011: 40).

Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin temel nedenleri arasında;

- Faiz oranının yüksekliği – düşük kur politikası
- Kamu ve finans sektöründe gerekli reformların yapılamamış olunması
- Kamu borçlarının fazlalığı
- Finansal sistemde etkinliğin tam olmaması
- Uluslararası rezervlerde azalma oluşu
- Finansal sistemin yeterli denetime sahip olmaması
- Politik istikrarsızlıklar
- Cari açıklar gibi nedenler krizin temel nedenleri arasında sayılabilmektedir (Avcı ve Altay, 2013: 47-48).

Küreselleşmenin hız kazanması ile birlikte ekonomi politikalarına yeni bir boyut kazandırmıştır. Dünya üzerinde sermaye akımlarının yüksek olduğu bir durumun para, kur ve maliye politikalarına yansıyan boyutu ise ‘imkânsız üçleme demeti’ denilen bir politika tercihleridir.

Şekil 2.1. Para Politikalarında İmkansız Üçleme Politika Demeti



Kaynak: Topcu, 2015: 120

Şekil 2.1’de anlatılmak istenen görüş, bir ülkenin döviz kuru istikrarı, parasal bağımsızlık ve finansal entegrasyon amaçlarının tamamının eş zamanlı olarak gerçekleştirilmesinin mümkün olmadığına dayanan ancak amaçlardan birinden vazgeçerek diğer ikisinde başarı sağlanabileceğini ileri sürer. Bu görüşe göre, üçgenin köşelerinden biri amaçlanarak yapılan politika tercihi, köşeden bağımsız olan kenarda bulunan amaçtan vazgeçmek anlamını taşımaktadır.

Kısa dönem finansal krizler çoğu durumda yabancı kısa vadeli fonların ülkeyi ani bir şekilde terk etmeye başlaması ile döviz kurunda, faiz oranlarında ve enflasyon oranında ani dalgalanmalarla finans piyasalarında başlamakta ve kısa sürede üretim ve yatırım düzeyinde reel sektörlerde de kendisini hissettirmektedir. Bunun yanı sıra bir ülkede yaşanan kriz o ülkenin yakın ilişkiler içerisinde olduğu ülkelerin yanı sıra diğer ülkeleri de etkisini altına almaktadır. Bu etkiler altında kalan ülkelerin geliştirdikleri savunma mekanizmaları da krizin çıktığı ülkede ihracat azalması, uluslararası finans piyasalarında tedirginliğin arması ile mevcut olumsuzlukları daha da kötü hale getirmektedir. Krizin etkileri zamanla işgücü piyasalarına, sağlık, eğitim ve sosyal yardım kalemlerindeki kısıntılarla bütçe harcamalarının miktar ve bileşimine ve giderek yoksulluk ve gelir dağılımına gibi ekonomik şartlara etki etmektedir (Koyuncu ve Şenses, 2004: 3).

Çalışmanın bu kısmında kısa vadeli sermayenin yol açtığı ekonomik krizlerden bahsedilecektir.

2.2.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi (ERM) 1992-1993

Avrupa Para Sistemi 1979 yılında temeli döviz kuru mekanizmasına dayanan bir parasal istikrarın çerçevesini oluşturmak adına, üye ülkeler arasında enflasyon oranlarını yakınlaştırma amacındadır. Böylece Almanya, Fransa, Belçika, Hollanda, Lüksemburg, İtalya ve Danimarka'nın oluşturduğu 7 ülke 1988 yılında ulusal paralarını ayarlanabilir sabit kur sistemiyle Alman Markına bağlamışlardır. Bu sisteme göre sisteme üye ülkelerin dalgalanma marjı +/- %2,5 oranındadır. 1987 yılından itibaren mevcut üye ülkeler arasındaki faiz oranı, enflasyon oranı ve döviz kuru farklılıklarında da düşüş gözlemlenmiştir. Söz konusu sisteme 1989 yılında İspanya, 1990 yılında İngiltere ve 1992 yılında Portekiz dahil olmuş ve bu ülkeler için marj +/- %6 olarak belirlenmiştir. Üye ülkelerde döviz kuru istikrarının devam edeceği inancı bu ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Bu ülkeler arasında özellikle İngiltere, İspanya ve İtalya'da uygulanan sıkı para politikaları faiz oranlarını diğer ERM ülkelerinden ayırdığı için söz konusu bu ülkelere yabancı sermaye akımları için daha caziptir. Söz konusu ülkelerin Almanya'dan daha yüksek oranda seyreden faiz oranları, Almanya'dan borçlanarak bu faizi yüksek ülkelere yatırımı karlı hale getirmiştir. Sonuç itibari ile faiz oranlarının yüksekliğinden dolayı aşırı sermaye girişlerine sahne olan bu ülkelerde ulusal paralar aşırı değerlenmiş ve cari açıkları çoğalmıştır (Şeren, 2011: 95).

1990 yılının Ekim ayında Almanya'nın Doğu Almanya ile birleşmesinden sonra politikalarında değişikliklere gidilmiştir. Bu dönemde Almanya'nın büyüme, enflasyon ve faiz oranlarında artış meydana gelmiştir. Mark diğer ERM ülkelerine göre nominal olarak değer kazanmasa da Almanya'daki enflasyon oranının yüksek olmasından dolayı Mark reel olarak değerlendirilmiştir. Böyle bir durumda diğer ülkelerin devalüasyon yaparak tepki göstermeleri beklenirken enflasyon ve işsizliğin artacağı korkusu ile ülkeler devalüasyondan uzak durdular. Bunun yanı sıra Maastricht Anlaşması gereği ERM sistemine üye olan ülkelerin 2 yıl boyunca anlaşma gereği sermaye hareketlerinde kısıtlama yapmayacakları ve bunun yanı sıra devalüasyon yapamayacakları şartı sıkıntı çıkarmaktadır (Açıkgöz, 2008: 39).

1992 Haziran ayında Maastricht Anlaşması ile Avrupa Birliğinin parasal birlik konusu kararlaştırılması kararına Danimarka red oyu kullanmıştır. Bu durum ERM içindeki döviz kurları üzerindeki baskının artmasını beraberinde getirmiştir. Bu gelişmeler sonrasında ilk olarak İtalya bütçe açıklarının giderilmesi için Liret üzerinde spekülasyon işlemleri yaparak bu işlemin Liret'in desteklenmesine yol açacağı düşüncesi girmişlerdir. Bu spekülasyon işlemleri Finlandiya ve İsveç üzerinden deneyerek sonuç alınması ve İtalyan Lireti'nin baskılara dayanamayarak %7 oranında devalüe edilmesi ile spekülasyoncular yönünü İngiliz Sterlini'ne çevirmesi sonucunu doğurmuştur. Ayrıca para sihirbazı olarak bilinen George Soros krizde büyük rol oynamıştır. Soros daha ilk başlarda Sterlin'deki değer kaybı olasılığını anlamış ve kısa vadeli krediler biçiminde takriben 15 milyon dolarlık kısa pozisyon satın almıştır. Sonuçta İngiliz Sterlini'ne yönelik ataklar sonucu 92 yılını üçüncü çeyreğinde İngilterenin en büyük bankasının tüm müdahalelerine karşın faiz oranları aynı gün içinde %5 oranında artış göstermiştir (Coşgun, 2006: 56; Akdiş, 2004: 40).

İngiltere, İspanya ve İtalya'nın Avrupa Para Sisteminin döviz kuru mekanizmasının dışına çıkmasının nedeni 1992 sonbaharında dev boyutlara ulaşan sermaye akımlarıdır. Başka bir ifade ile bu ülkeler sistem içerisinde olmalarına rağmen mekanizmasının öngördüğü dalgalanma bantları içerisinde kalmamışlardır. 1993 yılının yazında Fransız Frangının öngörülen değişim bandında kalabilmesi için döviz kuru bandının genişletilmesi yönünde karar verilmiştir. 1993 yılında para bandı %5'ten (+/- %2,5); %30 (+/- %15) genişletilmiştir. Daha sonraki yıllarda Fransa Frangı kullanmayı reddetmiş, Alman Markı karşısındaki dalgalanma bandına dönüş yapmıştır. Ayrıca Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan genişletici maliye politikaları ile daraltıcı para politikalarının sonuçlarının olumlu olmaması da krizi tetiklemiştir. Yüksek tutulan faiz oranları ile yabancı sermaye çekilmek istenmiş ancak bu durum yatırımı ve iş olanakları sağlamayı engellemiş ve daha sonra da resesyona sebep olmuştur. Ayrıca ulusal paralarını Alman Markına bağlayan Avrupa ülkeleri de resesyona sürüklenmiştir (Açıkgöz, 2008: 40).

Sonuç olarak ERM Krizini ortaya çıkartan etkenleri toparlamak gerekirse: İlk olarak ABD'nin faiz oranlarına kıyasla yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgeye çekmesi, ülke paralarının aşırı değerlenmesinde ve cari açıklarının artmasında en önemli etkidir. İkincisi, Avrupa ülkelerinde krizden önce nispeten uygulanan gevşek maliye politikasıyla sıkı para politikasının verimli sonuçlar doğurmasıdır. Bunun yanı sıra yüksek tutulan faiz

oranları ile yabancı sermaye çekerek cari açıklar finanse edilmek istenmiş ancak yüksek tutulan faiz oranları yatırım ve yatırım ve iş olanaklarını engellemiş ve daha sonra resesyona sebebiyet vermiştir. Ayrıca ulusal paralarını Alman Markına bağlayan Avrupa ülkeleri de resesyona sürüklenmiştir. Bütün bu faktörlere göre ERM Krizi, sabitlenmiş döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülasyonların bir sonucu olarak oluşan ilk büyük para krizidir (Yay, Yay ve Yılmaz, 2001: 32).

2.2.2. Meksika Krizi 1994-1995

Meksika ekonomisinde 80'lerin ortasından itibaren başlayan yapısal reform süreci ile istikrarlı bir büyüme süreci amaçlanmıştır. 1994-1995 yılları arasında yaşanan Meksika krizi nispeten ekonomik anlamda istikrarın olduğu bir ortamda meydana gelmiştir. Ülkenin ekonomik durumu, birçok GOÜ'e misal teşkil edecek kadar sağlıklı olduğu görülmektedir. Meksika'da diğer ülkelerde görülen devasa bütçe açıkları yoktu ve enflasyon oranı da diğer ülkelere göre düşük seviyelerdedir (Açıkgöz, 2008: 41).

Meksika 1980'li yılların ilk yarısında yaşamış olduğu borç krizinin ardından 1980'li yılların ortasından sonra Brady Planı çerçevesinde çok sayıda yapısal ekonomik ve finansal reformlar gerçekleştirmiştir. Bunun yanında Salinas yönetimi döneminde liberalleşme gibi reformlara hız vermiş, GATT'a katılıp OECD üyesi olmasının yanı sıra ABD ve Kanada ile Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması'nı (NAFTA) şekillendiren bir ülke konumundadır. Oluşan bu olumlu hava Meksika'yı uluslararası piyasaya hem önemli hacimde tahvil ihraç eden hem de portföy yatırımlarını en çok çeken ülkelerden birisi konumuna getirmiştir (Ay vd. 2001: 32). Meksika hükümeti 1986 yılında 'Washington Mutabakatı' olarak bilinen küçük devlet iktisadi modelini benimsemiştir. Bununla birlikte Meksika'da 1930 yıllardan itibaren geliştirilen ve uygulanmaya çalışılan merkezi sosyalist devlet modelinden radikal bir kopma gerçekleşmiştir. Benimsenin yeni model, mali piyasaların kuralsızlaştırılmasını, hükümetin sübvansiyonlar ve ticaret üzerindeki denetimlerinin azaltılmasını, yerli üreticiyi koruyan çeşitli ticari engellerin gevşetilmesini ve küresel sisteme uyum anlamına gelen GATT anlaşmasının imzalanması gerektiğini belirlemektedir. Yaşanan bu gelişmelere ek olarak Meksika'nın NAFTA üyeliğinin

kabul edilmesinin ardından liberalizasyon süreci hız kazanmıştır. Yerli üretici uzun süredir rekabete karşı korunurken bir anda rekabete açılınca, Meksika'daki korunmaya bağımlı hale gelmiş sektörler hızlı bir yok olma sürecine girmişlerdir. Meksika'da özellikle bu şekilde bir koruma ile yürütülen geleneksel üretim düzeni, ara dönem verilmeksizin bir anda gerçekleştirilmeye çalışılan serbestleşme, söz konusu sektörler piyasaya giren büyük şirketler nedeni ile savunmasız kalmışlardır. Bu durum 1990'lara gelindiğinde Meksika'da kriz sinyalleri vermeye başlamıştır. Ayrıca 1989 yılı söz konusu gelişmelerin etkisiyle birlikte ülkeye yabancı sermayenin girişinin başladığı yıldır (Küçükaksoy, 2006: 131-132).

1988 yılının Aralık ayında Meksika'da dolara bağlanmış sabit kur politikasına dayalı ve IMF destekli yeni bir dezenflasyon-istikrar politikası yürürlüğe konulmuştur. Ocak 1989-Kasım 1991 yılları arasında 3 yıl, önceden belirlenen oranlarda devalüasyonlar yapılmıştır. Yapılan bu devalüasyonlar enflasyon oranının altında tutularak dezenflasyon politikaları çerçevesinde enflasyon beklentilerinin kırılması hedefleniyordu. 1991 yılının Kasım ayından itibaren kur sistemi taban ve tavanı belli bir asimetrik bant içinde daha esnek hale getirilmiştir. Dolar/Peso paritesi 1993 yılının Ekim ayına kadar oldukça istikrarlı görülse bile, kurda oluşan yükselişler enflasyon oranının altında kaldığından dolayı ulusal para olan peso reel olarak değerlendirilmiştir. Enflasyon oranı 1990 ve 1993 yılları arasında %56'lara kadar gerilemiş ve bu dönemde ekonomik büyüme oranı ortalama %3 seviyesinde olmasına rağmen, enflasyon oranı ABD'ye göre halen yüksek olmasında dolayı peso dolara karşı değer kazanmıştır. Bu durum cari işlemler açığını arttırmış 1990 yılında 7,5 milyar dolar olan cari açık, 1994 yılında 29,5 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu GSMH'nin %7'sini oluşturmaktadır (Ay vd. 2001: 32-33).

Tablo 2.1. Meksika'nın Makroekonomik Göstergeleri

Yıl	Büyüme %	Enflasyon %	Reel Döviz Kuru	Cari İşlemler/GSYH %	Rezervler (Milyon Dolar)
1992	3,59	15,48	8,20	-7,31	18,94
1993	2,00	9,74	7,60	-5,81	25,11
1994	4,44	6,95	-3,60	-6,98	6,28
1995	-6,13	35,00	-33,10	-0,28	16,85

Kaynak: Pamuk, 2006: 62; Özşahin, 2006: 43

Tablo 2.1’de Meksika’nın 1992-1995 yılları arasındaki bazı makroekonomik verilerine yer verilmiştir. Veriler incelendiğinde kriz öncesi yıllarda ekonominin istikrarlı bir seyir içerisinde olduğu anlaşılabilmektedir. Ancak krizin yaşandığı dönemde veriler kötüleşmeye bir anda başlamış ve ekonomide küçülme meydana gelmiştir. Bunun bir anda oluşmasının ardında Meksika’da krizin beklenmemesi yatmaktadır.

1994-1995 yıllarındaki Meksika krizini Latin Amerika krizlerinden ayıran özelliği istikrarın sağlandığı bir dönemde ortaya çıkmasıdır. Yabancı sermayenin Meksika ekonomisine girişleri krizden önce hızlanmış ve bu da toplam talebin aşırı derece artmasına, hisse senetlerinin ve gayrimenkul fiyatlarının artmasına yol açmıştır. Finansal serbestleşme programlarının uygulanmaya konulduğu dönemlerde Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde özel tasarrufların düştüğü belirlenmiştir. Latin Amerika ülkelerinde hızlı portföy akımları rahatlığa neden olmuş ve yatırımlardan vazgeçilmesi pahasına tüketim artışına neden olmuştur. Bunların neticesinde cari işlemler açığı hızla artmış ve yatırımcılar bu açığın uzun süre devam ettirilemeyeceği düşüncesine girmişlerdir. Ayrıca özel sektöre verilen finansmanın artması ile çıpaya dayalı döviz kuru politikasının uygulanmasının sürdürülmesi ile uluslararası piyasalardaki faiz oranlarının özellikle Amerika’daki faiz oranlarının yükselmesi, politik belirsizlikler gibi etkenler Meksika ekonomisine olan güveni bitirme noktasına getirmiştir (Şimşek, 2007: 24).

1994 yılında uygulanan para politikasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlıdır. Ancak Meksika’nın ulusal parası olan pesonun aşırı değer kazanması ekonomik dengelerin bozulmasına yol açmıştır. 1990’lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye akımları ile birlikte oluşan kırılganlıklara ek olarak 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken 1994 yılının Aralık ayında ödemeler dengesi krizi ve finansal bir krize neden olmuştur (Açıkgöz,2008: 42).

Yaşanan Meksika Krizi ve onun küresel pazarlara yayılması, ilk başlarda ekonomistlerin kabul etmediği ancak daha sonra kabul etmek durumunda kaldıkları sermaye piyasası krizlerinde yeni bir dönemin başladığını göstermektedir. Meksika krizi, finansal savunmasızlık, ekonomik çöküş ve bulaşma etkileri ile açıklanabilir. Bu krizi yaratan nedenler özetle, uygulanan spekülasyon hareketlerinin marjinal kesikli müdahalelerle kontrol edilememesidir. Meksika’da yaşanan döviz krizi;

- Döviz piyasalarındaki spekülâtif ataklar
- Kur bandlarının yeterince korunamaması
- Otoriteye olan güven kaybı
- Otoritenin inandırıcılığını kaybetmesi gibi nedenlerden dolayı ortaya çıkmıştır (Turgut, 2010: 177).

2.2.3. Asya Krizi 1997-1998

Asya ülkelerinde başlayan ve kısa zamanda tüm dünya ekonomilerini etkileyen mali kriz son dönemlerin en önemli finansal olayıdır. Şubat 1997’de başlayan ve Tayland’ın 2 Temmuz’da ulusal para birimi bahtı devalüe ile bölge ekonomilerine ve dünyaya yayılan finansal kriz, çeşitli yönleri ile önemli bir ekonomik olay olarak anılmaktadır. Bu derece önemli bir krizin daha önceden öngörülemediği olması, krize uğrayan ülkelerin reel ekonomilerinde hiçbir problem bulunmaması da, hem uluslararası mali sistemin yönetimi ve denetimi hem de yaşanan krizde önemli rol oynayan spekülâtif sermaye hareketlerini tekrardan gündeme alınmasına neden olmuştur. Spekülasyonların çok etkili olduğu Asya krizinde, Malezya Başkanı Mahattir Mohammed, özellikle uluslararası spekülâtor George Soros’u tüm bu gelişmelerin sebebi olarak göstermiş ve ‘currency trading’in ahlak dışı olduğunu belirtmiş ve yasaklanması gerektiğinin ifade etmiştir (Karaaba, 2006: 113).

Asya’da yaşanan bu krizin temel nedeni, kısa vadeli sermaye hareketlerinin önünü açan finansal kesimin serbestleşmesine yönelik uygulamalardır. Doğu Asya ülkeleri finansal serbestleşme süreci içine 1990’lı yıllardan itibaren girmişlerdir. Asya ülkelerinde finansal piyasaların serbestleşmesi için yapılan yenilikler ise, banka ve banka dışı finansal kurumların piyasaya giriş sınırlamalarının azaltılması, faiz oranı üzerindeki kısıtlamalarının kaldırılması, kredi şartlarının gevşetilmesi, yeni finansal piyasaların ve araçların özendirilmesi ve finans kesiminin dış boyutunun serbestleştirilmesi şeklindedir. Uygulanan bu serbestleşme politikaları ile kısa vadeli sermaye akımlarında artış gözlemlenmiştir. Endonezya, sermaye kontrollerini kaldıran ilk Asya ülkesidir. 1993 yılında ise Tayland yabancı sermaye çekmek için bir hükümet kurumu kurmuştur. Malezya ise kısa vadeli sermaye hareketleri önündeki engellerin tamamını kaldırmamıştır. Kağıt üzerinde uzun süre kısa vadeli yabancı

sermayeye karşı olan Kore ise, OECD'ye katılmak için yapmış olduğu müzakerelerde uluslararası bankalardan kısa vadeli olarak yoğun bir şekilde borçlanmanın önünü açmıştır. Kısa vadeli sermaye girişinin yoğunlaştığı Asya ülkelerinde, yerli malı varlıkların fiyatlarının yükselmesine neden olmuş ve finansal piyasalarda suni ve spekülasyona açık bir artışı beraberinde getirmiştir (Coşgun, 2006: 63).

Güneydoğu Asya Krizini tetikleyen başlıca faktörler;

- Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi
- Cari işlemler dengesinde açıklar oluşması
- Bankacılık sektörünün denetlenmesinin etkin şekilde yapılmaması
- Dışardan sağlanan finansal kaynakların optimal olarak kullanılmaması
- Piyasalarda güvensizlik ortamının oluşması
- Krizi yaşayan ülkelerin döviz rezervlerinin yeterli olmamaları şeklinde sıralama yapılabilir (Kizir, 2011: 26).

Yabancı sermaye girişleri cari açıkları finanse etmede avantaj sağlasa da terse dönebilmesi mümkün portföy yatırımlarına dönüşerek ekonomiye tehdit oluşturabilmektedir. Cari açıklardan daha fazla olarak ülkeye giren kısa vadeli spekülatif sıcak para Tayland ulusal parası bahtın aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Bu da ihracat ile rekabet gücünü azaltmış ve cari açıkları daha da büyütüştür. Ayrıca yeterince sterilize edilemeyen sermaye hareketleri, para arzı, kredi hacmi ve enflasyonda artışı beraberinde getirmiştir. Gerçekleşen sermaye hareketlerinin büyük çoğunluğu sıcak para ve vadeli banka kredileri olarak ülkeye giriş yaptığından 1997 yılında yaşanan krizin patlak vermesi ile çok hızlı ve büyük miktarlarda sermaye kaçışları olmuştur (Bulut, 1999: 66-67).

Makroekonomik dengesizliklerin değil de yönetim hataları ve finansal sistemdeki zaafaların bir sonucu olarak doğan Asya Krizinde yaşanan gelişmeler tahminlerin çok ötesinde gerçekleşmiş, ulusal sermaye piyasaları çökmüş, banka ve firmalar iflas etmiş ve ciddi durgunlar görülmüştür. Yaşanan Asya krizinde de diğer bölgesel krizlerde olduğu gibi finansal piyasalar krizi geç fark etmişlerdir. Tayland'ın ulusal para birimi olan bahtın 2 Temmuz 1997 yılında aniden değer kaybetmesiyle, kimse bu gelişmenin 1929 krizinden bu yana yaşanan, Asya'nın ardından Rusya ve Latin Amerika'ya kadar yayılarak tüm dünyayı etkisi altına alacağını tahmin edememiştir (Şeren, 2001: 104).

Tablo 2.2. 1990-1999 Yılları Asya Ülkelerinde Genel Ekonomik Durum

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Güney Kore	Tayland
GSMH'nin Reel Artışı					
1990-1995	8	8,8	2,3	7,8	9
1996	8	8,6	5,7	7,1	6,4
1997	4,7	7,7	7,2	5	-1,3
1998	-13,7	-6,7	-0,5	-5,8	-9,4
1999	-0,8	2,4	2,2	6,5	4
Enflasyon Oranı					
1990-1995	8,7	3,5	10,8	6,6	5
1996	7,9	3,5	8,4	4,9	5,9
1997	6,6	2,7	6	4,4	5,6
1998	59,6	5,3	9,7	7,5	8,1
1999	22,7	3	8,5	0,7	0,5

Kaynak: Özşahin, 2006: 46

Tablo 2.2’de Asya ülkelerindeki 1990-1999 yılları arasındaki bazı ekonomik göstergelere yer verilmiştir. Krizden önceki yıllarda ele alınan ekonomik göstergelerin gayet iyi olduğu anlaşılmaktadır ve bu da krizin öngörülememesinin bir nedeni olarak gösterilebilmektedir. Ani yaşanan krizle birlikte ekonomilerde daralma yaşandığı görülmektedir. Verilerden yola çıkarak krizden en fazla etkilenen ülkenin Endonezya olduğu söylenebilir.

Yaşanan bu krizden daha çok en alt gelir basamaklarında olan kesim etkilenmiştir. Asya Krizi, işsizliği Tayland’da ikiye, Güney Kore’de üçe katlamış ve çalışanların ücretlerinde düşmeye yol açmıştır. 1998’de yaşanan kriz nedeniyle yaşam standartlarını Endonezya’da %25, Güney Kore’de %22 ve Tayland’da %14 oranına düşürmüştür (Çaşkurlu, 2001: 48).

Tayland’ın ulusal para baht 2 Temmuz 1997 yılında uluslararası spekülörlerin saldırısına uğrasıyla hızla büyüyen cari işlemler açığı ve bazı şirketlerden olumsuz sinyaller alan Tayland’da ulusal para baht hızla değer kaybetmeye başlamıştır. Bunu borsanın çöküşü izlemiş ve döviz piyasalarında başlayan kriz kısa süre içerisinde hisse senedi borsalarını ve kredi piyasalarını da etkilemiştir (Öksüz, 2001: 46-47). Tayland’da böyle bir durum oluşunca yabancı yatırımcılar ve spekülörler Endonezya ve Malezya’ya da şüphe ile bakmaya başlamışlardır. Şüphelerin artması ile birlikte krizin domino etkisi yaratması uzun sürmemiştir. Malezya ve Endonezya’nın ulusal paraları Temmuz ayı bitmeden değer kaybetmeye başlamıştır. Kasım ayında ise krizin Güney Kore’ye yayıldığı görülmüş

ve aynı senaryo Güney Kore’de de yaşanmış sıcak para ülkeyi terk etmiş ve Güney Kore’nin ulusal parası değer kaybetmeye başlamıştır (Bilgi, 2009: 61). Bu çöküntü altında kalan Tayland, Endonezya ve Güney Kore, IMF’den yardım istemesine sebep olmuş ve IMF’nin tarihindeki en büyük yardım paketi olan 118,6 milyon dolarlık paket devreye girmiştir. Yaşanan bu kriz benzer krizlerden farklı olarak muazzam bir hızla yayılmıştır. Piyasaların yerle bir olması ile birlikte döviz piyasasında ulusal paranın yeniden değer kaybetmesi ile halkı koruma veya kazanç elde etmek amacı ile spekülörleri takip ederek dövize yönelmiş ve bu durum döviz talebini arttırarak bir kısır döngüye bürünmüştür (Öksüz, 2001: 46-47).

Finansal krizin yaşandığı Güneydoğu Asya ülkelerinde kriz ile birlikte ülkelerin ulusal para birimleri spekülatif faaliyetler sonucunda değer kaybetmiş, ithal ürünlerin fiyatlarında artış oluşturmuş, dış borçlar giderek artmış, banka ve şirketler iflasın eşiğine gelmiş ve işsizlik ile birlikte enflasyondaki yükseliş yoksulluğun yaygınlaşmasına neden olmuştur (Kızır, 2001: 26).

2.2.4. Rusya Krizi 1998

1991 yılında Sovyetler Birliğinin dağılmasıyla serbest piyasa ekonomisine geçiş yönünde hızlı bir dönüşüme giren Rusya Federasyonu, geçiş döneminde önemli ekonomik reformlar gerçekleştirmiş ancak ekonomik yapıyı sağlıklı bir yapıya büründürememiştir. Yapılan bu reformlar sonucunda 1990’lı yılların başından itibaren yurtiçi fiyatlar serbest bırakılmış, dış ticaretin önündeki engeller kaldırılmış, Rusya’nın ulusal parası rublenin değeri piyasa koşullarında belirlenmeye başlanmış ve özelleştirmeler yapılmıştır. Enflasyon oranı 1992 yılından sonra izlenen bu politikalar neticesinde düşük seviyelere ulaşmıştır. Ancak enflasyon oranının düşürülmesi ve dış ticaretin serbestleşmesi konusunda ulaşılan başarılarla rağmen kayıt dışı ekonominin yaygın olması, sosyal güvenlik sisteminde reform yapılmamış olması kamuya oldukça fazla yük oluşturmuş ve ordunun yüksek harcamalarından dolayı devlet bütçesi sürekli açık vermektedir (Bilgi, 2009: 62).

Dış ticaretin önündeki engellerin kaldırılması ve enflasyon oranının düşürülmesi gibi konularda başarılı olunmasına rağmen Rusya’da ekonomik büyümenin sağlanamaması, iyi işleyen bir hukuki yapının ve etkin bir vergi sisteminin kurulamaması, sosyal güvenlik sisteminde reformların yapılamaması ve bankacılık

sisteminin yeterince gelişmemiş olması yaşanan ekonomik krizin temel nedenleri arasındadır (Öner, 2006: 43).

Rusya'yı krize iten faktörler şu şekilde sıralanabilir;

- İç-dış borç stokunun kronikleşen bütçe açıkları sonucunda azalması
- Rublenin uygulanan sıkı para politikaları neticesinde aşırı değer kazanması
- Bankacılık sektörünün yeterince gelişmemiş olması
- Kayıt dışı ekonomik faaliyetler neticesinde devletin vergi kaybına uğraması
- Siyasi gerginlikler yaşanması
- Yaşanan Asya krizi neticesinde hammadde fiyatlarında oluşan düşüşün Rusya'nın ihracatı olumsuz etkilemesi
- Asya krizi neticesinde uluslararası yatırımcıların Rusya'dan çekilmesi, ülkedeki döviz rezervlerinin erimesi ve uygulanan yüksek faiz politikaları
- Spekülatör George Soros'un Rusya'ya verdiği düşük reyting notu
- Rusya'da iyi bütçe kaynaklarının sosyal güvenlik ve vergi reformlarının yapılmamış olması sebebi ile oluşturulamaması
- Rublenin aşırı değerlenmesi yerli üreticilerin rekabet olanaklarını zora sokması
- Rusya için önemli bir ihraç ürün olan petrol fiyatlarındaki düşüşün ekonomide yıkama sebebiyet vermesi
- 1992 yılında fiyatların birden serbest bırakılması yükselen enflasyonu daha da körüklemesi gibi faktörler krizin oluşmasında etkilidir (Şeren, 2011: 114-115).

Tablo 2.3. Rusya'nın Kriz Döneminde Bazı Ekonomik Göstergeleri

Yıl	Büyüme Oranı %	Enflasyon Oranı %	İşsizlik Oranı %	Cari Açık/GSYİH
1996	-3,4	21,8	9,6	2,7
1997	0,9	11	10,81	-0,02
1998	-4,9	84,4	11,89	0,08

Kaynak: Oktar ve Yüksel, 2015: 332

Tablo 2.3' de Rusya'nın kriz döneminde bazı ekonomik verileri ele alınmıştır. Krizin yaşandığı dönemde ekonomide daralma yaşanmış, işsizlik oranları yükselmiştir. Krizin yaşandığı 1998 yılında enflasyon oranı bir önceki yıla göre %73,4 oranında artış göstermiştir.

Rusya'nın 1997 yılında borç yapısı içinde kısa vadeli borçlar önemli yere sahip olması Rusya için sorun teşkil etmektedir. Bu da Rusya hükümeti bu kısa vadeli borçların finansmanı için yeniden borçlanmaya yönlendirmektedir. Kısa vadeli borçları bütçe gelirleri ile değil de tekrar borçlanarak finanse edilmesi 1997 yılı sonundan itibaren Rusya Federasyonuna olan kaygıların artmasına yol açmıştır. Eski borçları ve ücretleri ödeyebilmek için Rusya Hükümeti 1995 yılından sonra yoğun bir şekilde kısa vadeli borçlanmaya başvurmuştur. Faizler 1995 yılında %240'lara kadar yükseltilmiştir. Faiz oranlarının yüksekliği bununla da sınırlı kalmamış 1996 yılı devlet başkanlığı seçimlerinde ücretlilere ödeme yapabilmek için faiz oranlarını daha da arttırmıştır. Uluslararası kredilendirme kuruluşları bu dönemde Rusya'ya, Brezilya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelere daha yüksek derece not vermiş olması, Rusya'nın daha kolay borçlanmasını sağlamıştır (Öner, 2006: 43-44).

Rusya Hükümeti 1998 yılında finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla IMF ile destek anlaşması yapmıştır. Tedarik edilen yeni dış kredilerin desteği ile Rus Merkez Bankası Temmuz ve Ağustos ayı başlarında ısrarla rublenin değerinin değiştirmeyeceğini açıklamasına rağmen devalüasyon spekülasyonlarını bastıramamıştır (Bilgi, 2009: 63). Daha sonra Rusya Hükümeti, piyasaları yatıştırmak amacı ile 17 Ağustos 1998 tarihinde Amerikan doları karşısında 5,27 - 7,13 olan ruble koridorunu, 1998 yılı sonuna kadar 6 - 9,5 olacağını açıklamış ve dış borçların ödenmesi konusunda 90 günlük moratoryum kararı almıştır (Özen, 2006: 45).

Rusya'da kriz öncesi 1996-1997 yılları arasındaki periyotta yabancı yatırım miktarları, finans ve kredi faaliyetlerinde yaklaşık %229 oranında yükselmiştir. Rusya'da yaşanan bu dönemde bankalara düşük faizlerle kolayca para aktarılmış, bankalarda da bu paraları iç piyasada oldukça düşük faizlerle sunmuşlardır. Ancak Rusya'nın dış gelirlerinin %40'ını sağlayan enerji hammaddelerinden oluşması, dünya petrol fiyatlarındaki düşüş ile uğradığı kayıp, piyasaya verilen kredilerin geri dönüşlerinde problemler oluşturmuştur (Coşgun, 2006: 69; Çetinkaya, 2011: 32-33).

Rusya Merkez Bankası Başkanı Sergey Dublin krizden spekülatörleri sorumlu tutmaktadır ve piyasaları onların karıştırdığını ileri sürmüştür. Macera peşinde koşan çoğu genç bankerler, daha kolay kazanç elde etmek için ticaret yapmak yerine büyük

miktarlarda devlet bonoları satın almayı tercih etmişler ve başlangıçta yüksek faiz gelirleri kazanmışlardır. Yabancı yatırımcılar 1998 yılının Mayıs ayı itibariyle 20 milyar dolar değerinde hazine bonosunu ellerinde bulundurmuşlardır. Güçlü petrol ve metal üreticilerinin ihracatlarını artmak için rublenin değer kaybetmesini beklemeleri spekülasyon beklenti ve davranışları güçlendirmesi kriz oluşumunda rol oynamıştır (Pamuk, 2006: 67).

2.2.5. Brezilya Krizi 1999

Uzun dönemler enflasyon sorunları yaşayan Brezilya, 1980 yıllardan itibaren çok sayıda istikrar programları uygulamış ve bunlar başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Uygulanan ve başarısız olunan bu istikrar programlarından sonra 1994 yılında ‘Real Plan’ı uygulanmaya konulmuş, bu plan çerçevesinde Brezilya hükümeti Temmuz 1994’de yeni ulusal para birimi Real’i yürürlüğe koymuş ve realin değerini Amerikan dolarına sabitlemiştir. Uygulanan Real Plan ile enflasyon oranını 1998 yılında tek haneli seviyelere indirmeyi başaran, daraltıcı politikalar ile önemli büyüme oranlarını yakalayan, gerçekleştirdiği özelleştirme programları ile gelişmekte olan ülkelere bir model olarak gösterilen ve son dönemlere kadar uluslararası sermayenin hızla giriş yaptığı Brezilya’da 1999 yılında ortaya çıkan finansal kriz herkesi şaşkınlığa uğratmıştır. Ancak politik kaygılar nedeni ile bütçe disiplini sağlayamayan ve finansal açıklarını kısa vadeli tasarruflarla kapatmaya çalışan her ülke için olduğu gibi yaşanan kriz Brezilya için de kaçınılmaz bir sonuçtur (Keskin, 2008: 101-102).

Daha önce yaşanan krizlerde olduğu gibi Brezilya’da yaşanan krizde de spekülasyonların izlerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen ülkesinde kriz öncesi dönemlerde büyük miktarda yabancı sermaye girişi olmuştur. Ancak yabancı sermaye akımlarında kriz döneminde belirgin bir düşüş görülmüş, özellikle portföy yatırımlarında kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme olduğu belirlenmiştir (Coşgun, 2006: 71).

Rusya krizinin yaydığı güvensizlik, Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında etkili olmuş, bu kriz uluslararası kısa vadeli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çıkmasını hızlandırmıştır. Brezilya, Rusya krizinden sonraki 3 ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğramış, daha sonraki günlerde ise günde 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına sahne olmuştur. Küresel finansal

piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin günde yaklaşık 1,5-2 trilyon dolar olduğu dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasında güvensizlik oluşması durumunda 70 milyar dolarlık rezervlerin bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir. Bu durum Brezilya'da da böyle olmuş ve kısa süreli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelemek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlaşmıştır (Açıkgöz, 2008: 49).

Tablo 2.4. Brezilya Krizinin Kronolojik Oluşumu

13 Ocak 1999	Ülkeden 1 milyon dolara yakın paranın çıkışı ile merkez bankası başkanı istifa etmiş, real %8,3 oranında devalüe edilmiştir.
15 Ocak 1999	Real dalgalanmaya bırakılmış ve Sao Paulo Borsası'nda %10'luk değer kaybı oluşmuştur.
18 Ocak 1999	Brezilya Hükümeti, realin dalgalanmaya devam ederek, değerini belirleme işlevinin piyasalara bırakıldığını duyurmuştur.
19 Ocak 1999	Merkez Bankasının bankalara verdiği kredilerin faiz oranı %29'da %41'e çıkarılmıştır.
21 Ocak 1999	Uluslararası kredi değerlendirme kuruluşu olan Fitch IBCA, uzun vadeli yerli ve yabancı para birimi notlarını negatife olarak açıklamıştır.
29 Ocak 1999	Faiz oranları %35,5'tan %37'e yükseltilmiş, real 1,95 dolar seviyesinden 2,18 dolara yükselmiştir.
2 Şubat 1999	Merkez Bankası Başkanlığına George Soros'un adamı olan Arminio Fraga'nın getirilmesi piyasalardaki güvenin tekrar kazanılmasını sağlamıştır.

Kaynak: Şeren, 2011: 117

Yaşanan bu krizden sonra Brezilya 35 milyar dolar dış yardım sağlamış ve kısa süre sonra Haziran 1999'da enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Brezilya'nın krize tepki olarak uyguladığı politikalar, sıkı maliye politikası, enflasyon hedeflemesi ve dış desteklerden oluşmuştur (Ay vd. 2001: 42).

Sonuç olarak ekonominin dışa açılması ve ithalatın hızla artması, Brezilya'nın dış rekabet gücünün çökmesine neden olmuş, bu da ülkenin o zamana kadar

karşılaşmadığı boyutta bir dış ticaret açığına yol açmıştır. Ülkeye spekülâtif amaçla giriş yapan yabancı sermaye hareketleri dış ticaret açığını daha da derinleştirmiş ve ödemeler dengesini de olumsuz etkilemiştir. 1994'te yurtiçi hasılanın %30'u olan kamu kesimi borcu 2002'de %61,9'a yükselmiştir. IMF dayatmaları sonucunda ortaya çıkan söz konusu durum, parasal istikrarın, ekonominin büyümesi, güçlendirilmesi ve kamu maliyesinin düzeltilmesi vasıtasıyla değil, aşırı yüksek faizler ödenerek ülkeye girmesinin sağlandığı spekülâtif amaçlı yabancı sermaye sayesinde sağlanmasının ortaya çıkardığı sonuçların en somut örneğidir (Işıklı, 2006: 27).

2.2.6. Arjantin Krizi 2001-2002

Arjantin'de Mart 1991'den 2001 yılı sonuna kadar uygulanana Konvertibilite (Cavallo) Programı, 2001 yılında yaşanan krizin zeminini oluşturmuştur. Programın uygulamaya konulduğu dönemde Arjantin'de uzun süredir var olan hiperenflasyon, uygulanan programın parasal istikrarı sağlamak ile enflasyonist baskının kırılması ile birlik en önemli hedefleridir. Para kurulu sistemi, o dönemin finans paradigmasına uyduğundan dolayı enflasyonist baskıyı kırmak için seçilen araç olarak belirlenmiştir. Hazırlanan Konvertibilite (Cavallo) Programının temel unsurları ise;

- Arjantin ulusal parası peso ile Amerikan doları arasındaki kur sabitlenmiştir.
- Uluslararası rezervlerdeki net değişim para basımı için belirleyici olmuştur.
- Merkez Bankası'nın kamuya kredi vermesi kanunla engellenmiştir.
- Siyasi çevrelerde kamu maliyesi alanında disiplin sağlanması ve sürdürülebilmesi için uzlaşmıştır.
- Yapısal reformlara ve özelleştirmeler hızlandırılmıştır (İnan, 2002: 57-58).

Uygulanan sabit kur politikası ve yavaş düşen enflasyon oranları neticesinde döviz kuru değerlenmiş, döviz kurunun değerlenmesi ile Arjantin'in rekabet gücü azaldığından dış açıklarına ve aşırı sermaye akımlarına yol açmıştır. Otaya çıkan bu durum tüketimi arttırmış ve reel sektörün rekabet gücünü olumsuz etkilemiştir. Bu gelişmeler Arjantin'de devalüasyon beklentilerini arttırmış ve yabancı sermaye kaçışlarına neden olmuştur. Para kurulunun mimarı olan Cavallo, iktidara gelmesiyle

para kurulu uygulamasını revize yoluyla devam ettirmek istemiş ancak bu çabaları sonuçsuz kalmıştır. Tüm bunların sonucunda dış kaynak bulamayan Arjantin borçlarını ödeyemez hale gelerek iflas etmiştir. 1995 yılında borç krizi ile karşılaşan Arjantin bu yıldan sonra yeniden büyüme hızını arttırmış, ancak bu durum 1998 yılında düşmeye başlamış ve 1999 yılında ekonomi daralma göstermiştir (Şeren, 2011: 118-119; Küçükaksoy, 2006: 175).

Arjantin 1997 yılında yaşanan Asya krizinden komşularına oranla daha az etkilenmiş görünse de, Rusya'nın 1998 yılında monatoryum ilan etmesi ve 1999 yılında Brezilya'nın finansal kriz yaşayarak devalüasyon yapması neticesinde sürekli olarak tekrarlanan kriz döngüsü içerisine girmiştir. Peso üzerindeki kısıtlamaların sürdüğü bir dönemde, 1999 yılında Brezilya realinin değer kaybetmesi ve 1990'ların sonlarında Amerikan dolarının değerlenmesi ile pesonun da değer kazanması, Arjantin'in ihracatını azaltmış ve dış ticaret ortağı konumunda olan Brezilya karşısında önemli bir rekabet gücü kaybetmesine yol açmıştır. İhracat gelirlerinin düşmesi ile ülkenin dolar üzerinden olan borçlarını ödeyebilmesi için gerekli dolar girişi olumsuz etkilenmiştir. Finansal kriz yaşayan diğer ülkeler krizden çıkmak için devalüasyona başvurarak ya da ulusal paralarını dalgalanmaya bırakmaktadırlar. Ancak Arjantin'de para kurulunun var olması nedeniyle ekonominin katı yapısı, yeni şartlara uyum sağlayamamış ve gerekli durumlarda devalüasyon yapılması engellendiğinden dolayı peso aşırı değerlenmiştir. Krizin ortaya çıkmasına neden önemli faktörlerin başında da 1990'ların sonlarında Amerikan dolarının değer kazanması ve Brezilya'nın 1999 yılında ulusal parasını devalüa etmesinden dolayı pesonun aşırı değer kazanması gelmektedir (Keskin, 2008: 104-105).

1990'ların ortasına kadar Arjantin'de uygulanan konvertibilite programı neticesinde ekonomide görülen iyimser tablonun oldukça zayıf temeller üzerinde kurulduğu göze çarpmaktadır. Bu dönemde yaşanan yüksek büyüme, büyük çapta dış borçlanma ve özelleştirme gelirleri ile finanse edildiği için talep ağırlıklı ve aslında yapay bir büyüme sürecidir (Bilgi, 2009: 67). 1990'ların sonlarında Arjantin ekonomisinde gelir dağılımı bozukluğu ve yüksek işsizlik ülkede rüşvet ve yolsuzlukları devamlı arttırır hale getirmiştir. 90'lı yıllardan sonra uygulanmış olan hatalı özelleştirme politikaları ile oluşturulan verimsiz firmalar ve karteller ülke ekonomisine zarar veriri duruma gelmişlerdir. Arjantin, milli petrol firmalarını dahi stratejik değerlendirme yapmadan satmıştır. 1990-2000 yılları arasında Arjantin ekonomisine yüklü sıcak para girişi olmuş ve bunun neticesinde Arjantin

ekonomisinin dengesi sarsılmıştır. Yaşanan Asya, Rusya ve Brezilya krizlerinin etkisiyle ekonomisi zayıflayan Arjantin'in vadesi oldukça kısa olan ödenmesi zor dış borç miktarlarında önemli artışlar yaşanmıştır (Evirgen, 2004: 5). Makroekonomik dengelerin iyice bozulduğu bir konjonktürde, Arjantin'in borç sorunu önemli bir hissedilmeye başlanmış, dış borç ve cari hesaplardaki açığın finansmanı için çoğunlukla dolar üzerinden çıkarılmış tahvillerin kullanılması ülkeyi borç tuzağına sürüklemiştir (Bilgi, 2009: 67).

Arjantin'in borçlarını ödeyemeyeceği korkusuyla 2001 yılı ortalarında piyasalar yüksek faiz talep etmeye başlamış ve faizlerin geldiği düzeylerde artık borçlar ödenemez bir hal almıştır. Oluşan bu kaygıların üstüne döviz kuru politikasının sürdürülebileceği konusunda oluşan kuşklar da eklenince 2001 yılının ilk yarısından itibaren yabancı sermaye ülkeyi terk etmeye başlamıştır ve bu durum 2002 yılına kadar devam etmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, 2001 yılının ilk 7 ayında uluslararası rezervler yaklaşık % 40 oranında düşüş göstermiş, yurtiçi piyasalarda borçlanma olanağı kalmamış ve fon ödemelerini ödeyebilmek için Arjantin hükümeti, vadesi gelen bonoları ve kısa vadeli borçları daha yüksek faizlerle yeni uzun vadeli yatırım araçları takas etme yoluna başvurmuştur. Yapılan tüm bu girişimlerden sonuç alınamaması üzerine, kamu harcamalarını azaltmak için maaşlar ve emeklilik fonlarında kesintiler yapılmaya başlanmış ve bunların neticesinde sosyal protestolar ve direnişle karşılaşmış; bu da krizi daha da derinleştirmiştir. Pesonun devalüe edileceği söylentileri krizin derinleşmesi ile artması sonucunda hükümet, halkın pesolarını dolara çevirmelerini engellemek amacıyla banka mevduatlarının geri çekilmesini sınırlandırmış ancak bu durumda yeni sosyal protestolara yol açmıştır. Arjantin hükümeti bu gelişmeler karşısında pesoyu 6 Ocak 2002 tarihinde %29 oranında devalüe etmiştir. Bunun yanı sıra dış ticaret ve sermaye hareketlerinde resmi kuru 1 dolar = 1,4 peso olarak düzenlemiştir. Lüks malların ithalatı, turizm ve diğer işlemlerde ise piyasa kurlarının geçerli olması kararlaştırılmıştır. Peso, 11 Şubat 2002 tarihinde ise ikili döviz kuru sisteminden vazgeçilerek dalgalanmaya bırakılmıştır (Keskin, 2008: 106-107; Bilgi, 2009: 68). Arjantin'de 2002 yılında ortaya çıkan vahim tablo içerisinde, 132-155 milyar dolar dış borç, %3'ten 30 yıl içerisinde %20'ye yükselen işsizlik oranları, 14 milyonu yoksulluk sınırında ve 5 milyonu bu sınırın altında nüfus, ayrıca yolsuzluk ve ahlaki çöküntü gibi sorunlarda yer almaktadır (Işıklı, 2006: 43).

2.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolleri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı, çeşitli ülkelerde arka arkaya gelen ekonomik krizler, yaşanan bu krizlerde sermayenin aniden ülkeyi terk edişi ve döviz kuru rejimlerinin çöküşü ile beraber dikkatler, sermaye piyasalarının entegrasyonundan, uluslararası sermaye akımlarının krizleri tetiklemedi ki rolü ve sermaye kontrolleri üzerine yoğunlaşmıştır (Süer, 2009: 119).

Sermaye kontrolleri fiyat temelli, miktar temelli ve doğrudan kısıtlama şeklinde uygulanabilmektedir. Fiyat temelli kontroller giriş vergileri şeklinde uygulanırken, miktar temelli kontroller yabancı fonların girişlerine veya mali kurumların ve bankaların dış yükümlülük pozisyonlarına limit getirilerek uygulanan kontrol türleridir. Doğrudan kısıtlama uygulamaları ise 2 şekilde uygulanır. Bunlardan birincisi, fonların girişlerinin ve çıkışlarının yasaklanması ile ani sermaye çıkışlarının döviz kuru dalgalanmalarının önüne geçmek için uygulanan Kantitatif Kısıtlamalardır. İkincisi ise sınır ötesi sermaye hareketlerini daha maliyetli kılan vergi tabanlı kontrollerdir (Açıkgöz, 2008: 59).

Tablo 2.5. Sermaye Kontrolleri Üzerine Yapılan Teorik Çalışmalar

Nekolasik Teori	Keynesyen Teori	İkinci En İyi Teori
<ul style="list-style-type: none">•Sermaye piyasalarında belirsizlik ve istikrarsızlığın olmaması, etkin piyasa şartlarının sağlanması gibi varsayımlara dayandığından, sermaye hareketlerine getirilecek her türlü müdahalenin refahı olumsuz etkileyeceği ileri sürülmektedir.	<ul style="list-style-type: none">•Bu teoriye göre, uygulanacak olan kontrolleri, kısa vadeli istikrar için faydalı olduğu ileri sürülmektedir. Kapasite kullanmayı artıran ve yüksek büyüme hızını kolaylaştıran genişletici para ve maliye politikalarının sermaye kontrollerini kullanmayı gerektirdiğini ifade etmektedir. Genişletici para ve maliye politikaları sermaye kontrolleri ile birlikte kullanıldığında, yatırımlar ya düşük yurtiçi faiz oranlarıyla ya da yurtiçi talep ile özendirilir.	<ul style="list-style-type: none">•Sermaye hareketlerine uygulanacak olan kısıtlamaların faydalı olacağını düşünen bu görüşü göre, serbest piyasada olan aksaklıklar başka bir yolla düzeltilemiyorsa, oluşan bu aksaklıkları düzeltmek için konulacak vergiler veya miktarsal sınırlamaların refahı artırıcı yönde etkide bulunacağını savunmaktadırlar.

Kaynak: Ay ve Mangır, 2007: 129-130

Tablo 2.5.'de sermaye kontrolleri üzerine yapılan teorik çalışmalardan bahsedilmektedir. Keynesyen ve İkinci En İyi teori olarak bilinen teoriler sermaye kontrollerinin sermaye hareketlerini olumlu etkileyeceğini düşünürken, Neoklasik görüşe göre ise sermaye kontrollerinin sermaye hareketlerini olumsuz etkileyeceği görüşünü savunmaktadır. Sermaye kontrollerinin etkileri konusunda iktisat teorileri de ortak görüşe sahip olmadıkları görülmektedir. Sermaye kontrollerin ortaya çıkardığı olumlu ve olumsuz etkiler ise tablo 2.6.'da verilmektedir.

Tablo 2.6. Sermaye Kontrollerinin Ortaya Çıkardığı Etkiler

Olumlu Etkileri	Olumsuz Etkileri
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sermaye kontrolleri servet üzerinden alınan örtük bir vergi olmasından dolayı elde edilen gelirin reel sektöre yeniden dağılımını gerçekleştirir. ➤ Sermaye kontrolleri ödeme dengesindeki problemleri çözmeye yardımcı olmasının yanı sıra kısa vadeli sermaye hareketlerinin ortaya çıkardığı döviz kuru istikrarsızlığını da ortadan kaldırmaktadır. ➤ Gelişmekte olan ülkelerde yetersiz yurtiçi tasarrufların sermaye kontrolleri ile yabancı aktif satın almak yerine yurtiçi yatırıma yönlendirilmektedir. ➤ Sermaye kontrolleri hükümetlerin gelirini, finansal aktiflerini ve bununla beraber serveti vergilendirme gücünü arttırmaktadır. ➤ Yapısal istikrar programlarının uygulanabilmesi adına sermaye akımlarını istikrar bozucu faaliyetlerden uygulanan sermaye kontrolleri koruyabilmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sermaye kontrolleri uygulaması ile artan işlem maliyetleri portföy çeşitlendirme faaliyetlerini düşürerek sermaye piyasasının etkinliğinin kaybetmesine neden olacaktır. ➤ Sermaye kontrollerinin artacağı şüphesi sermayenin dönüş hızında sapmalar oluşmasına yol açabilmektedir. ➤ Bu yolla ulusal para otoritelerinin gücü artarak istedikleri zaman piyasaya müdahale yeteneği kazanmaktadırlar. ➤ Kambiyo kontrollerinin olduğu ülkeden liberal politikalar izleyen ülkelere kaçma eğilimi taşıyan sermaye, sermaye kontrolleri ülke parasının dış değerini düşürücü etkide bulunur.

Kaynak: Şeren, 2011: 138-139

Sermaye kontrollerinin ortaya çıkardığı etkiler tablo 2.6.'da bahsedildiği gibidir. Sermaye kontrolleri sonucunda ortaya çıkan bu etkiler sermaye kontrollerini

sağlamak için kullanılan yöntemler ile sağlanmaktadır. Bu yöntemler Sterilizasyon yöntemi ve Tobin Vergisi olarak uygulanmaktadır.

2.3.1. Sterilizasyon Yöntemi

Sermaye akımının artışı karşısında oluşan parasal genişlemenin kontrol altına alınabilmesi için kullanılabilecek en etkin politika aracı ‘Sterilizasyon’ uygulamalarıdır. Çabuk uygulanabilmesi, etkin sonuç vermesi ve uzun vadeli çözümler getirmesinden dolayı sterilizasyon politikaları oldukça talep görebilmektedir. Sermaye akımlarının giriş ve çıkışlarında etkili bir politika olan sterilizasyon, kamu kesiminin döviz girişi karşılığında piyasaya çıkan ulusal paranın piyasadan çekilmesi için tahvil ihraç etme uygulamasıdır (Pamuk, 2006: 50).

Sermaye hareketlerinin tam olduğu ve döviz kurlarının ise dalgalı olduğu şartlarda para stokunda oluşan değişimler, cari fiyatlar genel seviyesinde de aynı yönde değişmelere neden olması, sermaye hareketlerinin sterilizasyonunu gerekli kılar. Sterilizasyonu iki şekilde tanımlamak mümkündür. Bunlardan ilki temel olarak sterilizasyon, parasal tabanın değişmeden kaldığı, sermaye hareketleri etkilerinin, devlet iç borçlanma senetleri ihracı ile giderildiği bir uygulamadır. Daha ayrıntılı sterilizasyon tanımı ise, kanuni karşılık oranlarının kullanımı ile sermaye hareketlerinin etkilerinin sterilize edilmesi yöntemidir. Bu şekilde uygulanan sterilizasyon uygulamasında parasal taban değişmektedir (Aklan, 2002: 42).

Finansal piyasaların bir bölümünü oluşturan ve birincil para yaratan konumunda Merkez Bankası vardır. Finansal piyasalarda ikincil para yaratan bankacılık sektörünün de denetim alınması sterilizasyon politikasının bir ayağını oluşturmaktadır. Merkez bankasının uyguladığı sterilizasyon yöntemlerinden biri, mevduatların tümü veya bazıları karşısında rezervleri ve karşılıkları arttırarak bankacılık sistemine yabancı fonların girmesini engellemesi uygulamasıdır. Sterilizasyon yöntemlerinden bir diğeri de, merkez bankasının ticari bankalardan çeşitli şekillerde borç almasını ve ticari kazançlardaki kamu mevduatının merkez bankasına aktarılması şeklinde uygulanan politikadır. Bu yöntem, merkez bankasının aktif ve pasifleri üzerindeki faiz oranlarını arttırır, merkez bankasının iskonto kredilerini düşürür ve doğrudan kredi kontrollerine neden olabilir (Pamuk, 2006: 50).

Kamu harcamalarının azaltılması veya vergi oranlarının yükseltilmesini içeren daraltıcı maliye politikaları, sermaye akımlarının sterilize edilmesinde kullanılan başka bir yöntemdir. Uygulanan bu politika ile talep seviyesi düşürülerek enflasyonist baskı en aza indirilebilmektedir. Ancak kamu harcamalarının azaltılması vergi oranlarının artırılmasın daha etkili bir politika aracıdır. Çünkü kredi arz olanakları geniş olan ülkelerde bireylerin harcamaları, vergi yükümlülüklerinden bağımsız bir şekilde artma gösterebilir. Kamu harcamalarının düşürülmesi ise, özellikle ticareti yapılmayan mal ve hizmetlerin satın alınımında azalma şeklinde ortaya çıktığından, talep seviyesinin bu uygulamadan doğrudan bir biçimde etkilenmesi sebebiyle daha etkin bir politika uygulamasıdır. Bütçe açıkları, sermaye hareketlerinin etkilerini sterilize etmeye yönelik politikaların maliyetlerinin yüksek olmasından dolayı artabilmektedir. Ayrıca sterilizasyon politikaları yurtiçi faiz oranlarını sterilizasyon politikalarının uygulanmadığı duruma göre daha fazla arttırmaktadır(Aklan, 2002: 44).

Özetle sterilizasyon politikalarını, aşırı sermaye girişleri karşısında, döviz piyasasına müdahale ederek nominal döviz kurunun değerlendirilmesini amaçlamaktadır (Tanören, 2009: 70).

2.3.2. Tobin Vergisi

Gelişmekte olan ülkelere doğru 1970’li yıllarda yaşanan aşırı miktarda sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik problemler yaşamasına yol açmıştır. Ortaya çıkan bu problemlerin krize dönüştüğü pek çok ülkede çıkış yolları aranmaya başlanmış ve bu çerçevede sınırlandırılmasının fiili olarak zor olan spekülasyon amaçlı kısa vadeli sermaye hareketlerinin en azından vergilendirilmesi üzerinde durulmuştur. Bu neticede ortaya çıkan en popüler öneri James Tobin’in, döviz kurundaki oynaklığı en aza indirmek, ülkelerin makroekonomik performansına yardımcı olmak amacıyla spot döviz işlemleri üzerine bir vergi konulması ve bu vergiden sağlanan hasılatın da uluslararası kalkınma faaliyetlerine yönlendirilmesi şeklindeki görüşüdür (Eser, 2012: 46).

Tobin vergisi niteliği itibari ile kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinden, değer esasına dayanan (ad voleram), düşük oranlı ve bütün ülkeler için geçerli olabilecek tek oranlı bir döviz vergisi olarak ifade edilebilir. Daha basit şekilde Tobin

vergisi, spot döviz alım satım işlemlerine getirilen sabit ama düşük oranlı değer esaslı bir vergi olarak tanımlanabilir. Tobin çok kısa vadeli sermaye hareketlerinin, devletlerin finansal küreselleşme içinde, yabancı paraların ülkeye giriş çıkışlarının kontrol edilmesi yoluyla parasal özerkliklerini güvence altına alabileceklerini, en azından döviz işlemlerinin düşük bir oranda vergilendirilmesi yoluyla cesaretlerinin kırılabileceğini ileri sürmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olduğu ekonomik krizlerinin sonuçları düşünüldüğünde, bu tür sermaye hareketlerinin vergilendirilmesinin önemi büyüktür. Bunun yanı sıra bu tür işlemlerin vergilendirilmesi, dolaylı sermayenin dolaşım hızını da düşürebilmektedir (Yar, 2008: 25-26).

Tobin ileri sürdüğü verginin, tüm finans enstrümanlarına uygulanması gerektiğini dile getirmektedir. Tobin'e göre bu vergi uygulaması, bir para biriminin başka bir para biriminin geçerli olduğu bölgede mal, hizmet ve gayrimenkul alması durumunda uygulanabilecek bir sistemdir. Tobin'in 'throw sand in the wheels' (tekere kum savurmak) sözleri ile özdeşleşen bu teklifi, küresel döviz piyasalarında gerçekleşen kısa süreli ve yüksek miktartlı sermaye hareketlerinin vergilendirilmesini içinde barındırmaktadır. Tobin, döviz alışverişlerini içeren bütün uluslararası kambiyo işlemlerini etkileyecek bir vergi uygulanmasını öneri olarak sunmuştur. Bu vergi alım ve satımda işlemlerin amacına bakmaksızın devreye girecektir. İlk başlarda bu verginin sadece cari piyasada uygulanması düşünülmüş ancak daha sonra cari piyasalardan kaçma yollarının çokluğundan dolayı uygulanacak verginin tüm piyasaları kapsamı gerektiği görülmüştür (Taşcı ve Demirbaş, 2011: 92).

Yapılan bir röportajda konuşan James Tobin, finansal küreselleşme içinde devletlerin parasal özerkliğini nasıl koruyabilecekleri sorusuna cevap olarak ülkelerin, yabancı paraların giriş ve çıkışlarını yavaşlatmanın yollarını bulmaları ve kendi ülkelerinin parasının yabancı paraya çevrilmesini ülkenin bütünü için daha az zararlı hale getirmesi gerektiğini söylemiştir. Tobin aynı röportajda bu vergi önerisini ifade ederken döviz işlemlerinin oldukça düşük bir oranda vergilendirileceğini ve bu şekilde sadece çok kısa vadeli sermaye hareketlerinin cesaretlerinin kırılacağını açıklamıştır (Karaaba, 2006: 55).

Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre Tobin vergisinin etkisi farklılık göstermektedir. Tobin vergisi nispeten zayıf paraların tarafsız alanını güçlü paralardan daha az genişleteceğinden, vergilerin gelişmekte olan ülkelerin paraları üzerinde nispeten daha düşük bir etkisi olabileceği düşünülür (Balseven, 2003: 213).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesini yoluyla caydırılmasını, uzun vadeli yatırımlarının ise özendirilmesini amaç edinen Tobin vergisinin öncelikli hedefi döviz kuru oynaklığını düşürmektir. Spot ve opsiyon piyasalarındaki spekülasyonlara açık olan döviz ticaret hacmi düşünüldüğünde söz konusu piyasalarda istikrar sağlamanın yeni gelişen piyasaları kaldırmak adına önemli olduğu dikkatlerden kaçmamaktadır. Kısacası Tobin vergisinin amaçları;

- Döviz kurunda dalgalanmalara yol açarak ekonomilere zarar veren spekülasyonlarının önünü kesmek
- Merkez bankalarının özerkliğini arttırarak kriz dönemlerinde hükümetlere gereken tedbirleri yerine getirmek adına yeterli hareket alanı oluşturmak
- Barış, güvenli çevre, yoksulluk gibi sorunların çözümünde uluslararası işbirliği sağlayarak kalkınmanın finansmanında gerekli olan kaynakların temin edilmesi gibi amaçları içinde barındırmaktadır (Şeren, 2011: 148).

Volatilité düşürülecek ve kurdaki kısa dönemli beklentilerin yerine uzun döneme yansıtacak şekilde varsayım yapılarak kısa dönemli işlemlerin maliyetin arttırılmıştır. Böylece spekülatif para hareketleri azalacak, ek olarak istikrarsızlık sağlayan iktisadi ajanlara karşı ulusal politikaların özerkliğini sağlayacak olan Tobin vergisinin kısa vadeli sermaye hareketleri için bir filtre görevi üstleneceği ifade edilebilir. Bu amaç doğrultusunda basit bir mantığa dayanan Tobin vergisinin uygulaması, vergi filtre işlevini her bir parasal işlem başına ılımlı bir vergi olarak kısa vadeli yatırımcıları engellemek yolu ile gerçekleşen bir sistemdir (Açıkgoz, 2008: 69).

Tobin vergisinin uygulanmasını gerekli kılan bazı problemler aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

- Spekülatif davranışlar vasıtasıyla kısa vadeli beklentiler oluşturularak uzun vadeli beklentiler etkilenir ve böylece uluslararası işlemlerde risk ve belirsizlik ortamı hâkim olarak ciddi bir krizin yaşanmasına yol açabilir.
- Spekülasyonlar genellikle çok sayıda spekülâtörün ortak hareket etmeleri ile ortaya çıkmaktadır ve bu spekülâtörler başarı ihtimallerinin yüksek olduğundan emin olduklarında harekete geçtiklerinden dolayı ülkeler duruma uyum sağlayarak gereken tedbirleri almak için yeterli vakit bulamamaktadırlar.

- Spekülasyonlar istikrarı bozarak finansal krizleri tetikler ve işsizlik, yolsuzluk oranlarında artış gibi sosyal maliyetlere yol açabilir.
- Döviz kurlarını istikrarlı bir yapıya kavuşturamamış ve finansal piyasaları gereken düzeyde gelişme gösterememiş çoğu ülkede bu tip spekülasyon hareketleri finansal krizleri tetikleyerek, söz konusu ülkelerde küreselleşme karşıtı muhalefeti ortaya çıkartır (Şeren, 2011: 149).

Tobin vergisi prensip olarak sadece spot döviz işlemleri üzerine konulması önerilmiştir. Ancak spekülasyonlar vergiden kaçmak için başka türlü araçlar kullanarak işlem gerçekleştirebilmektedirler. Bunun için Tobin vergisinin uygulama alanının genişletilmesi gerekmektedir. Uygulanacak vergi future, opsiyon ve swap piyasalarını kapsayacak şekilde genişletilse bile yeni menkul kıymet ve türev araçları icat edilebileceğinden Tobin vergisinin kapsamına yeni kurulacak menkul kıymet ve türev piyasası aracı türlerini kapsayacak şekilde genişletilmesi gerekmektedir (Yıldız, 2005: 10).

Tobin, kısa vadeli sermaye hareketlerinden alınması gerektiğini önerdiği vergi oranını %0,1 ile %0,5 arasında olması gerektiğini belirtmiş, ancak daha sonra bu oranın %1'e kadar çıkabileceğini açıklamıştır (Keskin, 2009: 156).

Bu oranda bir spekülasyon kazanç normal vergilerle engellenemez. Tobin vergisi kazanç üzerinden değil toplam işlem hacmi üzerinden alınmakta bu da spekülasyon kazançları üzerinde önemli yükler oluşturmaktadır. Yukarıda ki işlemde % 0,5 oranında bir vergi uygulanması durumunda spekülasyon ilk alışında 5000 Euro vergi ikinci dolar satımında 5500 dolar (1\$=1E) ödemek zorunda kalacaktır. Toplamda 10500 Euro vergi ödemek zorunda kalacaktır. Bu işlemde toplam karın %10,5'ine denk gelen bir vergi oranıyla karşı karşıya kalınmaktadır. Ters bir durumda paritelerde hiçbir değişiklik olmazsa spekülasyon alım satım işleminde %10,5 oranında vergi ödemek zorunda kalacaktır, yani beklentinin gerçekleşmemesi durumunda hem Tobin vergisi ödeyecek hem de kur riski üstlenilmiş olacaktır.

Tablo 2.7. Tobin Vergisinin Yıllık Efektif Oranı (Sabit Döviz Kuru Varsayımında

Nominal Vergi Oranı (%)	Efektif Vergi Oranı (Yıllık %)					
	bir gün/ işlem günü	Bir Hafta	Bir Ay	Üç Ay	Bir Yıl	On Yıl
0,01	7,3/4,8	1,04	0,24	0,08	0,02	0,002
0,05	36,5/24	5,2	1,2	0,4	0,1	0,01
0,1	73/48	10,4	2,4	0,8	0,2	0,02
0,15	109,5/72	15,6	3,6	1,2	0,3	0,03
0,2	148/96	20	4,8	1,6	0,4	0,04
0,25	182,5/120	26	6	2	0,5	0,05
0,5	365/240	56	12	4	1	0,1
1	730/480	104	24	8	2	0,2

Kaynak: Yıldız, 2005: 7

Tablo 2.7.'de bir yılda 240(365/240) işlem günü olduğu kabul edilmektedir. Yıllık efektif maliyetin belirlenmesi her gün bir alım ve aynı tutarda satım olacağı koşuluna bağlıdır.

Burada ön plana iki ayrıntı çıkmaktadır. Bunlardan ilki, döviz değişim işlem sayısı arttıkça sermaye üzerindeki efektif vergi oranı yükselmektedir. Döviz alım ve satımı şeklinde iki taraflı olarak yapılan bir işlem üzerinden Tobin vergisinin oranı, eğer bu işlem yılda bir yapılırsa %1 (%0,5x2), ayda bir yapılırsa %12 ve haftada bir yapılırsa aynı hesaplama %52 gibi bir orana yükselbilmektedir. İkinci olarak, Tobin vergisi bütün spekülasyon işlemleri karsız ve imkansız hale sokmayacak, sadece risk oranını arttıracaktır. Ancak kurlardaki dalgalanmalar karlılık getirebilecek ve aynı zamanda yanlış alınabilecek kararlarda büyük kayıplara yol açabilecektir (Açıkgöz, 2008: 71).

Tobin vergisinin avantajları ve dezavantajları aşağıdaki şekilde sıranabilir;

- Spekülasyon amaç güden döviz hareketlerinin önüne geçerek döviz piyasalarında ki oynaklığı azaltır.
- Ulusal makroekonomik politikalar üzerindeki olumsuzlukları en aza indirgeyerek, ulus devletleri güçlendirir.
- İstikrar bozabilecek spekülasyon işlemler dışında kalan reel işlemler üzerinde minimum saptırıcı etki yapacağından, önemli ölçüde gelir sağlar.
- Politik açıdan avantajlı olmasının yanı sıra adil bir vergidir.

- Para politikaları araçlarına göre döviz kurunda istikrarı sağlamada daha avantajlıdır.
- Ekonomik büyümeye olumlu etkiler yapar

Tobin vergisinin dezavantajları;

- Spekülatif amaç güden sermaye hareketlerini engelleyememektedir.
- Finansal piyasaların etkin çalışmasının önüne geçerek ekonomik büyümeyi olumsuz etkiler.
- Finansal serbestleşme kurallarına uymamaktadır.
- Uluslararası sermaye piyasalarında istikrarı sağlayacağı bilinmemektedir..
- Verginin premitleşmeye yol açma olasılığı vardır (Açıkgöz, 2008: 74-82).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE

3.1. Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Süreci

Liberalleşme uygulamaları bütün dünyada 1970’lerin ortalarından itibaren ülke içi düzenlemeler ile başlamış, 1980’li yıllarda uluslararası boyuta kaymış ve 1990’dan sonra da daha genişlik kazanmıştır. Bu süreç Türkiye’de 1980 dönüşümü ile başlamış ve 1990 yıllarda hızlanarak devam etmiştir (Bilir, 2006: 109).

Türkiye’deki finansal liberalizasyon süreci 1980 öncesi ve 1980 sonrası dönemleri şeklinde incelenecektir.

3.1.1. 1980 Öncesi Dönem

Osmanlı Devleti’nden dışa açık bir ekonomi devralan Türkiye Cumhuriyeti, 1923 yılından itibaren ekonomi politikası olarak özel girişimciliği esas alan liberalizmi tercih etmiştir. Devlet işletmeciliği ve müdahalelerinin en az düzeyde tutulduğu bu dönemde sanayileşmenin piyasa şartlarında gerçekleşmesi ilkesi kabul edilmiştir. bu nedenle Cumhuriyetin ilk yıllarından 1929’da yaşanan ekonomik buhrana kadar olan süreç dışa açık ekonomi politikaları ile ekonominin yeniden yapılandırıldığı dönem olarak belirtilir (Bilir, 2006: 110).

Cumhuriyetin ilk yıllarında İzmir İktisat Kongresi’nin liberal anlayışı ülkeye yabancı yatırım çekmiştir. Ancak bu dönemde ki yabancı sermaye girişi Osmanlı döneminden farklı olarak, Türk vatandaşları ile ortaklık kurularak gerçekleştirilen yatırımlardır. 1920-1930 yılları arasında kurulan 201 Türk Anonim şirketlerinden 66’sında yabancı yatırımların varlığı tespit edilmiştir. Yapılan bu yabancı sermayeli ortaklıkların toplam sermaye içindeki payı ise %43 (31,5 milyon TL) olarak gerçekleşmiştir. Yapılan bu yatırımların sektörel dağılımına bakıldığında ise sanayi, dokuma, gıda, çimento, elektrik ve havagazı kollarında yoğunlaştığı görülmektedir (Görmezöz, 2007: 47).

Ancak Cumhuriyet dönemindeki ekonomide liberalizm ve özel sektörcülüğün ağır bastığı liberal politika uygulamaların beklenen sonuçları vermemesi ve 1929

yılında yaşanan ekonomik buhranın Türkiye ekonomisi üzerinde olumsuz etkileri o zaman kadar uygulanan iktisat politikalarının gözden geçirilmesine ve genel ekonomi ve dış ticaret politikalarında radikal değişikliklere başvurulmasını gündeme getirmiştir. İthalatta gümrük vergisi uygulama hakkının 1929 yılından itibaren doğması ve 1929 ekonomik buhranın etkisiyle, uzun bir süre ‘korumacı ve müdahaleci’ bir Dış Ticaret Politikası uygulamaya başlanmıştır. Bu dönemde ihracat ekonomik hedefler arasında önemi yitirmiş ve ekonomi politikasının temel amacı, kendi kendine yeterli bir ekonomik yapı oluşturmak amaçlanmıştır. Ayrıca bu dönemde, iç piyasaların temel ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik ve hammaddesi yurtiçinden sağlanan endüstriler kurmaya çalışılmış ve bu endüstriler yüksek gümrük tarifeleri ve kambiyo denetimi uygulamaları ile korunmaları sağlanmıştır (Özmen, 2011, 41-42).

Dış ticaret ve dış ekonomik ilişkilerde hükümet, Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ile bazı yetkiler kazanmıştır. Bunun yanı sıra 1940 yılından sonra çıkarılan ‘Milli Koruma Kanunu’ ile hükümet ihracatı ve ithalatı kontrol altına alma yetkileri artmıştır (Sever, 2004: 127).

1946’da Türk lirasının (TL) aşırı değer kaybetmesi ve liberalizasyon listelerinin saptanarak ithalata kota uygulamasının sınırlandırılması ile 1930’lu yıllara damgasını vuran korumacı dış ticaret politikalarından vazgeçilmeye başlanmıştır. Türkiye temel tarım ürünleri ve hammadde ihracatçısı, mamul mal ithalatçısı konumunda olduğu 1930 öncesi yıllara geri dönmüştür. II. Dünya Savaşı sonrasında yeterli döviz rezervi bulunan hatta dış ticaret fazlası olan Türkiye, dünya ekonomisindeki serbestleşme doktrininin etkisiyle dış ticaret alanında bazı önemli adımlar atılmıştır. 1946 yılında TL %116 oranında devalüe edilmiş (1\$ = 2,80 TL), ithalattaki sınırlandırmalar azaltılmış, 1947 yılında Dünya Bankası, IMF, Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü(OEEC) ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşmasına taraf olmuş ve 1949 yılında yeni bir Gümrük Kanunu uygulanmaya başlanmıştır. Bunun yanı sıra 1947 yılında yeni bir kalkınma planı hazırlanmıştır. Hazırlanan bu planın amacı, Truman doktrini çerçevesinde gerçekleşecek olan Marshall yardımlarından yararlanması planlanmaktadır. 1948 yılında Marshall yardımlarından faydalanmak amacı ile OEEC’ye giriş anlaşması yapılmıştır. Türkiye’nin dış yardımlarla elde ettiği gelir 230,6 milyon Amerikan dolarıdır (Bilir, 2006: 112; Özmen, 2007: 42).

Savaştan sonra uygulanan liberal politikalardan 1954-1961 yılları arasında vazgeçilmiş, ihraç mallarına yönelik talebin düşmesi ve ithalat için kullanılabilir dış kaynakların yetersizliği nedeni ile ithalatta önemli ölçüde kısıtlamalar getirilmiştir. 1960'lı yıllarda dışa açık ekonomi politikaları terk edilerek içe dönük politikalara geri dönmüş ve yeni başlayan bu dönemde, ithal ikameci, korumacı dış ticaret politikaları sürdürülmüş ve iç piyasaya yönelik bir sanayileşme politikası benimsenmiştir. İthal ikameci politikaların uygulandığı bu dönemde iç piyasaya dönük üretimin ağırlıkta olması nedeniyle beklenen ihracat artışı gerçekleşmemiş bundan dolayı dış açıklar artmıştır. Dışa bağımlılığı azaltması beklenen bu politikalar, söz konusu dönemde uygulanan politikalar tam aksi bir sonuçlar ortaya çıkarmış ve ekonominin dışa bağımlılığını arttırmıştır. 1970'li yıllarda yaşanan I. ve II. Petrol Krizi Türkiye ekonomisini derinden etkilenmiş ve ithal ikameci politikalardan vazgeçilerek dışa açık politikalara geçilmiştir (Bilir, 2006: 113). Kısacası 1980 öncesi dönemde liberalizasyona yönelik çeşitli politikalar uygulanmıştır. Uygulanan politikaların sonuçlarına göre yeni politika uygulamalarına geçildiği bir dönem olmuştur.

3.1.2. 1980 Sonrası Dönem

24 Ocak 1980 yılında alınan 24 Ocak istikrar kararları ile yeni sürece girilmiştir. Bu süreç ile birlikte finansal liberalizasyon hız kazanmaya başlamıştır. Alınan bu kararların amaçları ise şu şekildedir;

- Ekonomi üzerindeki devlet müdahalelerini son vermek ve hükümetin ekonomik faaliyetlerini minimize ederek piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılmak istenmiştir.
- 1930'lu yıllardan itibaren uygulanan ithal ikameci sanayileşme modelinden vazgeçilerek ihracata dönük sanayileşme modeli kullanılmaya başlanmıştır.
- Bu ekonomi programı ile ekonominin içinde bulunduğu bunalımdan çıkılmak istenmiştir. Ayrıca dış ödeme güçlüklerini aşmak, enflasyon oranını düşürmek, atıl kapasiteleri harekete geçirmek, işsizliği azaltmak ve sürdürülebilir bir büyüme ortamının oluşturulmasıdır (Şahin, 2014: 184-185).

1980 yılında yayınlanan istikrar politikaları temelli liberalizasyon süreci;

- Uygulanan Döviz kuru politikalarında değişime gidilmesi
- Devlet denetiminde kontrol edilen faiz oranlarının serbest bırakılması
- Sermaye piyasası kanunu ile birlikte sermaye piyasası kurulunun kurulması
- Devlet iç borçlanma senetlerinin piyasaya sunulması
- Merkez bankası çatısı altında piyasaların kurulması
- Sermaye akımlarının liberalleşme sürecine girilmesi
- Bankacılık piyasasını kapsayan yeni reformlar ve düzenlemeleri gibi uygulamaları içerisinde barındırmaktadır (Mangır, 2008: 118-119).

Türkiye ekonomisinde 1980-1989 yılları arasında; mevduat ve kredi faiz oranlarını ara sıra kesintiye uğratabile serbestliği sağlanmış, faiz ve kredi dağılımı üzerindeki kontroller kaldırılmış, döviz üzerinden yapılacak işlemler serbestleştirilmiş ve kişilere portföylerinde döviz bulundurmaları imkanı sunulmuştur. İşletmelere, menkul kıymet piyasası oluşturularak yeni finansman kaynakları oluşturulmuştur. Finansal serbestleşmenin ilk aşaması olan yurtiçi finansal piyasaların serbestleşmesi süreci böylelikle tamamlanmıştır (Gürbüz, 2006: 81).

Türkiye ekonomisi bu yeni dönemle birlikte canlanma dönemine girmiş iyi bir büyüme oranı yakalamıştır. Ancak bu dönemde dış borç stoku artma göstermiş ve kamu kesiminin finansman açığının GSMH'ye oranı artmıştır.

Uluslararası ticaretin serbestleşmesinin sağlanması amacıyla 1995 yılında, II. Dünya Savaşının tamamlanmasından sonra başlatılan GATT sürecinin tamamlanması ile oluşturulan Dünya Ticaret Örgütü'ne (DTÖ) üye olunurken diğer taraftan, 1 Ocak 1996 tarihinden itibaren Avrupa Birliği (AB) ile gümrük birliğine gidilmesi kararlaştırılmıştır. 20 Aralık 1995 tarihinde Türkiye açısından ilk olarak Bakanlar Kurulu kararı ile 12 ve 22 yıllık listelerde ertelenen son indirimler uygulanmış ve yine bu listelerle ilgili Ortak Gümrük Tarifesi'ne (OGT) ilişkin uyumlar gerçekleştirilmiştir. Daha sonra 1 Ocak 1996 tarihinden sonra AB ile ithal edilen sanayi ürünleri üzerindeki gümrük vergileri kaldırılırken aynı zamanda gümrük vergilerine eş etkili vergilerde sıfırlanmıştır. Bunların yanı sıra ithalat yasaklamaları, kota gibi miktar kısıtlamaları ve buna benzer eş tedbirlerde kaldırılmıştır. Bunun dışında üçüncü ülkelerle yapılan ticarete uygulanan vergilerde, bazı hassas ürünler dışında AB birliğinin belirlemiş olduğu OGT seviyesine düşürülmüştür. Ticari liberalizasyonun son gelişmesi ise gümrük birliğine girilmesidir. Türkiye'de finansal

serbestleşmenin son ayağını 4875 sayılı ‘Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu’ oluşturmaktadır. Bu kanun yabancı yatırımcıların Türkiye’de yatırım yapmalarını teşvik etmek amacı ile yabancı yatırımcıları yerli yatırımcılarla eşit muameleye tabi kılmak ve yabancı yatırımcıların Türkiye’deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kar, temettü, satış, tasfiye, tazminat ve lisans bedellerini yurtdışına serbestçe transfer edebilmelerini teminat altına almak amacı ile 17 Haziran 2003 tarihinde çıkarılmıştır (Özmen, 2007: 47-48).

3.2. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

1947 yılında çıkartılan 13 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, Türkiye Cumhuriyetinin yabancı sermaye konusunda yapmış olduğu ilk düzenlemedir. Bu karar ile yabancı sermayenin geliş şekli, amacı ve kar transferi konusunda yeni düzenlemeler getirilmiştir. 1950 yılında çıkarılan 5583 sayılı yasa ise Türkiye’nin yabancı sermayeyi teşvik etmek için çıkarılan ilk yasadır. Çıkarılan bu yasa ile Türkiye’ye gelen yabancı sermayeye transfer garantisi verilmiş ve Türk şirketlerin dışardan borçlanmaları halinde bu borçların faiz ödemelerinin transferine de olanak verilmiştir. Bu yasadan bir yıl sonra 1951 yılında çıkarılan 5821 sayılı yasa ile yabancı sermayeyi teşvik etmek amacıyla yeni düzenlemeler yapılmıştır. Çıkartılan bu yasada beklenen yabancı sermaye girişini sağlayamadığı için, 1954 yılında 6224 sayılı yabancı sermaye teşvik kanunu çıkarılmış ve çıkartılan bu yasa yabancı sermaye konusunda yapılan en önemli yasal düzenleme olma özelliğini taşımaktadır. Bu yasa ile daha önce getirilen sınırlamalara son verilmektedir. 6224 sayılı yasa ile memleketin iktisadi gelişimine katkıda bulunulması, ekonomik tekeller, imtiyazlar oluşturulması şartıyla yabancı sermayenin teşvik edilmesi ve yerli şirketlere tanınan tüm haklardan yabancı şirketlerin de yararlanması beklenmektedir (Kar vd. 2004: 25).

Yapılan bu uygulamalar sonucunda 1980 yılına kadar geçen süreçte, 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı yasanın dönemin hükümetlerince yabancı sermayeyi kısıtlayıcı olarak yorumlaması, 1954-1980 yılları arasında geçen 26 yıllık süreçte 229 milyon dolarlık doğrudan yabancı yatırım girmesinin nedeni olarak gösterilebilir (Bozdağlıoğlu ve Evlimoğlu, 2014: 42).

Türkiye’de finansal reform süreci, 1980 sonrası yapısal uyum ve dışa açık, piyasa ekonomisi güdümünde liberalizasyon programının bir uzantısı olarak

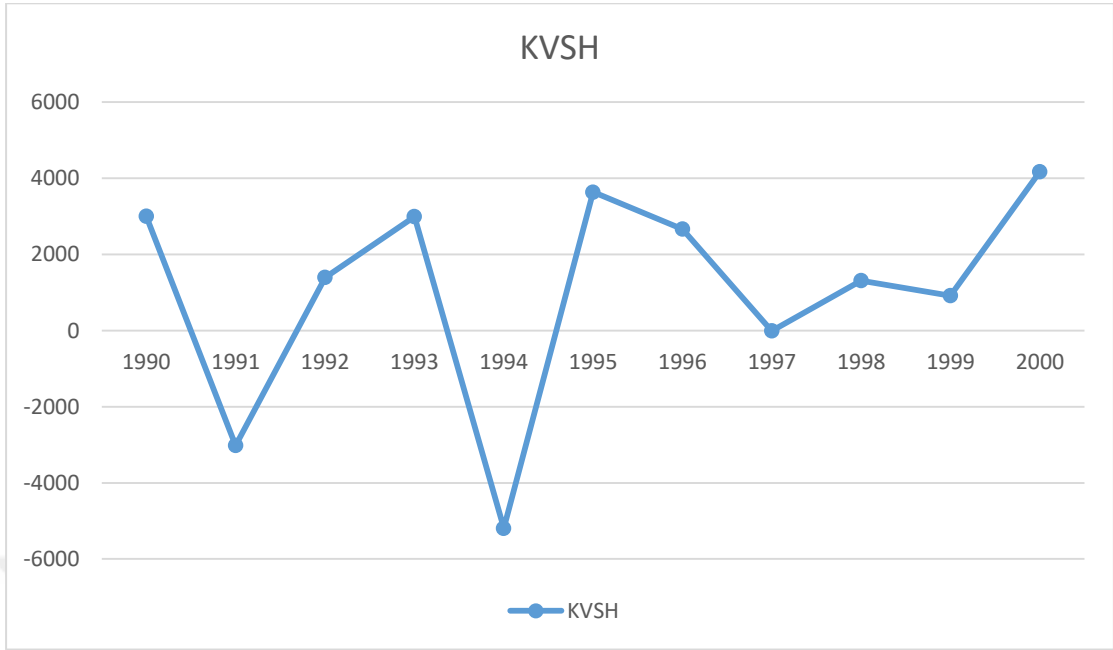
geliştirilmiştir. Bu süreçte 1981 yılında faiz hadlerindeki sınırlamalar kaldırılmış, 1984'te döviz alım satımı serbestleştirilmiş ve 1989'da kambiyo kontrolleri tamamıyla kaldırılarak yurtiçi ve yurtdışı sermaye hareketleri serbestleştirilmiştir. Bu süreçte uluslararası finans piyasalarına yönelik ise 1986 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tekrardan kurulmuştur (Yeldan, 2001: 129).

Türkiye 1989 yılında önemli bir adım atarak sermaye hesabını liberalize etme yoluna girmiştir. Bu uygulama ile yabancıların, Türkiye'de doğrudan sermaye yatırımı ve portföy yatırımı yapmaları kolaylaştırılmış ve yabancı sermayeyi teşvik edici düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler ile yurtdışındaki yerleşik kişilerin Türk menkul kıymet piyasalarında portföy oluşturabilmelerine olanak sağlanmıştır (Cengiz ve Karacan, 2015: 334).

Bu dönemde yabancı sermaye girişlerinde artış gözlemlenmiş ve aynı zamanda sermayenin türü ve nitelikleri de değişme göstererek kısa vadeli, borç kökenli ve spekülasyon bir yapıya bürünmüştür (Aslan, Terzi ve Siampan, 2014: 18).

Türkiye sermaye akımlarının önündeki engellerin tamamen kaldırıldığı 1989 yılından sonra kısa vadeli sermaye akımlarının hızlı ve anlık giriş ve çıkış yapabildiği bir ülke konumuna sahiptir. Dünya'da sermaye hareketleri liberalizasyonunun yaşandığı süreç içerisinde Türkiye'de de makroekonomik dengesizliklerin üstesinden gelinememiştir. Türkiye'de diğer GOÜ'de olduğu gibi kamu kesimi açıkları en önemli makroekonomik dengesizlik unsurlarından birisidir. Kamu kesimi açıkları, iç borç stokunu arttırmış; bu durum yeterince gelişmemiş mali piyasalar üzerinde baskı oluşturarak, faiz oranlarını arttırmıştır. Faiz oranlarının artması ile kısa vadeli sermaye girişlerinde artış yaşanması yurtiçi mali piyasaları bir anda rahatlamasını sağlamıştır. Ancak Türkiye'de yaşanan uzun süreli ekonomik istikrarsızlıklar ve yabancı yatırımcıların beklentilerinin kötüleşmesi, büyük miktarda sermaye çıkışlarına neden olmuştur (Sümer, 2009: 27).

Grafik 3.1. Türkiye’de Sermaye Liberalizasyonu Sonrası KVSH



Kaynak: Eser, 2012: 29

Grafik 3.1 Türkiye’de sermaye liberalizasyonu sonrasında kısa vadeli sermaye hareketleri verileri ile oluşturulmuştur. 1989 yılında uygulanmaya konulan tam sermaye liberalizasyonu hareketinden sonra ülkeye sermaye girişi artmıştır. Ancak 1991 Körfez Savaşı ve 1994 yılında Türkiye’de yaşanan finansal kriz ülkeden ani sermaye çıkışına sebep olmuştur. Ani sermaye çıkışları sermaye hareketlerinde keskin kırılmaları ve ekonomik istikrarsızlığı da beraberinde getirmektedir.

Krediye erişimi kolaylaştırarak tüketimi hızlandıran kısa vadeli sermaye hareketleri bunun yanı sıra Türk lirasının değerlenmesine yol açacağından iç ve dış talep dengesizliğinin artmasına neden olmaktadır. Cari dengenin giderek bozulması ve finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payının giderek artması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını arttırmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 2).

3.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi

Türkiye’de 1990’a kadar olan dönemde gelen sermayenin yarısından fazlası kısa vadeli sermayeden oluşmuştur. 1991 yılında yaşanan Körfez Savaşı nedeni ile

1991 yılında sermaye girişi yerine net sermaye çıkışı yaşanmıştır. Ağustos 1990'da başlayıp Ocak 1991 yılında savaşa dönüşen Körfez Krizi ülke içindeki sermaye hareketlerinde çıkışa neden olmuş ve bu sermaye çıkışı kendini daha çok kısa vadeli sermaye akımları üzerinde göstermiştir. Türkiye yüksek faiz farkına rağmen savaş sebebi ile riskli ülke konumundadır. Buradan anlaşılacağı üzere ülkelerin sahip olduğu faiz farklılıklarına rağmen kısa vadeli sermaye akımları dış şokların ortaya çıkardığı belirsizlik nedeni ile ülkeden ani şekilde çıkabilmektedir (Bilgi, 2009: 76).

Türk lirasının konvertibilitesini IMF'ye onaylatabilmek için dış ticaretinde ve mali piyasalarında bütün ilgili serbestleştirmeleri hayata geçiren Türkiye, böylelikle küreselleşme sürecinin bir parçası haline gelerek mal-para-sermaye piyasalarını devlet müdahalelerinden sıyırmış ve dünya ile bütünleşme sürecini tamamlamıştır. Bu bağlamda finansal dengeleri bozuk, finansal kurumları zayıf, sığ bir finansal piyasaya sahip olan, sanayi ve tarımı düşük verimli Türkiye ekonomisinin söz konusu yeni düzene tepkisi devamlı yaşanan krizler olmuştur (Şeren, 2011: 120).

3.3.1. Nisan 1994 Krizi

1989-1995 yılları arasında Türkiye'de artan kamu açığı ve ithalat finansmanı genellikle kısa vadeli sermaye akımları ile karşılanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarında ki artış, kamu açıklarının artmasıyla beraber daha fazla artmaya devam etmiştir. Artan kamu açıkları yurtiçi faizleri üzerinde baskı oluşturmaya başlamış bu da faiz farklarının daha da artmasına yol açmıştır. Artan faiz farkından faydalanmak için kısa vadeli sermaye Türkiye'ye yönelmiştir. Kısa vadeli sermayenin Türkiye'ye yönelmesi ile TL reel olarak değer kazanmış ve bunun sonucunda ithalat artmış, artan ithalat iç talebi canlı tutmuştur. Aşırı bütçe açığının parasal finansmanı sonucu sürdürülebilir olmayan yapay bir büyüme ortamı oluşmuştur (Eser, 2012: 37).

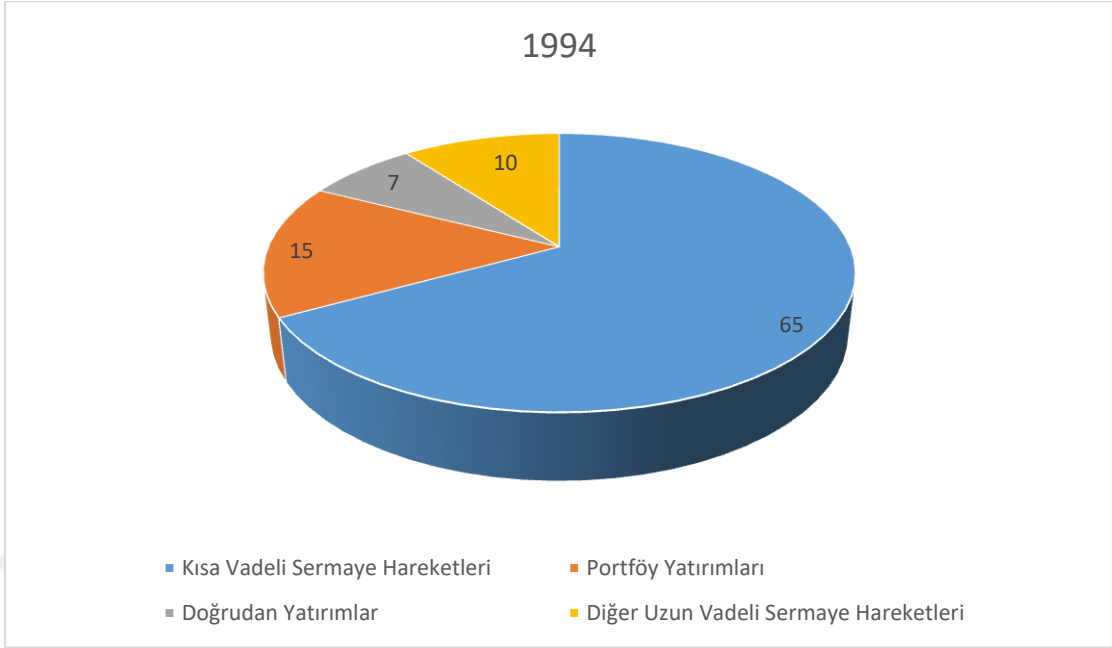
1993 yılında Kamu İktisadi Teşebbüs (KİT) açıkları, altyapı yatırımları, ücret ve maaşlardaki hızlı artışlar, Körfez Savaşı ve terörle mücadele nedeniyle artan ve faizler üzerinde baskı oluşturan kamu açıklarının finansman maliyetinin azaltılması amaçlanmıştır. Bu amaç, borçlanma miktarının sınırlandırılması ile faiz oranları düşmeye başlamış ancak yüksek enflasyon, yüksek cari işlemler ve bütçe açıkları gibi iç ve dış dengesizliklerin var olmasından dolayı TL'ye güven azaldığından, TL tutmak avantajlı olmaktan çıkmıştır. Bunun yanı sıra tahvil ve bonolardan elde

edilecek kazanca 1994 yılından sonra %5 oranında stopaj uygulanacağını ilan edilince, zaten dış kaynak bulmakta zorlanan hazine, iç piyasadan da borçlanmayı azaltma yoluna başvurunca, zorunlu olarak Merkez Bankası kaynaklarını kullanmak durumunda kalmıştır (Şimşek, 2007: 47).

Ocak 1994'te TL yaklaşık %14 oranında devalüe edilmiş ve bunu takiben Mart ayında TL 2 kere daha devalüe edilmiş ve Nisan ayına kadar TL'nin yabancı paralar karşısında değer kaybetmeye devam etmiştir. Bankaların aşırı döviz talebi karşısında Merkez Bankası'nın döviz rezervleri azalmaya başlamıştır. Uluslararası kredilendirme kuruluşları 1994 yılında Türkiye'nin notunu düşürmesi ve bazı ulusal bankaların kapanması ile ülke krize sürüklenmiştir. Merkez Bankası TL'nin aşırı değer kaybetmesini önlemek amacı ile gecelik faiz oranlarını arttırmak zorunda kalmıştır. Krizin yaşandığı 1994 yılı Türkiye açısından ağır kayıpların yaşandığı bir yıl olmuş, enflasyon %106'ları görmüş ve Merkez Bankası rezervleri dibi görmüştür (Bilgi, 2009: 80).

Türkiye açısından krizin yaşandığı 1994 yılı iyi bir yıl olmamış, makroekonomik göstergeler kriz döneminde yerle bir olmuştur. Kriz döneminde toplam sermaye çıkışı 4,2 milyar dolara ulaşmış, hazine bonolarındaki faiz hadleri %400'ü geçmiş, TEFE %121, TÜFE %106, işsizlik oranı %20 olarak gerçekleşmiştir. Ortaya çıkan bu rakamlar tipik bir stagflasyon tablosudur. Sermaye çıkışından dolayı Aralık 1993'te 14000 TL/Dolar olan kur, Nisan 1994'te 40000 TL/Dolar seviyesine çıkmıştır. Ancak 1994 yılının Sonbaharında TL/Dolar kuru 30000 TL'de istikrara kavuşmuştur. Yaşanan tüm bu ekonomik olaylara banka ve firma iflasları da eklenmiştir (Şeren, 2001: 121).

Grafik 3.2. 1994 Yılında Türkiye'nin Sermaye Hareketleri Bileşimi



Kaynak: Berksoy ve Saltoğlu, 1998: 51

Grafik 3.2’de krizin yaşandığı 1994 yılında Türkiye’deki sermaye bileşimleri gösterilmiş ve bu bileşimin içinde kısa vadeli sermayenin payının yüksekliği dikkatlerden kaçmamaktadır. Buradan anlaşılacağı üzere o dönemlerde Türkiye spekülasyon amaçlı sermaye girişlerine sahne olmuş ve arbitraj kazancı sağlamak için uygun görülen ülke konumundadır.

1994 krizinde, kamu kesiminin borçlanma gereğinin arttığı bir dönemde faizler masa başında düşürülmüş ve TL’den kaçış sonucu, dövize hücum edilmiştir. Türkiye’nin 1994 krizini yaşamasının sebeplerinden biri spekülasyon sermaye hareketlerinin varlığıdır. 1994 yılında Türkiye’den 11 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. Dış açığın artması ile birlikte dış borç stoku artmış ve 1989 yılında 47,1 milyar dolardan 1993 yılında 67,4 milyar dolar seviyesine yükselmiştir (Mangır, 2006: 464-465).

Finansal liberalizasyondan sonra yaşanan büyük miktardaki sermaye girişleri; cari açık ve bütçe açığı bakımından makroekonomik koşulları kötüleştirilmiş, ülke parasını yabancı paralar karşısında değerlendirmiş, faiz oranları yükseltmiş ve Türkiye’deki para arzının genişlemesinde etkisi büyüktür. Yaşanan bu makroekonomik sorunlara ek olarak hükümetin sıcak para karşısında izlediği yanlış

politikalar ve hatalı kriz yönetimi 1994 krizinin yaşanmasında önemli bir role sahiptir (Şeren, 2011: 123).

Yaşanan krizin sebepleri toparlanacak olunursa;

- Sürdürülemeyen bütçe açıkları
- Dış borç miktarının büyüklüğü
- Enflasyon oranındaki artış ile birlikte negatif faiz düzeyi
- Üretimin azalması
- Ücret düşüşleri ile birlikte işsizliğin artması
- Küreselleşme ile birlikte hızlı fon akımları
- Bankacılık sistemindeki açık pozisyonların çoğalması
- Sermaye hareketlerini çekebilmek için faizlerin arttırılmasına bağlı olarak 1993 yılında cari cari işlemler açığının 6,4 milyar dolara çıkması
- Yüksek kamu borçları nedeniyle piyasada bulunan aşırı TL
- Merkez Bankasının tam özerk olmamasının ve hazinenin kısa vadeli finansı için kullanılması sonucu yaşanan likidite sorunu yaşanması olarak sıralanabilir (Mangır, 2006: 464).

Tüm bu sebeplerden dolayı yaşanan 1994 krizi ve ortaya çıkan ekonomik tablo için 5 Nisan 1994 yılında 5 Nisan kararları adı altında istikrar programı yayınlanmıştır. Yayınlanan bu programın amaçları ise şu şekildedir;

- Enflasyon oranını hızla düşürmek
- İthalatı azaltıp ihracatı arttırmak
- Dış borçları azaltmak
- Kamu gelirlerini artırarak aynı zaman kamu harcamalarını azaltmak
- Tarım, sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklindedir (Tanören, 2009: 101).

Alınan 5 Nisan kararlarıyla döviz kuru belirleme yönteminde değişikliğe gidilmiştir. Merkez Bankasının 1 \$ resmi döviz satış kuru, Reuters sisteminin Bankalar arası Döviz Piyasası sayfalarında 1 \$ karşılığında TL alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın, saat 15:00'deki döviz alış-satış fiyatlarının ortalaması baz alınarak belirlenme yöntemine geçilmiştir. Bu yöntemle belirlenen döviz kurları Merkez Bankası kurları başlığı altında, 13 Ağustos'tan itibaren yayınlanmaya başlanmıştır. Bir gün sonraki resmi döviz kuru bir gün önceden

ilan edilmesi yoluyla döviz kurunda istikrar sağlanmak amaçlanmıştır (Şimşek, 2007: 49).

1995 yılından itibaren 1,5 DM + 1 \$ oluşan kur sepeti belirlenmiş, kur sepetinin aylık enflasyon oranları kadar arttırılması öngörülmüştür. Sepetteki artış oranı 1995 yılı için hedeflenen enflasyon oranı %38,4 olarak belirlenmiş ve bu tarihten itibaren kur sepetinin hedef değerleri piyasaya ilan edilmiştir (Tanören, 2009: 101).

Alınan bu önlemler kısa vadede sonuç verse de, uzun dönemde olumlu sonuç vermemiştir. Kısa vadeli sermaye girişi ile kısa süreliğine yapay bir büyüme gerçekleşmiştir.

3.3.2. Kasım 2000 Krizi

Uygulanan finansal liberalizasyon politikaları sonrasında ekonominin makro düzeyde performansını, net sermaye giriş ve çıkışlarına aşırı duyarlı ve kırılgan bir yapıya dönüştürmüştür. Ekonomiye girişi sağlanan dış kaynakların tasarruf ve yatırımları arttırmak yerine dolarizasyon sürecine girmiş, ulusal paraya talep azalmış ve yüksek faiz-düşük kur makasında uluslararası yatırımcılara yüksek kar fırsatları sunulmuştur. Türkiye’de uygulanan uluslararası sermaye politikaları doğrudan yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye elverişli olmadığından ülkeye yönelen sermaye hareketlerinin özelliği kısa vadeli ve hızla ülkeden çıkabilen bir yapıya sahip olmasına yol açmıştır (Mangır, 2008: 122).

Yaşanan kriz öncesinde 4204 milyon \$ olan kısa vadeli sermaye girişi, kriz döneminde yaklaşık 3 kat artarak 10984 milyon dolar seviyesinde ülkeden sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Bu durumun hemen ardından devalüasyon beklentisi neticesinde sermaye çıkışı faizlerin yükselmesine yol açmış bu da daha fazla sermaye çıkışına neden olmuştur. Bu dönemde yabancı yatırımcıların dövize olan talebi artmıştır. Döviz rezervlerindeki düşüşe rağmen Merkez Bankası, artan döviz talebini IMF kaynaklı kredilerle ve yüksek faiz politikasıyla engellemeye çalışmış, fakat bunun neticesinde bankacılık sektörü zarar görmüştür. İsteddiği düşük döviz kuru ve yüksek faiz oranı ortamını bulan spekülative amaçlı sermaye bu fırsatı kaçırmamıştır (Yar, 2008: 73). Yaklaşık 1,5 milyar \$ sıcak para 22 Kasım krizinde ülkeden kaçmış, bu kaçış krizi takip eden günlerde de devam etmiştir. 6 Aralık tarihinden sonra

ülkeden kaçan yabancı sermaye miktarı 7 milyar \$ seviyesine çıkmıştır. Kısa vadeli sermayenin yurtdışına çıkışının durdurulamaması neticesinde döviz talebi ve döviz fiyatları üzerinde baskı oluşmuş bunun yanı sıra likidite talebini artırarak faiz oranlarının beklenenden fazla artmasına yol açmıştır (Akdiş, 2004: 42).

Bu gelişmelerin yanı sıra Türkiye'ye Temmuz 1998'de IMF ile yakın izleme anlaşması imzalamış ve bu anlaşmanın amacı, tespit edilen Merkez Bankası iç ve dış varlıklarına yönelik performans ölçülerine uymayan, bütçe, para politikası ve yapısal reformları yapmaktır. Bunu takiben Aralık 1999'da döviz kuruna bağlı enflasyon düşürme programın uygulanmasına başlanmıştır. Bu program sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılmasını, yapısal yeniliklerin gerçekleştirilmesini, özelleştirme hızının artması ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelir politikalarının uygulanmasını içermektedir. Bu program çerçevesinde,

- Merkez Bankası, 2000 yılının başında döviz kuru sepetinin günlük değerini bir yıl süre için 1 Dolar + 0,77 Euro olduğunu duyurmuştur.
- Merkez Bankası net iç varlık yükümlülüğünü sabitlemiş bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlayarak döviz kuru rejimini desteklemeyi amaçlamıştır (Eser, 2012: 38).

Uygulamaya konulan programla uzun yıllardır süregelen yüksek enflasyonun kademeli olarak düşürülmesi amaçlanmıştır. Üç yıllık bir süre için belirlenen hedefler ise, 2000 yılı sonunda TEFÉ'de %20'ye, TÜFE'de %25'e, 2001 yılında %10-12'ye ve 2002 yılı için %5 ve %7 gibi oranlar belirlenmiştir. Kamu kesiminin GSMH'ya oran olarak %3,7 oranında fazla vermesi hedeflenmiştir. Belirlenen bu hedefler için vergi gelirlerinde ve özelleştirme gelirlerinde artış hedeflenirken, personel gelirlerinde ve transfer ödemelerinde azalış beklenilmektedir. Özelleştirme gelirlerinde beklenen gelir 7,5 milyar dolar olarak öngörülüyordu (Pamuk, 2006: 114).

Programın uygulanması ile beraber görülmeye başlanan zayıflıklar ve aksamalar programa duyulan güveni olumsuz etkilemiştir. Enflasyon hedefleri uygulanan programın neticesinde beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş, aynı zamanda yıl içerisinde kurdaki yükseliş %20 seviyelerinde gerçekleşmiştir. TL Aralık 1999'a göre Ocak 2001'de %17 oranında değerlenmiş ve Türk Lirasının değerlenmesi ile birlikte ithalat %23 artış gösterirken, ihracattaki artış çok düşük seviyelerde kalmıştır. İhracatta yaşanan düşüşün ikinci bir nedeni ise, faizlerdeki hızlı düşüş tüketici kredilerini %300 oranında arttırmış ve bu durumun ortaya çıkardığı talep patlaması da üretimin ihracat yerine iç tüketime yönelmesidir. Sonuç olarak 2000 yılında 9,8

milyar dolar olarak gerçekleşen cari işlemler açığının yanı sıra GSMH'da %5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Cari açıkların artması ile artan bu açığın sürdürülebilmesi için dış kaynak girişi sağlanmak istenmiş, fakat 2000 yılında doğrudan yatırım şeklinde yabancı kaynak girişlerinin yeterli seviyeye ulaşmaması dış borçlanmanın gündeme gelmesine neden olmuştur (Eser, 2012: 40).

3.3.3. Şubat 2001 Krizi

2000 yılının Kasım ayında yaşanan krizi, IMF'nin sağladığı ek rezerv kolaylığı ve Türkiye'nin programa desteğini devam ettirmesi ile kısmen üstesinden gelinmiştir. Fakat söz edilen dönemde özellikle bankacılık kesimindeki zayıflıklar daha da yükselmiş ve orta ölçekli bankaların da fona devredilmesi ile kamu kesiminin yükümlülükleri ciddi oranda yükselmiştir. Bu gelişmeler neticesinde yabancı yatırımcılar ülkeye olan güvenini kaybetmeye başlamış ve bu da Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu dış kaynağın gelmemesine neden olmuştur. Yeterince dış kaynağın ülkeye gelmemesi faiz oranlarının aşırı yükselmesine yol açmıştır (Pamuk, 2006: 119).

Türkiye Kasım 2000 yılında yaşanan krizin etkilerini tam olarak atlatamamışken 19 Şubat 2001 tarihinde Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki tartışma ile 2. bir spekülatif saldırılara maruz kalmıştır (Eser, 2012: 41). Döviz krizine endeksli finansal bir kriz olan Şubat 2001 krizinde, gecelik faiz oranları %6000'lerin üzerine çıkmasına rağmen, dövize olan talebin önüne geçememiş ve Merkez Bankasına bir gün içinde gelen döviz artış talebi 7 milyar doları geçmiştir. Şubat 2001 krizinde Kasım 2000 krizinden farklı olarak yerli yatırımcılar da dövize hücum maratonunda ön sıralarda yer almışlardır. Önüne geçilemeyen döviz talebi sonucunda, 21 Şubat gecesi IMF destekli döviz çıpasına dayalı ekonomik program rafa kaldırılarak, Türk lirası dalgalanmaya bırakılmıştır (Yar, 2008: 74).

Artan döviz talebine Merkez Bankası rezervlerinin yetersiz kalmış ve sadece ufak bir miktarını karşılayabilmiştir. Yaşanan bu olaylar neticesinde uluslararası kredi kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmüş ve risk primini arttırmıştır (Pamuk, 2006: 119-120).

Krizin ilk günlerinde 4,9 milyar dolarlık kısa vadeli sermaye ülkeden çıkış yapmıştır. Kriz sürecinde ülkeyi terk eden toplam yabancı sermaye ise yaklaşık 7,5 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde dövize olan aşırı talep borsayı

çökertmiş ve gecelik faiz oranlarını %7500'ler gibi çok yüksek seviyeye yükselmesine sebebiyet vermiştir (Akdiş, 2004: 42). 21 Şubatta kurun dalgalanmaya bırakılması ile 19 Şubatta 1 \$ 685 TL seviyelerinde iken, 23 Şubatta 920 TL seviyelerine yükselmiş ve 28 Şubatta ise 1 Dolar 960 olmuştur (Eser, 2012: 41).

1990'lı yıllardan sonra Türkiye'de sıcak paraya endeksli büyüme modeli hâkim olmuş ve bunun neticesinde Türkiye'de finansal krizler yaşanmıştır. Ayrıca yaşanan bu krizler reel kesimde de önemli boyutlarda zararlara yol açarak krizin etkilerinin sadece mali kesimde yaşanmadığının göstergesidir. Yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde banka çöktürleri artmış, birçok iş yerinin kapanmasına sebep olmuş ve işsizlik çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Sonuç olarak gelir dağılımında bozulmalar oluşmuş, nüfusun küçük bir bölümü zenginleşirken, büyük bir kısmının ise açlık ve geçim sıkıntıları artmaya başlamıştır (Yar, 2008: 76).

Sonuç olarak yaşanan krizlerde, kriz öncesi ve kriz döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye ani girişleri ve ani çıkış makroekonomik dengeleri bozmaktadır. Ekonomik dengelerin bozulmasına neden olan kısa vadeli sermaye, istikrarın sağlanamamasıyla beraber krizleri yaratmakta ve bu krizlerin etkilerini arttırmaktadır.

3.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye'deki Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomisi üzerindeki etkileri azımsanamayacak kadar çoktur. Sebep olduğu krizler, ekonomi üzerindeki yıkın etkisi ülkeyi kaosa sürükleyebilmektedir. Çalışmanın bu kısmında öncelikle yabancı sermaye yatırımları hakkında yapılmış olunan çalışmalardan derlenen literatüre yer verilecektir daha sonra ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve etkileşim içinde olduğu makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki uygulamalı olarak analiz edilecektir.

3.4.1. Literatür Çalışması

Günümüzde GOÜ açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüklüğü ve önemi çok geniş boyutlarda ülke içerisindeki makroekonomik değişkenleri

etkileyebilmektedir. Tabii ki gelişmekte olan ülkeler için bu kısa vadeli sermaye akımlarını ülke içerisine çekebilecek ekonomik ortamın olması gerekir. Ülke ekonomisinin risklerden ne kadar uzak olduğu, ekonomik istikrarın önemi, devletin bu kısa vadeli sermaye girişlerini çekmek için uyguladıkları politikalar vb. birçok etken bu akımlarının yönünü ve boyutunu değiştirmektedir. Gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli sermaye girişlerini sağlayacak ortamı sağladıktan sonra bu sermaye akımlarının ülke ekonomisine etkileri kısa dönemde veya uzun dönemde makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri kendini gösterir. Bu çalışmanın ana konusu olan gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye’deki kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkileri de aynı şartlara tabidir.

Çalışmanın bu bölümünde literatürde yapılan çalışmalar hakkında bilgi verilirken görülecektir ki her çalışmada farklı değişkenler kullanılarak farklı sonuçlar bulunmuştur. Bu kısımda Türkiye ve Dünya’nın bir çok ülkesi için yapılan literatür çalışmalarından söz edilecektir. Yapılan literatür analizinde öncelikle literatürün özeti olarak bir tablo şeklinde sunulacak ve daha sonra literatürde yapılan çalışmalar geniş bir biçimde incelenecektir.

Yazarlar	Dönem ve Metodoloji	Sonuç
Özağ 1994	1980-1992 Çoklu Regresyon Modeli	Yabancı sermaye yatırımlarını en iyi açıklayan değişkenlerin teşvikler ve iç pazar büyüklüğü olduğu varsayılmıştır.
Kraay 1998	1985-1997 EKK Tahmin Yöntemleri	Sermaye hareketleri liberalizasyonunun gelir düzeyine etkisi olduğu ancak bu hipotezin çok destekleyici olmadığı sonucuna varılmıştır.
Bailliu 2000	1975-1995 Panel Veri	Sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerine katkısının istatistiksel olarak anlamlı olduğu ancak negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Baharumshah ve Thanoon 2000	1965-2000 Panel Veri Analizi	Doğrudan yabancı yatırımların Doğu Asya ülkelerinde ekonomik büyümeyi arttırıcı etkisinin göz ardı edilemez şekilde yararlı olduğu belirlenmiştir.
Çeviş ve Kadılar 2001	1989:10-1997:09 VAR Analizi Teknikleri	Yüksek faiz ve düşük döviz kuru politikalarının kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışların ana sebebi olduğu sonucunu tespit etmişlerdir.

Reisen ve Soto 2001	1986-1997 Panel Veri	Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile büyüme arasında uzun dönemli ilişki olduğu gözlenmiştir.
McLean ve Shrestha 2002	1976-1995 Panel Veri	Toplam sermaye akımlarının büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucu tespit edilmiştir.
Iwata ve Tanner 2003	1997:01-1993:12 / 1994:05-2001:01 Birim Kök Testi ve VAR Analizi	Sermaye hareketleri akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ilk dönem için dört geçikmeli ve pozitif olduğu, ikinci dönem için ise iki ay geçikmeli aynı şekilde olumlu olduğu sonucu elde edilmiştir.
İnsel ve Sungur 2003	1989:III - 1999:IV EKK tahim yöntemleri ve Koşullu Varyans(ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmıştır.	Sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerdeki oynaklıkları artırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış açısı getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli etkileri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Kaya ve Yılmaz 2003	1970-2000 ADF Birim Kök Analizi	Doğrudan yabancı yatırımları belirleyicileri olarak en önemli iki değişken kişi başına GSMH ve asgari ücretlerdeki değişimler olduğu tespit edilmiştir.
Işık, Duman ve Korkmaz 2004	1991:Ç1-2001:Ç1 Faktör Analiz Uygulaması (SPSS Programı ile)	İncelenen dönemde popülist politikaların meydana getirdiği talep artışı, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ile birleşince aşırı spekülasyon sermaye hareketlerine dayanan istikrarsız bir ekonomik büyüme meydana geldiği belirlenmiştir.
Nonnemberg ve Mendonça 2004	1975-2000 Panel Veri	Doğrudan yabancı yatırımlar ile borsa piyasası performansı ile yakın ilişki içinde olduğu bulunmuştur.
Onur 2005	1980-2003 Granger Nedensellik Testi ve Otoregresif Model	Türkiye’de finansal serbestleşme sonrasında, ilk 2 yıl için finansal serbestleşme, finansal kalkınma ve açıklığın GSMH'nin nedeni olmadığı ortaya çıkmıştır.
Gürbüz 2006	1990:1-2005:3 VAR Analizi	Kısa vadeli sermaye akımlarının tüketim ve yatırımı etkileyerek GSYİH'da kısa dönemli artışa yol açtığı bulunmuştur.
Küçükaksoy 2006	1992:1-2005:4 VAR Yöntemi	Kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bir birimlik şokun, %26'sı net hata ve noksandan, %21'i portföy yatırımlarından ve %9'luk kısmının cari işlemler dengesinden kaynaklandığı ortaya çıkmıştır.

Yapraklı 2006	1970-2006 Çoklu Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltilme Modeli	Doğrudan yabancı yatırımların GSYİH ve dışa açıklıktan pozitif olarak etkilendiği saptanmıştır.
Batmaz ve Tunca 2007	1992-2003 VAR Modeli ve Eşbütünleşme Analizi	Yabancı yatırımlar ile GSYİH, altyapı yatırımları ve açıklık değişkenler arasında pozitif ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmıştır.
Güneş 2007	1992:01-2003:12 VAR Modeli ve Least Square Tahmin Yöntemi	Kur artışları ile portföy yatırımları arasında negatif bir ilişki içinde olduğu gözlemlenmiştir.
Kıran 2007	1992:01-2006:10 Hata Düzeltilme(VECM) Modeli ve Vektör Otoregresif(VAR) Modeli Kullanılarak İnceleme Yapılmıştır.	Reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun dönemli sermaye hareketleri ile uzun dönemli bir ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir.
Şimşek 2007	1992:1-2005:12 Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Granger Nedensellik Testi	Kısa vadeli sermaye hareketleri ile GSMH arasında çift yönlü nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır.
Tswamuno, Pardee ve Wunnava 2007	1975:Q3-2005:Q1 Panel Veri Analizi	Hisse senedi ve tahvil piyasalarının serbestleşmesi Güney Afrika ülkelerindeki ekonomik büyümeye pozitif bir katkıda bulunmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.
Esen 2008	1980-2007 Korelasyon Katsayısı ile Yorumlanmıştır	Kısa vadeli sermaye hareketleri arttığında döviz kurunun düştüğü sonucu saptanmıştır.
Kar ve Tatlısöz 2008	1980-2003 EKK Yöntemi Kullanılmıştır.	Reel döviz kuru ve işgücü maliyetleri ile doğrudan yabancı sermaye hareketleri arasında ki ilişkinin negatif olduğu sonucuna varılmıştır.
Lee ve Shin 2008	1980-1999 Probit Model ve Panel Model	Finansal serbestleşme finansal derinlikteki bir artış boyunca ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu görülmüştür.
Mangır 2008	2001-2006 VAR Modelinin Varyans Ayrıştırma Yöntemi ile İnceleme Yapılmıştır.	Uluslararası sermaye hareketleri özel sektör kredileri ve özel tüketici kredileri vasıtasıyla tüketim ve yatırımı etkilediği sonucu elde edilmiştir.
Örnek 2008	1996:4-2006:1 Ko-entegrasyon Analizi ve Granger Nedensellik Testi	Kısa vadeli sermaye akımlarının kısa ve uzun dönemde yurt içi tasarrufları negatif bir şekilde etkilediği belirlenmiştir.
Barışık ve Şarkgüneşi 2009	1990-2007 Zivot-Andrews Yapısal Kırılma Testi ve Tado Yamamoto Nedensellik Testi	Doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının bankaların özkaynaklarını ve menkul değer yatırımlarını olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Çak ve Karakaş 2009	1990-2007 Panel Veri	Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede en önemli faktör olarak GSYİH'daki artış olduğu belirlenmiştir.
Demir ve Sever 2009	1992-2006 VAR Modeline Bağlı Olarak Etki-tepki Analizleri ve Varyans Ayırıştırma Yöntemi	Kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde çeken faktörlerin iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip olduğu anlaşılmıştır.
Mucuk ve Demirel 2009	1992:01-2007:09 Johansen Eş Bütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Analizi	Doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi sonucuna varılmıştır.
Sümer 2009	1992:1-2007:4 VAR Analizi	Türkiye ekonomisinde çıktının kısa vadeli sermaye hareketlerine kullanılan diğer değişkenlere göre daha duyarlı olduğu belirlenmiştir.
Azam 2010	1991-2009 Panel Veri Analizi	Doğrudan yabancı yatırımlardaki resmi kalkınma yardımlarının piyasa büyüklüğüne katkısı pozitifdir.
Ereraş ve Öztekin 2010	1995:Q1-2009:Q4 ARDL Modeli	Kısa vadeli sermaye akımları, reel faiz ve nominal döviz kuru arasında uzun dönemde koentegre ilişki bulunmuştur.
Koyuncu 2010	1990-2009 Johansen Eşbütünleşme Testi ve Granger Nedensellik Analizi	Doğrudan yabancı yatırımlar ile gayrisafi yurt içi hasıla, ticari açıklık ve uluslararası rezervler arasında çift yönlü olarak gerçekleşen bir nedensellik ilişkisi saptanmıştır.
Özcan ve Arı 2010	1994-2006 Panel Veri Yöntemi ile GMM Thmin Tekniği	Büyüme oranı, altyapı düzeyi ve enflasyonun doğrudan yabancı yatırımları pozitif olarak etkilediği belirlenmiştir.
Turgut 2010	1992-2008 Sıradan EKK Yöntemi ve Ağırlıklı EKK Yöntemi	Kısa vadeli sermaye hareketlerini döviz kuru ve faiz oranının negatif etkilerken, GSMH ve enflasyonun pozitif etkilediği gözlemlenmiştir.
Uçan ve Öztürk 2010	1991:Q1 – 2007:Q2 Var Analizi ve Johansen Eşbütünleşme Testi	Kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurunun zayıf bir belirleyicisi olduğu sonucuna varılmıştır.
Vergil ve Karaca 2010	1980-2005 Panel Veri Analizi	Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi pozitif olarak elde edilmiştir.
Ekinci 2011	1996-2008 Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Panel Veri Yöntemi	Doğrudan yabancı yatırımlar ile büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif ilişki olduğu görülmüştür.

Kızır 2011	1994-2010 Otokorelasyon Testi, Etki-Tepki Analizi ve Varyans Ayırıştırma	Kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan değişmelerin ilk dönem tamamının kendisinden kaynaklandığı belirlenirken, ilerleyen dönemlerde bu değişimlerin artan bir oranda döviz kurundan kaynaklandığı belirlenmiştir.
Saray 2011	1970-2009 ARDL Eşbütünleşme Testi ve Hata Düzeltme Modeli	Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımlar ile istihdam arasında uzun dönemli ve anlamlı bir ilişkini olmadığı belirlenmiştir.
Akbaş, Şentürk ve Özkan 2012	1990-2010 Westerlund-Durbin- Hausman ve Westerlund Error Correction Panel Eşbütünleşme Testleri	Cari açık, ekonomik büyüme ve kısa vadeli sermaye akımları arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucu elde edilmiştir.
Kara 2012	1991:Aralık-2011: Mart Kejriwal-Perron Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme Testi ve Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi	Sıcak para ile Türkiye'deki gecelik faiz arasında çift taraflı nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır.
Şahin 2012	2001:Q1-2010:Q1 Vektör Otoregresyon (VAR) Yöntemi	Küresel finansal krizlerin Türkiye gelen net sermaye hareketlerinin nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Şentürk vd. 2012	1990-2010 Panel Veri	Cari işlemler açığı ve kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Emir, Uysal ve Doğru 2013	1992:1-2010:4 Johansen Eşbütünleşme Analizi ve Hata Düzeltme Modeli	Doğrudan yabancı yatırımlar ile politik risk ve ülke derecesi arasında tek yönlü olarak belirlenen bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.
Karahan ve İpek 2013	1989-2011 Hacimsel ve Kompozisyonel	Türkiye'ye gelen sermayenin ekonomide kırılğanlıkları artırıcı etkilere sahip olduğu belirlenmiştir.
Karpuz ve Kızıltan 2014	2003:01-2014:03 Granger Nedensellik Testi	Reel döviz kuru ile kısa vadeli yatırımlar arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu sonucu elde edilmiştir.
Çiftçi ve Yıldız 2015	1974-2012 ARDL Sınır Testi ve Tado-Yamamoto Nedensellik Analizi	Gayrisafi yurt içi hasıladan doğrudan yabancı yatırımlara doğru uzun dönemli ve tek taraflı bir nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
Saraçoğlu, Kuzu ve Kocaoğlu 2015	2008:01-2013:05 / 2013:06-2015:05 VAR Modeli ve Granger Blok Dışsalılık/Nedensellik testi	Sermaye hareketlerinin enflasyon ile olan çift taraflı nedensellik ilişkisi FED çıkış sinyali sonrasında yok olmaktadır. Ancak sermaye hareketlerinin faiz ile devam ettiği tespit edilmiştir.

Organ ve Berk 2016	2005:M1-2014:M12 VAR Analizi ve Etki-Tepki Fonksiyonları	Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunu negatif olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.
--------------------	--	--

Özağ (1994), Türkiye'ye yönelik sermaye yatırımlarını etkileyen faktörlerin araştırıldığı çalışmada 1980-1992 yıllarına ait verilerden faydalanmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak doğrudan yabancı yatırımlar kullanırken, bağımsız değişken olarak işgücü maliyeti, döviz kuru, yatırım ve ihracat teşvikleri modele dâhil etmiştir. Analiz sırasında çoklu regresyon modelinden yararlanan Özağ, ayrıca doğrudan yabancı yatırımların ithalat liberalizasyonundan etkilenip etkilenmediğini tespit etmek için Chow testini kullanmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre ise, yabancı sermaye yatırımlarını en çok açıklayan değişkenlerin teşvikler ve iç Pazar büyüklüğü olduğu varsayılır. Ayrıca yabancı yatırımlara ikinci dereceden etkiye sahip olan değişkenler ise reel döviz kuru ve ücret maliyeti olduğu görülür. Yabancı sermaye yatırımların ithalat liberalizasyonunda etkilenip etkilenmediğini incelemek için yapılan Chow testinin sonucuna göre, ithalat liberalizasyonu yabancı yatırımları arttırıcı etkiye sahip olduğu sonucu elde edilmiştir.

Kraay (1998), 1980-1997 yıllarını arasında 117 ülkeyi kapsayan çalışmasında sermaye hareketliliği liberalizasyonun makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu çalışmasında en küçük kareler 'EKK' tahmin yönteminden yararlanan Kraay, değişken olarak ise sermaye hareketliliği liberalizasyonu, kişi başına düşen sermayenin büyüme oranı ve yurtiçi yatırımları ele almıştır. Çalışmanın sonucu olarak ise sermaye hareketleri liberalizasyonunun gelir düzeyine etkisi olduğu ancak bu hipotezin çok destekleyici olmadığı sonucuna ulaşılr.

Bailliu (2000), sermaye akımları ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin analizini gerçekleştirmiştir. Bu analiz gerçekleştirilirken 40 gelişmiş ülkenin 1975-1995 yıllarındaki verileri kullanılmıştır. Bailliu çalışmasını gerçekleştirilirken panel veri analizinden yararlanır. Analizin sonucuna göre, sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerine katkısının istatistiksel olarak anlamlı olduğu ancak büyüme üzerinde negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca banka sektöründeki gelişmelere bağlı olarak bu negatif etkinin pozitif bir etkiye dönüşebileceği gözlemlenir.

Baharumshah ve Thanoon (2000), 6 Doğu Asya ülkesi olan Güney Kore, Singapur, Malezya, Tayland, Endonezya ve Filipinler için yabancı sermaye ve

büyüme ilişkisi analizini gerçekleştirmişlerdir. Bu ülkeler için yapılacak analizde 1965-2000 yıllarına ait verilerini panel veri modelinde kullanarak analiz yapmıştır. Yapılan çalışmanın sonucu göre ise, doğrudan yabancı yatırımlar ve tasarruf oranı ekonomik büyümeyi etkilediği görülürken, doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin yurt içi tasarruflar boyunca doğrudan veya dolaylı olarak olabileceği tespit edilmiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımların Doğu Asya ülkelerinde ekonomik büyümeyi arttırıcı etkisinin göz ardı edilemez şekilde yararlıdır.

Çeviş ve Kadılar (2001), çalışmalarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Analizi gerçekleştirirken 1989:10-1997:09 yıllarına ait veriler ile VAR analizi tekniklerinden faydalanmışlardır. Yapılan çalışmanın sonucuna göre ise, yüksek faiz ve düşük döviz politikasının uygulanmasının kısa vadeli sermaye akımlarının artmasının ana sebebi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca kısa vadeli sermaye girişlerinin artması ile Türk lirasının değer kazanması sonucunda ithalatın artması ve ihracatın azalması ile birlikte cari işlemler açığının önlenemez seviyeye ulaşacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Reisen ve Soto (2001), doğrudan yabancı yatırımlar, büyüme, kısa ve uzun dönemli banka krediler, portföy yatırımları vb. birçok değişken arasında ilişki olup olmadığını incelemek için yapmış oldukları çalışmalarında 1986-1997 yıllarını kapsayan bir analiz gerçekleştirmişler. Bu değişkenler arasında ilişkilerin asıl inceleme alanı ise ele alınan 44 ülke olmasıdır. Reisen ve Soto, analizi gerçekleştirmek için panel veriden yararlanmışlardır. Çalışmanın sonucunda ise, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ile büyüme arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

McLean ve Shrestha (2002), çalışmalarında ele aldıkları üç kıta olan Asya, Latin Amerika ve Afrika'dan toplam 40 ülkeyi için analiz gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sırasında 1976-1995 yıllarına ait verileri kullanana McLean ve Shrestha, panel veriden yararlanmışlardır. Çalışmanın sonucu olarak ise, toplam sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi pozitif bir şekilde etkilediği sonucu elde edilmiştir. Ayrıca doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının da büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu yapılan çalışmaları gözlemlemiştir.

Iwata ve Tanner (2003), ele aldıkları 3 ülke olan Brezilya, Meksika ve Türkiye için sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Her ülke için hem bir veya birden fazla ayrı periyod hem de ayrı ayrı

dönem aralığı inceleme konusu yapan Iwata ve Tanner, Brezilya için dönem olarak 1994:08-1998:12, Meksika için ilk dönem olarak 1988:01-1994:10 ikinci dönem olarak ise 1995:01-2000:12 ve Türkiye için ise 1987:01-1993:12 ve 1994:05-2001:01 olarak iki ayrı periyodu incelemişlerdir. Kullanılan dönemde aylık verilerden faydalanmışlardır. Analizi gerçekleştirirken birim kök testlerinden ve VAR analizi kullanılmıştır. Türkiye için yapılan analizin sonucuna göre, sermaye hareketleri akımları ilk olarak ele alınan dönem için ekonomik büyüme üzerindeki etkisi dört ay gecikmeli olarak ortaya çıktığı ve pozitif ve önemli derecede olduğunu tespit etmişlerdir. Diğer dönemde ise sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi iki ay gecikmeli olduğu ve aynı şekilde pozitif olarak gerçekleşeceği sonucuna ulaşmışlardır. Üç ülke için genel bir sonuç ise, sermaye hareketlerinin enflasyon ve ekonomik büyüme üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu ve etkinin boyutunun ise döviz kuru rejimine bağlı olduğu tespit edilmiştir.

Berument ve Dinçer (2004), sermaye hareketlerinin Türkiye'nin makroekonomik değişkenler üzerindeki performansını incelemek için yaptıkları çalışmadır. Çalışma sırasında 1992:01-2001:06 yıllarını kapsayan aylık veriler kullanmışlardır. Yapılan ekonometrik analiz sırasında VAR analizinde faydalanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucuna göre ise, sermaye akımlarının yerli parayı değerlendirdiği belirlenmiştir. Ayrıca sermaye hareketleri büyüme ve para kaynaklarını arttırdığı görülürken, kısa dönemde faiz oranlarını ve fiyatları azaltıcı etkise bulunduğu saptanmıştır.

Işık vd. (2004), Türkiye ekonomisindeki finansal krizlerin etkilerini belirlemek için yaptıkları çalışmalarında toplam 21 değişkenden oluşan model için değişkenlerin 1991:Ç1-2001:Ç1 dönemlerine ait üçer aylık veriler kullanmışlardır. Faktör analizi uygulaması ile çalışma sırasında SPSS programından yararlanmıştır. Çalışmanın sonucu olarak, Türkiye'de meydana gelen Nisan 1994 ve Şubat 2001 krizlerinin para ikamesi, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ve yükselen konjonktürle gelen talep patlamasının sonucu olduğu görülmüştür. Ayrıca incelenen dönemde popülist politikaların meydana getirdiği talep artışı, bankacılık sisteminin açık pozisyon eğilimi ile birleşince aşırı spekülasyon sermaye hareketlerine dayanan istikrarsız bir ekonomik büyüme meydana geldiği belirlenmiştir.

Nonnemberg ve Mendonça (2004), çalışmalarında 38 gelişmiş ülke için doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Model kurulurken ele alınan değişkenler için 1975-2000 dönemi arasına ait yıllık

verilerle analizi gerçekleştirmişlerdir. Yapılacak analizde panel veri yöntemini kullanan Nonnemberg ve Mendonça daha sonra doğrudan yabancı sermaye ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucu olarak ise, doğrudan yabancı yatırımlar ile borsa piyasası performansı ile yakın ilişki içinde olduğu bulunmuştur. Yapılan Granger nedensellik testine göre ekonomik büyümenin doğrudan yabancı yatırımlara yol açtığı bir nedenselliğin var olduğu kanıtlanmıştır.

Onur (2005), Türkiye için finansal liberalizasyonun GSMH üzerindeki etkisinin analizi için yapılan çalışmadır. Çalışmayı 1980-2003 yıllarına ait verileri kullanarak gerçekleştirmiştir. Analiz sırasında Granger Nedensellik testi ve Otoresif Model'den yararlanmıştır. Yapılan Granger Nedensellik Testine göre, finansal liberalizasyon sonrasında, ilk iki yıl için finansal serbestleşme, finansal kalkınma ve açıklığın GSMH'nın nedeni olmadığı, ancak finansal serbestleşmenin, finansal kalkınmanın 2 yıl gecikmeli ve açıklığın 3 yıl gecikmeli olarak nedeni olduğu belirlenmiştir. Uygulanan otoresif modele göre, finansal serbestleşme GSMH'yı %17 azaltmasının yanı sıra, finansal kalkınmayı %116 ve açıklığı %15 arttırdığı saptanmıştır.

Açıklık vd. (2006), Türkiye'deki reel ücretler, GSMH ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analiz sırasında kullanılan değişkenler için 1980-2002 yıllarına ait veriler öncelikler durağanlık testine tabi tutulmuşlardır. Kullanılan değişkenlerin durağanlık özelliği göstermediğinden dolayı eşbütünleşme analizi ile çalışma sürdürülmüştür. Modelin sonucuna göre ise, ücretler, GSMH ve doğrudan yabancı sermaye arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin varlığı sonucu meydana çıkmıştır. Son olarak yapılan nedensellik testinin sonucuna göre ücretler ile doğrudan yabancı sermaye arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilirken, GSMH ile doğrudan yabancı sermaye arasında çift yönlü bir nedensellik bağına rastlanmamıştır.

Küçükaksoy (2006), çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisindeki makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Kurulacak modelde kullanılan değişkenler ise, kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları, net hata ve noksan, cari işlemler dengesi, gayrisafi milli hâsıla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeksi, faiz oranı, döviz kuru ve enflasyondur. Yapılan analizde ele alınan değişkenler için 1992:1-2005:2 dönemine ait çeyreklik verilerden faydalanmıştır. Yapılacak analizde VAR yöntemi ile kullanılan etki-tepki

fonksiyonları ve varyans ayrışma yöntemi ile sonuçlar elde edilmiştir. Analizin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bir birimlik şokun, %26'sı net hata ve noksandaki, %21'i portföy yatırımlarından ve %9'luk kısmının cari işlemler dengesinden kaynaklandığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca GSMH'de ortaya çıkan bir birimlik şokun kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları ve net hata ve noksan değişkenlerinin etkileri tespit edilmiştir.

Güneş (2007), Türkiye'yi ele alarak yapmış olduğu çalışmada uluslararası sermaye hareketlerini etkileyen faktörleri inceleme konusu olarak seçmiştir. Çalışması 1992:01-2003:12 dönem aralığının aylık verilerini kapsayan Güneş, birçok değişken kullanmıştır. Bu değişkenler arasında reel portföy, faiz, indeks, aylık kur değişimi vb. birçok değişkenden yararlanmıştır. Çalışma sırasında VAR analizi ve LEAST SQUARE tahmin yönteminden faydalanmıştır. Yapılan regresyon tahminleri sonuçlarında VAR modelinde sadece portföy yatırımları kendi içsel gecikmeleri ile anlamlı ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Least Square yöntemin sonucuna göre ise kur artışları ile portföy yatırımları arasında olumsuz bir ilişki içinde olduğu tespit etmiştir. Güneş, bu sonuçlar doğrultusunda alınması gereken birçok tedbir öne sürmüştür. Örneğin, finansal entegrasyon süreci içine giren gelişmekte olan ülkeler küresel sermaye hareketlerinden, kendilerine fayda sağlayacak politikalar sürdürmeleri gerektiğini dile getirmiştir. Bu sağlarken ise ülkenin makroekonomik yapısını sağlamlaştırılmalı, finansal yapısını iyileştirmeli vb. düzenlemelerde bulunması gerektiğini dile getirmiştir.

Şimşek (2007), kısa vadeli sermaye hareketleri ile Türkiye'deki ele alınan makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kurulan modelde ele alınan değişkenler için 1992:1-2005:12 dönemi arasına ait aylık verilerinden yararlanmıştır. Modelde değişkenler arasındaki ilişki incelenirken öncelikle serilerin durağanlık analizi yapıldıktan sonra Johansen eşbütünleşme testi ve Granger nedensellik analizini kullanmıştır. Çalışmanın sonunda ortaya çıkan sonuçlara göre, kısa vadeli sermaye hareketleri, GSMH, reel döviz kuru ve dış ticaret açığı değişkenleri arasında eşbütünleşme olduğu bulunmuştur. Yapılan Granger nedensellik analizinin sonuçlarında ise, kısa vadeli sermaye hareketleri ile GSMH arasında çift yönlü nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru ve dış ticaret açığı arasında da aynı şekilde çift yönlü olarak gerçekleşen nedensellik bağı belirlenmiştir.

Tswamuno vd. (2007), sermaye hareketleri liberalizasyonunun Güney Afrika ülkelerinin ekonomik büyüme ile olan ilişkisini incelemiştir. Yapılan çalışmada ülkelere ait 1975:Q3-2005:Q1 dönemine ait çeyreklik verilerin yer aldığı panel veri analizinden yararlanılarak çalışma yapmıştır. Çalışmanın sonucu olarak, hisse senedi ve tahvil piyasalarının serbestleşmesi Güney Afrika ülkelerindeki ekonomik büyümeye pozitif bir katkıda bulunmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Düzgün (2008), Türkiye için doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yurt içi yatırımları arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığını sınamıştır. Çalışmada değişkenler için 1991:4-2004:4 dönem aralığının ait çeyreklik verilerinden faydalanmıştır. Zaman serileri ile yapılan çalışmada iki aşamalı Engle-Granger Eşbütünleşme yöntemini kullanmıştır. Analiz sırasında ilk olarak değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığı test edildikten sonra Granger Nedensellik analizi yapmıştır. Yapılan analizin sonucuna göre ise, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve yurt içi yatırımlar arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Ayrıca sözü edilen ilişkinin yönü ise, yurt içi yatırımlardan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına doğru olduğu saptanmıştır.

Esen (2008), çalışmada Türkiye'deki kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçili makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Kurulan modelde makroekonomik değişkenler olarak döviz kuru, enflasyon, ödemeler dengesi, yatırım ve tüketim ve son olarak milli gelir değişkenlerini kullanmıştır. Değişkenler arasındaki ilişki incelenirken 1980-2007 yılları arasına ait verilerden yararlanarak ve korelasyon katsayıları yorumlanarak sonuçlara ulaşılmıştır. Çıkan sonuçlara göre, kısa vadeli sermaye hareketleri arttığında döviz kurunun düştüğü sonucu saptanmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğer değişkenlerle olan ilişkisi ise, kısa vadeli sermaye hareketleri arttığında enflasyon oranının düştüğü, kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan artış cari işlemler açığını arttırmakta, kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelecek artışın hem tüketim hem de yatırımı arttırdığı ve son olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin milli geliri arttırdığı gibi sonuçlar elde edilmiştir.

Lee ve Shin (2008), inceleme konusu olarak seçtikleri 58 ülke için finansal serbestleşme, kriz ve ekonomik büyüme ilişkisinin analizini gerçekleştirmişlerdir. Yapılan çalışmada 1980-1999 yıllarını kapsayan yıllık veriler kullanmışlardır. Analiz sırasında probit model ve panel modelden yararlanmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi pozitif bir şekilde etkilediği

sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca finansal serbestleşmenin net etkisi krizlerden sonra faiz oranlarındaki ani artışlardan dolayı pozitif olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Mangır (2008), uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye üzerindeki makroekonomik etkilerini analiz etmek için 2001: Ocak ve 2006: Aralık dönemini kapsayan aylık verilerini kullanmıştır. Kullanılan bu veriler regresyon modelinde kullanılırken reel hale getirilip mevsimsellikten arındırılarak incelemeye almıştır. Mangır, analiz sırasında arz ve talep yönlü modeller kurarak değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Modelde kullanılan değişkenler ise, özel tüketim harcamaları, özel sektör kredileri, TÜFE endeksli reel döviz kuru, özel sektör yatırımı, sanayi üretim endeksi, özel sektör kredileri, sermaye hesabı dengesi ve iç borç faiz oranıdır. Çalışmada yapılan analizde değişkenler arası ilişkinin tespiti için VAR modeli varyans ayrıştırma yöntemi ile test etmiştir. Mangır, analiz sırasında yaptığı ilk ekonomik ilişki faiz oranlarındaki farklılığın sermaye hareketlerini çekmede başarılı olup olmadığını araştırmıştır ve bunu yaparken de Korumasız Faiz Paritesi modelini kullanmıştır. Sonuç olarak ise, faiz ve kur arasında kapsamlı bir ilişki olmakla birlikte 2002-2006 yılları arasında Türkiye’de faiz ve döviz kuru arasında arası da yüksek bir ilişki olup, sermaye girişinin Türk lirasının değer kazanmasında etkili olduğu sonucuna varmıştır. Diğer bir incelemede ise, tüketim ve yatırım uluslararası sermaye hareketleri arasındaki ilişki olmuştur. Yapılan analizin sonucunda uluslararası sermaye hareketlerinin özel sektör tüketimlerindeki değişmelerin açıklama gücünün yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Örnek (2008), çalışmasında Türkiye’de yabancı sermaye akımlarının yurt içi tasarruflar ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin analizinin gerçekleştirmiştir. Analiz sırasında ele alınan değişkenler için 1996:4-2006:1 dönemine ait çeyreklik verilerinden yararlanmıştır. Kurulan modelde öncelikle değişkenlerin durağanlık seviyeleri test edilmiştir. Daha sonra Ko-entegrasyon analizi ve Granger nedensellik testi ile aralarındaki ilişkinin analizi yapılmıştır. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre ise, kısa vadeli sermaye akımlarının kısa ve uzun dönemde yurt içi tasarrufları negatif bir şekilde etkilediği belirlenmiştir. Bununla birlikte, kısa vadeli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların ekonomik büyümeyi pozitif olarak etkilediği görülmüştür. Ayrıca doğrudan yatırımların kısa dönemde ve uzun dönemde yurt içi tasarrufları pozitif olarak etkilediği sonuçları elde edilmiştir.

Barışık ve Şarkgüneşi (2009), yabancı sermaye hareketlerinin Türkiye’deki bankacılık sektörü üzerine etkilerinin analizi hakkında yapmış oldukları

çalışmalarında 1990-2007 dönem aralığını kapsayan verileri kullanmışlardır. Çalışma sırasında yabancı sermayenin bankacılık sektörünün yurtdışından kullandıkları kredilere, bankaların menkul değer yatırımlarına, banka aktiflerine, mevduat toplamına, banka kaynaklarına ve özel sektöre kullandırdıkları krediler etkilerinin analizini gerçekleştirmişlerdir. Analizi gerçekleştirirken öncelikle ADF birim kök testi kullanarak değişkenlerin durağanlık düzeyini belirleyen Barışık ve Şarkgüneşi, daha sonra Zivot-Andrews Yapısal Kırılma Testini uygulamışlardır. Bir sonra ki aşamada VAR modeli kurduktan sonra Tado Yamamoto Nedensellik Analizi kullanmışlardır. Zivot-Andrews kırılma testi sonucuna göre portföy yatırımları ve menkul değerler değişkeni arasında kurulan modellerin birinde %1 anlamlılık düzeyinde bir kırılmanın olduğunu tespit etmişlerdir. Tado Yamamoto Nedensellik testi sonucunda ise, doğrudan yabancı yatırımlardan menkul değerlere ve öz kaynaklara doğru bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucunu varmışlardır. Diğer yandan portföy yatırımlarından banka mevduatlarına doğru güçlü bir nedensellik ilişkisine rastlanırken, öz kaynaklara ve menkul değerlere doğru zayıf bir nedensellik ilişkisinin olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Çak ve Karakaş (2009), çalışmalarında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen faktörleri araştırmışlardır. Çalışmada 1990-2007 dönem arasındaki Bulgaristan, Danimarka, Yunanistan, Macaristan, Romanya, İtalya, Polonya ve Türkiye'ye değişkenler için yıllık veriler kullanmışlardır. Kurulan modelde panel veri yönteminden yararlanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucuna göre ise, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirlemede en önemli faktör olarak GSYİH'daki artış olduğu belirlenmiştir. Ayrıca enflasyon oranının doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu uygulanan testler sonucunda ortaya çıkmıştır.

Sümer (2009), çalışmada sanayi üretim endeksi, doğrudan yabancı sermaye ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmektedir. Ele alınan bu değişkenler için 1992:1-2007:4 dönem aralığını kapsayan üçer aylık veriler ile analiz etmiştir. Modelde kullanılan değişkenler arasındaki ilişki incelenirken VAR analizini kapsayan etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma yöntemi ile incelenmiştir. Çalışmaların sonuçlarında ise, Türkiye ekonomisinde çıktının kısa vadeli sermaye hareketlerine kullanılan diğer değişkenlere göre daha duyarlı olduğu belirlenmiştir. Etki-tepki fonksiyonlarının sonuçlarını göre, değişkenlerin her birine uygulanan şoklarda modelde kullanılan her değişkenin farklı yönde ve farklı şiddette tepki

verdiği gözlemlenmiştir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerindeki şoklara doğrudan yabancı sermayenin ve çıktının verdiği kuvvetin tepki gösterdiği tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırma analizine göre, kullanılan değişkenlerde uzun dönemde ortaya çıkan değişimlerin büyük bir kısmının kendilerine uygulanan şoklardan kaynaklandığı saptanmıştır.

Azam (2010), Ermenistan, Kırgızistan ve Türkmenistan için doğrudan yabancı yatırımların ekonomik belirleyiciler üzerindeki etkisinin analizini gerçekleştirmiştir. Analiz sırasında kurulan modeldeki değişkenler için 1991-2009 yıllarına ait verileri panel veri tekniği ile sonuca ulaştırmıştır. Çalışmanın sonucu olarak, doğrudan yabancı yatırımlardaki resmi kalkınma yardımlarının piyasa büyüklüğüne etkisi pozitif olduğu ve doğrudan yabancı yatırımların enflasyon üzerinde negatif etkiye sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca Ermenistan için doğrudan yabancı yatırımların resmi kalkınma yardımlarıyla olan ilişkisi anlamsız olduğu ve Kırgızistan için doğrudan yabancı yatırımların enflasyon üzerindeki etkisi beklendiği gibi negatif ve anlamsız olduğu sonuçları elde edilmiştir.

Erataş ve Öztekin (2010), Türkiye için yapmış oldukları çalışmalarında kısa vadeli sermaye akımları, reel faiz ve nominal döviz kuru arasındaki ilişkiyi inceleme konusu olarak ele almışlardır. Bu analiz sırasında değişkenlerin 1995:Q1-2009:Q4 dönem aralığını kapsayan çeyreklik veriler kullanmışlardır. Bu değişkenler arasında uzun dönem eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığı anlamak amacı ile öncelikle değişkenlerin durağanlık seviyelerini belirlemişlerdir. Daha sonra elde edilen sonuçlar neticesinde ARDL modelini uygulamışlardır. Analizin sonuçlarına göre, ele alınan değişkenler arasında uzun dönemde koentegre ilişkisi olduğu tespit etmişlerdir. Diğer sonuçlara göre, reel faizde artış olduğu zaman, Türkiye'ye gelen kısa vadeli sermaye hareketleri artmaktadır. Yüksek kur, yatırımcılar tarafından risk olarak kabul edildiğinde, nominal döviz kuru kısa vadeli sermaye girişlerini negatif yönde etkilediğini saptamışlardır. Modelin diğer bir sonucu ise kısa dönemde oluşabilecek bir dengesizliğin yaklaşık üç aylık bir süre zarfından sonra giderileceği sonucu ortaya çıkmıştır.

Özcan ve Arı (2010), 27 OECD ülkesi için doğrudan yabancı yatırımların belirleyicileri üzerine yaptıkları çalışmadır. Analiz sırasında 27 ülke için ele alınan değişkenlerin 1994-2006 yıllarına ait verileri kullanmışlardır. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için panel veri yönteminden ve GMM tahmin tekniğinden faydalanmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre ise, büyüme oranı, altyapı düzeyi ve

enflasyonun doğrudan yabancı yatırımları pozitif olarak etkilediği belirlenmiştir. Ayrıca modelde kullanılan diğer değişkenler olan açıklık ve cari dengenin beklentileri karşılamayarak doğrudan yabancı yatırımlar ile negatif bir ilişki içinde oldukları saptanmıştır.

Turgut (2010), Türkiye için ele alınan makroekonomik değişkenlerin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Çalışma sırasında kısa vadeli sermaye hareketlerinin bağımlı değişken olduğu ve döviz kuru, cari hesaplar, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, enflasyon, faiz ve GSMH gibi bağımsız değişkenlerin kullanıldığı modelde bu değişkenler için 1992-2008 dönem aralığını kapsayan yıllık verilerden yararlanmıştır. Bu değişkenler arasındaki ilişki incelenirken Sıradan EKK yöntemi ile Ağırlıklı EKK yöntemi tercih edilmiştir. Yapılan çalışmaların sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerini döviz kuru ve faiz oranının negatif etkilerken, GSMH ve enflasyonun pozitif etkilediği gözlemlenmiştir. Modelde kullanılan katsayıların arasında en etkin parametrenin döviz kuru olduğu anlaşılmaktadır. Yani kurda meydana gelen ufak düşüşlerin ciddi anlamda kısa vadeli sermayenin çekilmesine neden olacağı belirtilmektedir. Modelde kullanılan diğer değişkenler olan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve cari yatırımların kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen etkin bir parametre olmadığı tespit edilmiştir.

Kızır (2011), çalışmasında Türkiye'deki reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışma sırasında 1994-2010 dönemi ait yıllık veriler kullanmıştır. Modelde kullanılan değişkenler arasında ilişki incelenirken otokorelasyon analizi, durağanlık testi, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma analizinin sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan değişimlerin ilk dönem tamamının kendisinden kaynaklandığı belirlenirken, ilerleyen dönemlerde bu değişimlerin artan bir oranda döviz kurundan kaynaklandığı belirlenmiştir. Reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerin ise ilk dönem için %85,83'ünün kendisinden kaynaklandığı geriye kalan %14,17'lük kısmın ise kısa vadeli sermaye hareketlerinden kaynaklandığı saptanmıştır. İkinci dönemde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurundaki değişimlere olan etkisinin %12,01'e düştüğü gözlemlenirken, diğer dönemlerde de kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurunda ortaya çıkan değişimlerdeki katkısı ilk iki dönemdeki seviyelerde seyrettiği belirlenmiştir.

Akbaş vd. (2012), çalışmalarında cari açık, ekonomik büyüme ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Analiz sırasında 20 OECD ülkesi için kullanılan değişkenlerin 1990-2010 dönemi arasına ait verileri kullanarak test etmiştir. Modelde öncelikle değişkenlerin SURADF, CADF ve CIPS panel birim kök testleri kullanılarak durağanlıkları test edilmiştir. Daha sonra Westerlund-Durbin-Hausman ve Westerlund Error Correction panel eşbütünleşme testleri ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini analiz etmek için Dumitrescu-Hurlin ve Emirmahmutoglu-Köse tarafından geliştirilen nedensellik testleri kullanılarak sonuçlara ulaşılmıştır. Uygulanan panel eşbütünleşme testleri sonuçlarına göre, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Daha sonra yapılan nedensellik testleri sonucuna göre ise, 20 OECD ülkesinin genelinde cari açık ve ekonomik büyüme arasında çift yönlü olarak gerçekleşen bir nedensellik ilişkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca G7 ülkelerinde kısa vadeli sermaye akımlarından cari açık ve ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu belirlenmiştir.

Kara (2012), çalışmada 1991 Aralık ile 2011 Mart arasındaki gecelik faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketlerinin aylık verileri kullanılarak değişkenler arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler için öncelikle ADF, KPSS, Zivot-Andrews ve Lee-Strazicich Birim Kök testlerini kullanmıştır. Daha sonra ise Kejriwal-Perron yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi ve Toda-Yamamoto nedensellik analizinden yararlanarak çalışmaya devam etmiştir. Kejriwal-Perron yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi sonucuna göre, incelenen dönem içerisinde sadece Temmuz 2000 yılında gerçekleşen tek bir kırılmanın olduğu belirlenmiştir. Yani bu kırılmanın gerçekleştiği Temmuz 2000 yılından önce Türkiye'de sıcak para ile gecelik faiz oranı arasında bir ilişki bulunmaz ikin bu tarihten itibaren sıcak para ile gecelik faiz arasında negatif bir ilişkinin varlığı bulunmuştur. Toda-Yamamoto nedensellik analizinin sonucuna göre ise, sıcak para ile Türkiye'deki gecelik faiz arasında çift taraflı nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır.

Şahin (2012), Türkiye için yapılan çalışmada küresel finansal krizin net sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları üzerinde etkisi olup olmadığını analiz etmiştir. Modelde ele alınan değişkenler için 2001:Q1-2010:Q1 dönemine ait çeyreklik verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmada VAR tahmin yönteminde kullanılan etki-tepki fonksiyonları, varyans ayrıştırması ve nedensellik analizi yapılmaktadır. Granger nedensellik testi sonucuna göre, küresel finansal

krizlerin Türkiye gelen net sermaye hareketlerinin nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca küresel finansal krizlerin Türkiye'deki portföy yatırımlarının da nedeni olduğu tespit etmiştir. 10 dönemden oluşan varyans ayrıştırma sonuçlarına göre, doğrudan yatırım değişkeninde meydana gelen değişikliklerin kendisinden kaynaklansa da ilerleyen dönemlerde net sermaye hareketlerinin ve portföy yatırımlarındaki değişikliklerin etkisinin arttığı ve doğrudan yatırımların kendisinden kaynaklanan değişikliklere olan etkisinin azaldığı görülmüştür. Etki-tepki fonksiyonlarının sonuçlarına göre, doğrudan yatırımlarda ortaya çıkan değişmelere toplam sermaye hareketleri ile portföy yatırımları ilk dönemde pozitif etki verirken, bu etki ikinci dönemde negatife dönüşmekte ve ondan sonraki dönemlerde durağanlaştığı belirlenmiştir.

Şentürk vd. (2012), ekonomik büyüme ve kısa dönemli sermaye akımları arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada 20 OECD ülkesi ele almıştır. Araştırılan bu nedensellik ilişkisi için 1990-2010 yılları arasına ait verilerinden faydalanmıştır. Analizi gerçekleştirmek için panel veriden yarar sağlanmıştır. Sonuç kısmında ise, cari işlemler açığı ve kısa dönemli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığı görülmüştür. Ayrıca cari işlemler açığından kısa vadeli sermayeye doğru gerçekleşen bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Direkçi ve Kaygusuz (2013), Türkiye için kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler ile olan ilişkisinin incelendiği bir çalışmadır. Analizi gerçekleştirmek için 1990:Q1-2012:Q4 dönem aralığını kapsayan verilerden faydalanmışlardır. Modelde ele alınan değişkenler ise, kısa vadeli sermaye hareketleri, enflasyon oranı, milli gelir, cari açık ve reel faiz oranıdır. Analiz sırasında ilk olarak ADF ve PP durağanlık testi ile değişkenlerin durağanlık seviyelerini belirlemişlerdir. Daha sonra ARDL sınır testi ve Tado Yamamoto Granger Nedensellik testi yardımıyla çalışmaya devam etmişlerdir. Çalışma sırasında yapılan durağanlık testi sonucunda değişkenlerin aynı seviyede durağan çıkmamasından dolayı yapılan ARDL test sonucuna göre, gayrisafi milli hasılanın bağımlı değişken olarak kabul edildiği model istatistiksel olarak anlamlı bulmuşlardır. Diğer yandan kısa vadeli sermaye akımlarından gayrisafi milli hasılaya doğru kısa ve uzun dönemde anlamlı bir ilişkinin olduğunu tespit etmişlerdir. Yapılan Tado Yamamoto Granger Nedensellik testinde ise, kısa vadeli sermaye hareketlerinden gayrisafi milli hasılaya doğru tek yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya çıkmıştır. Bunun yanında reel faiz oranından kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek yönlü ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Aslan vd. (2014), Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak için yaptıkları çalışmalarında 1998:1 – 2011:4 dönemi arasındaki verileri kullanmışlardır. Çalışmada serilerin durağanlık seviyelerini belirlemek için ADF birim kök testi kullanılmış daha sonra değişkenler arasında ki nedensellik ilişkisinin belirlenmesi üzere Granger Nedensellik analizi kullanılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinden GSYH'ya doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanırken, kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında ise çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Karpuz ve Kızıltan (2014), reel döviz kuru ile Türkiye'ye gelen kısa vadeli yabancı yatırımlar arasındaki ilişki olup olmadığının analizini gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada yapılacak olan ekonometrik analiz için 2003:01-2014:03 dönemi için aylık verileri kullanmışlardır. Analiz sırasında öncelikle değişlerin ADF durağanlık testi ile durağanlık seviyeleri incelenmiş ve daha sonrasında Granger Nedensellik analizi ile değişkenler arasında ilişki olup olmadığı sınanmıştır. Yapılan analiz sonucuna göre ise, kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasında çift yönlü olarak gerçekleşen bir nedensellik ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Aydemir ve Genç (2015), uluslararası sermaye hareketlerinin belirleyicilerini doğrudan yabancı yatırımlar bağlamında yapılan bir analizdir. Çalışmanın ana odağı Türkiye'dir. Analiz sırasında kullanılan değişkenlerin 1991:Q4-2014:Q3 dönemine ait çeyreklik verilerini kullanmışlardır. Modelde ele alınan değişkenler ise, doğrudan yabancı yatırımlar, gayrisafi yurt içi hâsıla, ticari açıklık, enflasyon ve birim işçi maliyetleridir. Aydemir ve Genç çalışmalarında değişkenlerin durağanlık analizlerini Kapetanios çoklu yapısal kırılmalı birim kök testi ile sınamışlardır. Sonrasında Maki çoklu yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi uyguladıktan sonra dinamik EKK yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarında iki ayrı model kullanan Aydemir ve Genç, ilk modelin sonucunda birim işçi maliyeti dışındaki tüm değişkenlerin istatistiksel olarak anlamlı olduklarını ve gayrisafi yurt içi hâsıla ve ticari açıklığın doğrudan yabancı yatırımları pozitif ve kuvvetli bir şekilde etkilediği sonucunu elde etmişlerdir. Diğer bir değişken olan enflasyon ise doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediği tespit edilmiştir. İkinci modelin sonucunda ise, modelde kullanılan tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca gayrisafi yurt içi hâsıla, ticari açıklık ve birim, işçi maliyetleri doğrudan yabancı yatırımları pozitif etkilediği görülürken, enflasyonun doğrudan yabancı yatırımları negatif etkilediğini görmüşlerdir. Diğer

yandan Pazar büyüklüğü doğrudan yabancı yatırımları etkileyen en önemli değişken olarak öne çıkmıştır.

Saraçoğlu vd. (2015), Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri, döviz kuru, enflasyon ve faiz oranı arasındaki ilişkilerin global ekonomik politikalar çerçevesinde incelemiştir. Yapılan bu çalışmada yazarlar iki ayrı dönem için iki ayrı model kurmuşlardır. Bu dönemlerin ayrımını ise “Küresel Finansal Kriz-FED Çıkış Sinyali Arası Dönem” ve “FED Çıkış Sinyali Sonrası Dönem” olarak yapmışlardır. Küresel Finansal Kriz-FED Çıkış Sinyali Arası Dönem için 2008:01-2013:05 dönem aralığının aylık verileri kullanılırken, FED Çıkış Sinyali Sonrası Dönem için 2013:06-2015:05 döneminin aylık verilerinden yararlanmıştır. Çalışmada ilk olarak değişkenlerin durağanlık analizi yapıldıktan sonra VAR modeli kurularak Granger blok dışsallık/nedensellik testi uygulanmıştır. Daha sonra etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması uygulanmıştır. Kurulan iki ayrı modelin karşılaştırmalı nedensellik sonucuna göre, sermaye hareketlerinin enflasyon ile olan çift taraflı nedensellik ilişkisi FED çıkışı sinyali sonrası dönemde ortadan kalktığı görülmüştür. Fakat sermaye hareketlerinin faiz ile olan nedensellik ilişkisinin devam ettiği tespit edilmiştir. Sermaye hareketlerinin kur ve faiz ile olan nedensellik ilişkisi FED çıkışı sinyali sonrası dönemde farklılaşmakta olduğu ve faiz ile olan nedensellik ilişkisinin güçlendiği ortaya çıkmıştır. Etki-tepki analizi sonucunda ise, sermaye hareketlerinin döviz kurunda meydana gelen şoklara karşı tepki oranı FED çıkışı sinyali sonrası dönemde pozitiften negatife doğru geçtiği saptanmıştır. Aynı şekilde enflasyonda meydana gelen tepki oranı pozitiften negatife geçiş göstermektedir. Diğer bir değişken olan faizde ortaya çıkan şoklara karşı tepkiselliği ise iki dönemde de pozitifdir. Son analiz olan varyans ayrıştırma sonuçlarında, sermaye hareketlerinin döviz kuru ve enflasyonda meydana gelen değişimleri açıklamada her iki dönemde de son sırada yer aldığı ve faizde ortaya çıkan değişimleri açıklamada ise 2. Sıradan son sıraya düştüğü sonuçlarına ulaşmışlardır.

Organ ve Berk (2016), Türkiye için kısa vadeli sermaye ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sırasında 2005:M1-2014:M12 dönemi arasındaki aylık verileri kullanmışlardır. Modelde kullanılan değişkenler ise, döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketleri, yurt içi faiz oranı ve yurt dışı faiz oranıdır. Analiz sırasında değişkenlerin öncelikle ADF ve PP durağanlık testi ile analiz edilmiştir. Durağanlık analizinden sonra VAR analizi, etki-tepki analizi ve varyans ayrıştırması testi uygulamışlardır. Etki-tepki analizi sonucuna göre, kısa vadeli sermaye

hareketlerinde ortaya çıkan bir şokun döviz kurunda %4 gibi bir düşüşe sebep olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunu negatif bir şekilde etkilediği ortaya çıkmıştır. Varyans ayrıştırma testi bulgularına göre ise, döviz kurunu ilerleyen zamanlarda etkileyen en önemli değişkenin kısa vadeli sermaye hareketleri olduğu ve aynı zaman kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen en önemli değişkeninde döviz kuru olduğu sonucuna varılmıştır.

3.4.2. Yöntem ve Veri Seti

Literatürde yapılan çalışmalarda kısa vadeli sermaye hareketleri, döviz kuru ve faiz oranı analizlerin(Küçükaksoy;2006, Gürbüz;2006, Turgut;2010) ortak değişkenleri olarak görülmektedir. Ayrıca yapılan analizlerde bu değişkenlerin yanına enflasyon oranı, milli gelir, dış ticaret hadleri vb. değişkenlerinde analizlerde(Esen;2008, Akbaş vd;2012, Gündoğdu;2014) kullanıldığı görülmektedir. Bu doğrultuda literatürde yapılan çalışmaların ortak noktalarından hareketle Türkiye için yapılan bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerini temsilen ‘kısa vadeli dış borç’(Y), mevduat faizi(X1), TÜFE bazlı reel döviz kuru indeksi(X2), Merkez Bankası brüt döviz rezervleri(X3), enflasyon oranı(X4), GSMH(X5), işsizlik oranı(X6) ve cari açık (ithalat-ihracat)(X7) değişkenleri analizde kullanılacaktır.

Bu çalışmada 2002:Q4-2016:Q4 dönemini kapsayan verilerden yararlanılacaktır. Çalışmanın bu dönem aralığını kapsamı üst üste yaşanan 2000 ve 2001 krizlerinin ve koalisyon hükümetlerinin ardından 2002 yılından günümüze gelen siyasi istikrar göz önünde bulundurulmasıdır.

Çalışmada kullanılan 2002:Q4-2016:Q4 dönemi kapsayan değişkenlere ait verileri Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası(TCMB), Türkiye İstatistik Kurumu(TÜİK) ve Uluslararası Para Fonu(IMF) veri sistemlerinden elde edilmiştir.

Bu çalışmada kısa vadeli sermayenin Türkiye için makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisinin analizi için 3 farklı ekonometrik model kurulacaktır. Kurulacak bu modellerde kısa vadeli sermaye hareketlerini temsilen kullanılan kısa vadeli dış borç stoku bağımlı değişken iken modelde kullanılacak bağımsız değişkenler farklılık gösterecektir. Kurulacak modeller aşağıdaki gibidir;

$$Y = \alpha + \beta X1 + \gamma X3 + \phi X4 + \varepsilon \quad (3.1)$$

$$Y = \alpha + \beta X_2 + \gamma X_7 + \varepsilon \quad (3.2)$$

$$Y = \alpha + \beta X_5 + \gamma X_6 + \varepsilon \quad (3.3)$$

Çalışmanın bu kısmında kurulan modeller için ekonometrik analizler yapılacaktır.

3.4.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerini Belirleme Modelleri Uygulamaları

Bu bölümde, kurulan modeller için ayrı ayrı uygulamalı analiz yapılacaktır. Analizlerde değişkenlerin durağanlık sonuçlarına göre farklı yöntemlerden yararlanılacaktır.

3.4.3.1. Model 1

Kısa vadeli sermaye hareketlerini temsilen kullanılan kısa vadeli dış borç modelin bağımlı değişkenini oluştururken, faiz oranları, Merkez Bankası döviz rezervleri ve enflasyon oranı gibi değişkenlerde modelin bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Kurulan model ise şu şekildedir;

$$Y = \alpha + \beta X_1 + \gamma X_3 + \varphi X_4 + \varepsilon$$

ADF birim kök testi ile değişkenlerin durağanlık seviyeleri test edilecektir. Birim kök testi sonuçları;

Tablo 3.1. Model 1 ADF Birim Kök Test Sonuçları

Düzyey (Sabit Terimli ve Trendli)		Birinci Fark (Sabit Terimli ve Trendli)		
	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri
Y	2,9339	0,1611	5,4189*	0,0002
X1	2,6776	0,2495	6,7662*	0,0000
X3	1,5104	0,8147	5,6260*	0,0001
X4	4,8651*	0,0023	-	-

Not: Asterisk (*), durağanlık seviyesini göstermektedir.

Değişkenlerin durağanlık seviyelerinin test edildiği tablo 3.1’de %5 anlamlılık seviyesi göz önünde bulundurulmaktadır. ADF birim kök testi sonuçlarına göre Merkez Bankası döviz rezervleri değişkeni düzeyde durağan iken diğer değişkenler birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmektedir. Değişkenlerin düzeyde durağan olmamaları ve aynı derece farkı alındığında durağan olmaları şartlarına bağlı olarak test edilebilen Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) eş bütünleşme testleri için kurulan model uygun olmamaktadır. Bu nedenden dolayı değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin incelenmesi için değişkenlerin düzeyde veya farkı alındığında durağan olmasına bakılmaksızın kullanılabilen ARDL yöntemi kullanılmıştır. ARDL sınır testi yaklaşımının modele uyarlanmış şekli aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.2. Model 1 İçin ARDL Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık*
Y(-1)	0,9100	0,0467	19,4806	0,0000
X1	-632,2770	266,4076	-2,3733	0,0218
X3	0,5089	0,1427	3,5652	0,0008
X3(-1)	-0,2596	0,2272	-1,1427	0,2589
X3(-2)	-0,1556	0,2340	-0,6649	0,5093
X3(-3)	0,3717	0,2347	1,5837	0,1200
X3(-4)	-0,3788	0,1480	-2,5580	0,0138
X4	677,4154	296,1277	2,2875	0,0267
C	6017,965	5277,820	1,1402	0,2600
R^2	0,9901	Ortalama Bağımlı Değişken		71408,00
Düzeltilmiş R^2	0,9884	D-W İstatistiği		1,8722
F-istatistiği	589,7895	Olasılık(F-istatistik)		0,0000

Kurulan ARDL modelinde olasılık(F-istatistik) değerine bakıldığında kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca modelde ardışık bağımlılık sorunun olmadığı da Durbin-Watson($D_U(1,421) < DW(1,8722) < 4-D_L(1,674)$) testi sonucuna ulaşılmıştır. Modelde ardışık bağımlılık sorunun olmaması kurulan hipotezlerinde geçerliliğini de daha anlamlı hale gelmesine yardımcı olacaktır. Son olarak kurulan modelde R-squared değerinden de anlaşılacağı üzere modelin açıklama gücü yüksek ve regresyon modelinin uyumlu olduğu belirtilebilmektedir.

White Testi		Modelde değişen varyans sorunun olup olmadığını tespit etmek üzere yapılan White Testi sonuçları gösterildiği gibidir. Yapılan testin sonucuna göre ' H_0 :Sabit varyans geçerlidir' hipotezi kabul edilmektedir(prob>0,05). Modelde değişen varyans sorunu olmadığını sonucuna ulaşılmıştır.
F-İstatistiği	Olasılık	
0,405106	0,9833	
Değişen Varyans Testi		Model için bir diğer sorun olan Çoklu Bağlantı Sorunu için yapılan değişen varyans testi sonuçlarına göre kurulan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunun olmadığı tespit edilmiştir.
Değişkenler	VIF	
Y(-1)	10,65446	
X1	9,452918	
X3	43,08592	
X3(-1)	114,8744	
X3(-2)	126,8562	
X3(-3)	132,3116	
X3(-4)	54,98706	
X4	6,704151	
C	NA	
Normallik Testi		Hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığının test edildiği Normallik Testi sonuçlarına göre ' H_0 :Hata terimleri normal dağılmaktadır' hipotezi kabul edilmektedir(prob>0,05). Yapılan test sonucuna göre hata terimlerinin normal dağıldığı sonucu elde edilmiştir.
Jarque-Bera	Olasılık	
4,071277	0,130597	

ARDL modeli kurulduktan sonra değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olup olmadığı ile sınır testi sınanacaktır. Sınır testi sonuçları aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.3. Model 1 için Sınır Testi Sonuçları

k	F İstatistiği	Alt Sınır (%5)	Üst Sınır (%5)
3	1,5234	2,79	3,67
Not: k modelde yer alan bağımsız değişkenlerin sayısıdır.			

Model de $k = 3$ için F istatistiği alt kritik değerinin altında kalmasından dolayı değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olmadığı belirlenmiştir. Başka bir ifade ile seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı yapılan çalışma sonucunda anlaşılmıştır. Değişkenler arasında ARDL yöntemi ile yapılan analizde uzun dönemli ilişkinin varlığının tespit edilmemesi üzerine modelde kullanılan ve düzeyde durağan çıkmayan değişkenlerin farkları alınarak durağanlaştırılmasını ile beraber VAR analizi yapılabilecektir. Değişkenlerin farkları alınarak durağan hale gelmesi ile birlikte oluşan denklem aşağıda ki gibidir:

$$DY = \alpha + \beta DX1 + \gamma DX3 + \phi X4 + \varepsilon$$

Var analizi için kullanılacak denklem oluşturulduktan sonra analizde kullanılmak üzere model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğu ise Tablo 3.4'de gösterilmektedir.

Tablo 3.4. Model 1 Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.13e+16	48.31854	48.46587	48.37536
1	124.5145*	1.62e15*	46.37002*	47.10668*	46.65412*
2	15.06555	2.12e+15	46.62782	47.95381	47.13920
3	17.16726	2.59e+15	46.80170	48.71702	47.54036
4	20.86935	2.80e+15	46.83026	49.33490	47.79620
5	22.05812	2.82e+15	46.75442	49.84840	47.94765

Not: Asterisk(*) kriterler için uygun gecikme uzunluğunu temsil eder.

Seçilen gecikme uzunluğu VAR analizi için kullanılacak testlerde göz önünde bulundurulacaktır.

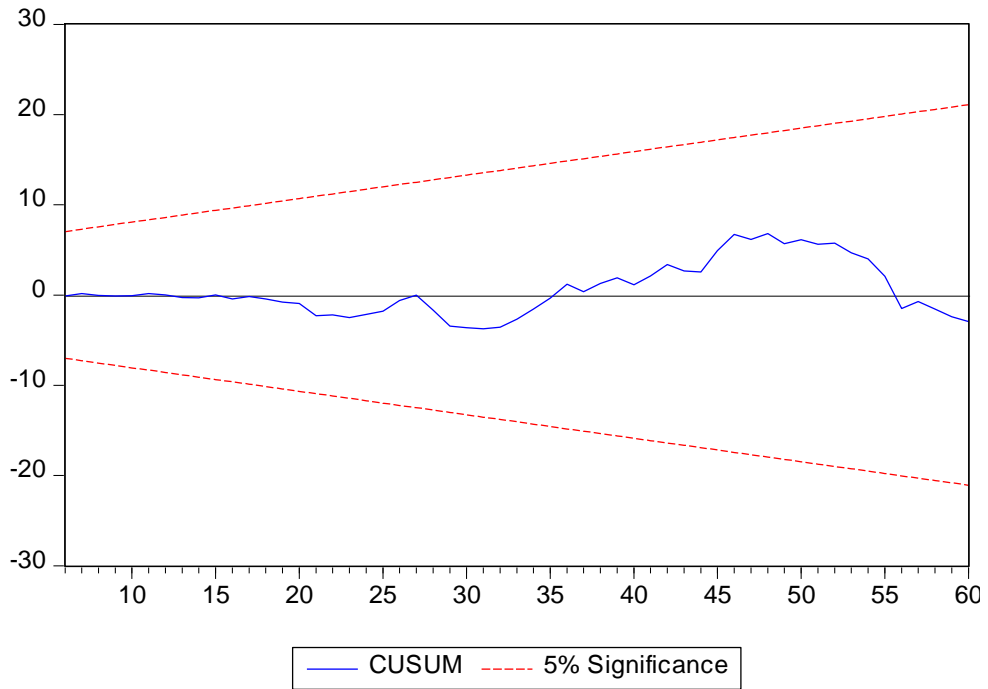
Tablo 3.5. Model 1 Granger Nedensellik Testi

Hipotez	Olasılık Değeri	Sonuç
DX1-DY Arasında Nedensellik yoktur.	0,7943	Hipotez Kabul Edilir.
DX3-DY Arasında Nedensellik yoktur.	0,2342	Hipotez Kabul Edilir.
X4-DY Arasında Nedensellik yoktur.	0,6908	Hipotez Kabul Edilir.
DY-DX1 Arasında Nedensellik yoktur.	0,4550	Hipotez Kabul Edilir.
DX3-DX1 Arasında Nedensellik yoktur.	0,8285	Hipotez Kabul Edilir.
X4-DX1 Arasında Nedensellik yoktur.	0,0272	Hipotez Reddedilir.
DY-DX3 Arasında Nedensellik yoktur.	0,3693	Hipotez Kabul Edilir.
DX1-DX3 Arasında Nedensellik yoktur.	0,8749	Hipotez Kabul Edilir.
X4-DX3 Arasında Nedensellik yoktur.	0,7793	Hipotez Kabul Edilir.
DY-X4 Arasında Nedensellik yoktur.	0,8587	Hipotez Kabul Edilir.
DX1-X4 Arasında Nedensellik yoktur.	0,0070	Hipotez Reddedilir.
DX3-X4 Arasında Nedensellik yoktur.	0,4700	Hipotez Kabul Edilir.

Nedensellik testi sonucuna göre %5 anlamlılık düzeyinde enflasyon ile faiz oranı arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığına rastlanmıştır. Başka bir ifade ile enflasyon ve faiz oranı birbirleri üzerinde bir etkiye sahiptir.

Modelin bir bütün olarak yapısal kırılma içerip içermediğinin araştırılması için Cusum testi yapılmıştır.

Grafik 3.3. Model 1 İçin Cusum Yapısal Kırılma Testi Sonuçları



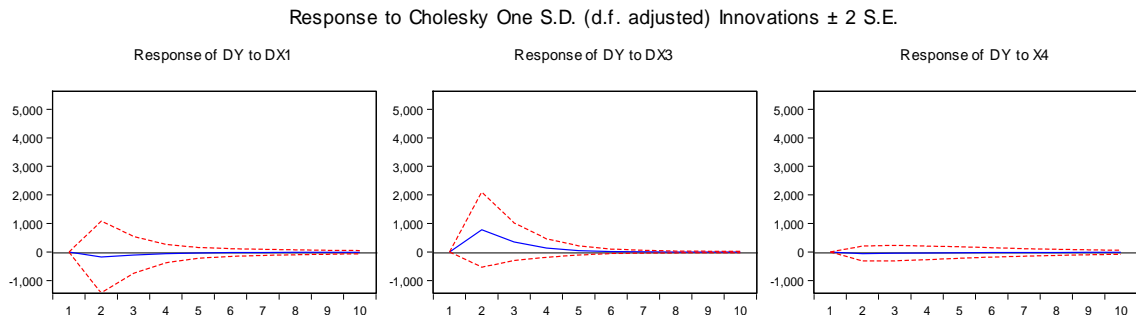
Grafikte güvenli bant arasında kalan çizimin ifade ettiği anlam, boş hipotez olan yapısal istikrarın red edilmeyeceğidir. Değişkenlere ilişkin yapısal kırılmanın varlığını araştırmak amacı ile yapılan Cusum testi sonucunda değişkenlere ilişkin bir yapısal kırılmanın olmadığı tespit edilmiştir. bunun sonucunda herhangi bir yapay değişken kullanılmasına ihtiyaç kalmamaktadır.

Tablo 3.6. Model 1 Varyans Ayrıştırma Analizi

DX1 için Varyans Ayrıştırması				
Dönem	DY	DX1	DX3	X4
1	100,0000	0,000000	0,000000	0,000000
2	96,30305	0,218327	2,299624	1,178997
3	94,97710	1,115265	2,731360	1,176279
4	94,80356	1,177039	2,780215	1,239183
5	94,78251	1,178911	2,776401	1,262182
6	94,77249	1,178712	2,775428	1,273370
7	94,76769	1,178986	2,776249	1,277074
8	94,76523	1,179407	2,776765	1,278595
9	94,76414	1,179747	2,776814	1,279299
10	94,76358	1,179964	2,776806	1,279649

VAR modelinden elde edilen varyans ayrıştırma sonuçları Tablo 3.6'da verilmektedir. 10 dönemlik (2,5 yıl) süre zarfında kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicileri olarak ele alınan değişkenlerin ne ölçüde etkin olduğu incelenmektedir. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketleri büyük ölçüde kendi şoklarında belirlenirken, 10 dönem sonunda en büyük etkiyi merkez bankası döviz rezervleri ve enflasyon şoklarından görmektedir. İncelenen dönem çerçevesinde faiz oranı şoklarının kısa vadeli sermaye hareketlerine etkisinin merkez bankası döviz rezervleri ve enflasyon şoklarına oranla daha düşük olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 3.4. Model 1 İçin Etki Tepki Analizi Sonuçları



VAR analizine uygulanmış olan Etki Tepki Analizi sonuçları Grafik 3.4’de gösterilmektedir. Bu analiz sonucunda değişkenlerde meydana gelen bir standart hata kadarlık şoklar karşısında diğer değişkenlerin gösterdiği dinamik tepkiler incelenmektedir. Grafikte düz çizgiler nokta tahminlerini, kesikli çizgiler ise bir standart hatalık güven sınırlarını göstermektedir. Grafik 3.9’un ilk satırında, tüm değişkenlere verilen bir standart hatalık şokun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisi verilmiştir.

Mevduat faizi değişkenine verilen bir standart hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketlerinde 3. dönem sonuna kadar azalış göstermektedir. 3.dönem sonundan sonra mevduat faizi değişkenine verilen bir standart hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri pozitif tepki vermeye başlıyor ve 10 dönem sonunda kendi ortalamasına doğru yönelme göstermektedir.

Merkez bankası döviz rezervlerine verilen bir standart hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri, mevduat faizine verilen bir standart hatalık şok karşısındaki tepkilere benzer tepkiler gösterdiği gözlemlenmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, enflasyon değişkenine verilen bir standart hatalık şok karşısındaki aşırı bir tepki göstermeyerek ortalamaya yakın bir tepki göstermektedir. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin, mevduat faizi, merkez bankası döviz rezervleri ve enflasyon değişkenlerinin bir standart hatalık şok karşısında verdiği tepkiler sırası ile mevduat faizi, merkez bankası döviz rezervleri ve enflasyon değişkenine doğru bir esneme olduğu görülmektedir.

3.4.3.2. Model 2

Kısa vadeli dış borç değişkeninin bağımlı döviz kuru ve cari açık değişkenlerinin bağımsız değişken olduğu modelde kurulan denklem aşağıdaki gibidir;

$$Y = \alpha + \beta X_2 + \gamma X_7 + \varepsilon$$

Değişkenler arasında ilişkinin analizinde kullanılacak yöntemin belirlenmesi için öncelikle değişkenlerin durağanlık seviyelerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Tablo 3.7. Model 2 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Düzyey (Sabit Terimli ve Trendli)			Birinci Fark (Sabit Terimli ve Trendli)	
	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri
Y	2,9339	0,1611	5,4189*	0,0002
X2	1,1264	0,9146	5,0422*	0,0008
X7	1,4760	0,8257	4,2889*	0,0066

Not: Asterisk (*), durağanlık seviyesini göstermektedir.

Tablo 3.7’de değişkeneler ait durağanlık testi sonuçları yer almaktadır. ADF birim kök testi kullanılarak yapılan analizde öncelikle değişkenlerin düzeyde durağanlıkları incelenmiş ve çıkan sonuçlar neticesinde değişkenlerin düzeyde durağan olmadıkları belirlenmiştir. Düzeyde durağan çıkmayan değişkenlerin birinci farkları bakılarak yapılan durağanlık çalışmasında değişkenlerin birinci seviyede durağan oldukları sonucuna varılmıştır. Değişkenler düzeyde durağan çıkmamalarından dolayı VAR analizi kullanılmamaktadır. Birinci seviyede durağan oldukları anlaşılan değişkenler arasında ki ilişkini incelenmesi için ARDL testi kullanılacaktır. Bunun yanı sıra değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin olup olmadığı ise sınır testi ile sınıanacaktır.

Tablo 3.8. Model 2 ARDL Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık*
Y(-1)	0,959476	0,021652	44,31366	0,0000
X2	87,62259	67,48005	1,298496	0,1996
X7	-8,59e-07	1,60e-07	-5,383806	0,0000
X7(-1)	4,98e-07	1,61e-07	3,087084	0,0032
C	-10993,17	7548,115	-1,456412	0,1511
R^2	0,992067	Ortalama Bağımlı Değişken		68586,02
Düzeltilmiş R^2	0,991479	D-W istatistiği		1,770485
F-istatistiği	1688,251	Olasılık (F-istatistiği)		0,000000

Kurulan modelin olasılık(F-istatistik) değerine bakıldığında kurulan modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca modelde ardışık bağımlılık sorunun olmadığı($D_U(1,421) < DW(1,8722) < 4-D_L(1,674)$) ve bunun yanı sıra R-squared değerinden de anlaşılacağı üzere modelin açıklama gücü yüksek ve regresyon modelinin uyumlu olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

White Testi		Değişen varyans sorunun olup olmadığını tespit etmek üzere yapılan White Testi sonuçlarına göre ' H_0 :Sabit varyans geçerlidir' kabul edilmektedir($prob>0,05$). Modelde değişen varyans sorunu olmadığını sonucuna ulaşılmıştır.
F-İstatistiği	Olasılık	
0,832159	0,6320	
Değişen Varyans Testi		Çoklu Bağlantı Sorunu için yapılan değişen varyans testi sonuçlarına göre kurulan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı tespit edilmiştir.
Değişkenler	VIF	
Y(-1)	3,249929	
X2	1,613445	
X7	5,096969	
X7(-1)	5,528358	
C	NA	
Normallik Testi		Hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığının test edildiği Normallik Testi sonuçlarına göre ' H_0 :Normal dağılmaktadır' red edilmektedir($prob<0,05$). Yapılan test sonucuna göre hata terimlerinin normal dağılmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Jarque-Bera	Olasılık	
30,0806	0,00000	

ARDL modeli kurulduktan sonra ki aşamada değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığının sınanmasında sınır testinden faydalanılmıştır.

Tablo 3.9. Model 2 İçin Sınır Testi

k	F İstatistiği	Alt Sınır (%5)	Üst Sınır (%5)
2	6,5651	3,1	3,87

Not: k modelde yer alan bağımsız değişkenlerin sayısıdır.

Sınır testi sonuçlarına göre, %5 düzeyinde üst sınırın üstünde yer alan F istatistik değerinden dolayı değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu sonucunu varılmıştır.

Tablo 3.10. Model 2 İçin Hata Düzeltme Modeli

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık*
D(X7)	-8,59e-07	1,41e-07	-6,090271	0,0000
CointEg(-1)*	-0,040524	0,007697	-5,264915	0,0000
R^2	0,468333	Ortalama Bağımlı Değişken		1464,288
Düzeltilmiş R^2	0,459005	D-W İstatistiği		1,770485

Tablo 3.10'da gösterilen hata düzeltme modeli sonucuna göre, hata düzeltme katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ($0 < -0,040524 > 1$) olarak bulunmuştur. Kısa vadede meydana gelen dengesizlikler sonraki dönemlerde

düzelebilecektir. Bulunan hata düzeltme katsayısı 0.04 olarak bulunmuştur. Bu sonuca göre kısa vadeli dış borçlarda kısa vadede gerçekleşen dengesizliklerin ortadan kalması için 25 yıl gibi bir süreye ihtiyaç duyulmaktadır.

3.4.3.3. Model 3

Kurulan bu modelde GSMH ve işsizlik değişkenleri modelde ki bağımsız değişkenleri temsil ederken kısa vadeli dış borçlar ise modelde ki bağımsız değişkeni temsil edecektir. Üzerinde çalışılacak olan model kurulan denklem şu şekildedir;

$$Y = \alpha + \beta X_5 + \gamma X_6 + \varepsilon$$

Analizi yapılacak model için öncelikle değişkenlerin durağanlık seviyelerine bakılarak uygulanacak yönteme karar verilecektir. ADF birim kök testi ile değişkenlerin durağanlık seviyelerin belirlenmeye çalışılacaktır.

Tablo 3.11. Model 3 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

	Düzyey (Sabit Terimli ve Trendli)		Birinci Fark (Sabit Terimli ve Trendli)	
	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri	ADF Sonuçları	Olasılık Değerleri
Y	2,9339	0,1611	5,4189*	0,0002
X5	0,2001	0,9975	18,5528*	0,0000
X6	3,7785*	0,0253	-	-

Not: Asterisk (*), durağanlık seviyesini göstermektedir.

Yapılan durağanlık testi sonuçları Tablo 3.11’de gösterilmektedir. Test sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin(Y) ve GSMH’nın(X5) düzeyde durağan olmadıkları anlaşılmıştır. Bunun neticesinde bu değişkenlerin birinci farkları alınarak birinci seviyede durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir değişkenimiz olan işsizlik(X6) ise düzeyde durağan çıkmıştır. Modelde kullanılan değişkenlerin düzeyde durağan çıkmamaları neticesinde, değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin analizi için düzeyde veya farkı alındığında durağan olmasına bakılmaksızın kullanılan bilen ARDL yöntemi ile değişkenler arasında ilişkinin incelenmesi yapılabilecektir.

Tablo 3.12. Model 3 İçin ARDL Analizi

Değişkenler	Katsayılar	Std. Hata	t-Değeri	Olasılık*
Y(-1)	1,248914	0,128120	9,748005	0,0000
Y(-2)	-0,200483	0,134085	-1,495194	0,1409
X5	-0,015829	0,009878	-1,602472	0,1151
X6	-1381,583	533,6864	-2,588755	0,0125
X6(-1)	1210,789	532,2642	-2,274789	0,0271
C	4671,504	4465,127	1,046220	0,3003
R^2	0,988494	Ortalama Bağımlı Değişken		69491,47
Düzeltilmiş R^2	0,987388	D-W İstatistiği		2,034997
F-İstatistik	893,4669	Olasılık (F-istatistik)		0,000000

Tablo 3.12’de ARDL modeli sonuçları verilmektedir. Test sonucundan anlaşılacağı üzere modelin otokorelasyon sorunu içermediği anlaşılmaktadır. Modelin istatistiksel olarak anlamlılığı incelendiğinde ise oluşturulan modelin olasılık(F-istatistik) değerine bakılarak modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

White Testi		Değişen varyans sorunun olup olmadığını tespit etmek üzere yapılan White Testi sonuçlarına göre ‘ H_0 :Sabit varyans geçerlidir’ kabul edilmektedir(prob>0,05). Modelde değişen varyans sorunu olmadığını sonucuna ulaşılmıştır.
F-İstatistiği	Olasılık	
1,647384	0,0926	
Değişen Varyans Testi		Çoklu Bağlantı Sorunu için yapılan değişen varyans testi sonuçlarına göre kurulan modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı tespit edilmiştir.
Değişkenler	VIF	
Y(-1)	75,63843	
Y(-2)	83,96396	
X5	8,395528	
X6	1,887488	
X6(-1)	1,842691	
C	NA	
Normallik Testi		Hata terimlerinin normal dağılıp dağılmadığının test edildiği Normallik Testi sonuçlarına göre ‘ H_0 :Normal dağılmaktadır’ kabul edilmektedir(prob>0,05). Yapılan test sonucuna göre hata terimlerinin normal dağıldığı sonucuna ulaşılmıştır.
Jarque-Bera	Olasılık	
3,828442	0,147457	

Modelde kullanılan değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını tespit etmek için sınır testi yaklaşımından yararlanılacaktır.

Tablo 3.13. Model 3 Sınır Testi Sonuçları

k	F İstatistiği	Alt Sınır (%5)	Üst Sınır (%5)
2	1,875209	3,1	3,87

Not: k modelde kullanılan bağımsız değişkenlerin sayısını temsil etmektedir.

Model de $k = 2$ için F istatistiği alt kritik değerinin altında kalmasından dolayı değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile seriler arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı yapılan çalışma sonucunda anlaşılmıştır. Değişkenler arasında ARDL yöntemi ile yapılan analizde uzun dönemli ilişkinin varlığının tespit edilmemesi üzerine modelde kullanılan ve düzeyde durağan çıkmayan değişkenlerin farkları alınarak durağanlaştırılmasını ile beraber VAR analizi yapılabilecektir. Değişkenlerin farkları alınarak durağan hale gelmesi ile birlikte VAR analizinde kullanılacak denklem aşağıda ki gibidir:

$$DY = \alpha + \beta DX5 + \gamma X6 + \varepsilon$$

Uygulanılacak olan yöntemde öncelikle model için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmelidir. Model 3 için uygun gecikme uzunluğu sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 3.14. Model 3 Uygun Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	6.27e+16	47.19088	47.30138	47.23350
1	70.60521	2.13e+16	46.11211	46.55411	46.28257
2	24.39093	1.78e+16	45.92649	46.69999	46.22480
3	29.54066	1.28e+16	45.58845	46.69344	46.01460
4	59.33898	4.27e+15	44.47449	45.91098	45.02848
5	41.10684*	2.07e+15*	43.72606*	45.49405*	44.40790*

Not: Asterisk(*) kriterler için uygun gecikme uzunluğunu temsil eder.

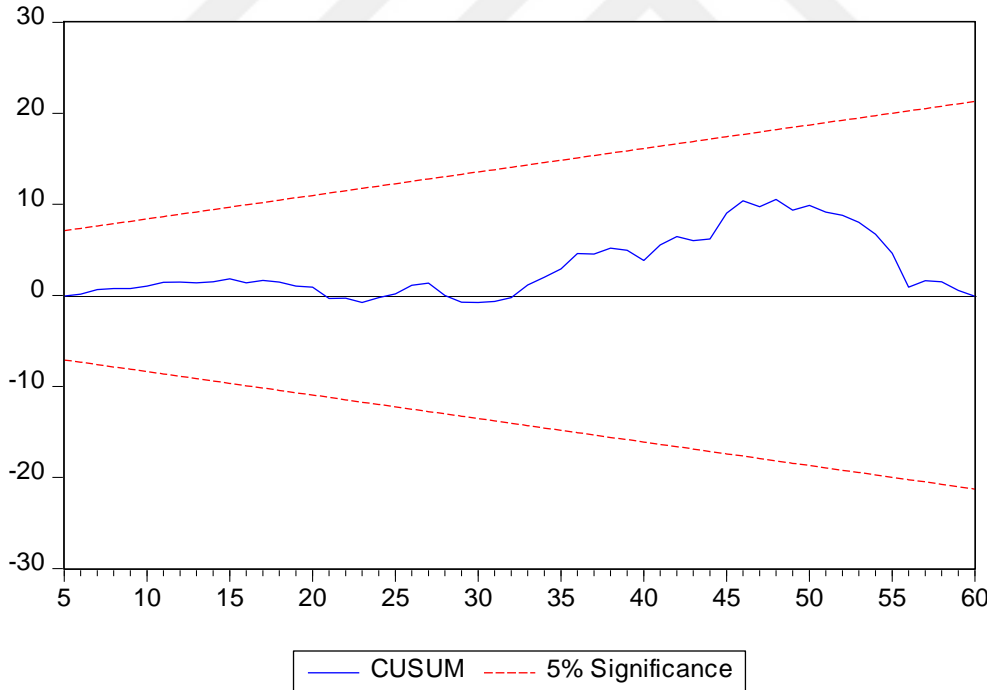
Tablo 3.14’de verilen gecikme uzunluğu sonuçları, en uygun ve en güvenilir seçim kriterleri olan AIC, SC ve HQ kriterlerinin uygunluğuna göre 5 olarak belirlenmiştir. Seçilen gecikme uzunluğu analizin bundan sonra ki kısımlarında kullanılacaktır.

Tablo 3.15. Model 3 Granger Nedensellik Testi

Hipotez	Olasılık Değeri	Sonuç
DX6-DY Arasında Nedensellik Yoktur.	0,0136	Hipotez Reddedilir.
X6-DY Arasında Nedensellik Yoktur.	0,2981	Hipotez Kabul Edilir.
DY-DX5 Arasında Nedensellik Yoktur.	0,0822	Hipotez Kabul Edilir.
X6-DX5 Arasında Nedensellik Yoktur.	0,3404	Hipotez Kabul Edilir.
DY-X6 Arasında Nedensellik Yoktur.	0,6853	Hipotez Kabul Edilir.
DX5-X6 Arasında Nedensellik Yoktur.	0,0171	Hipotez Reddedilir.

Nedensellik testi sonuçlarına göre GSMH'dan kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisine rastlanılmıştır. Bunun yanı sıra GSMH'dan işsizliğe doğru da tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Başka bir ifade GSMH'dan kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru ve GSMH'dan işsizliğe doğru olan tek yönlü nedensellik ilişkisinin kurulan hipotez reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmektedir.

Grafik 3.5. Model 3 İçin Cusum Yapısal Kırılma Testi Sonuçları



Modelin bir bütün olarak yapısal kırılma içerip içermediğinin araştırıldığı Cusum Testi sonuçları Grafik 3.10'da verilmiştir. Test sonuçlarına göre değişkenlere ilişkin bir yapısal kırılmanın olmadığı sonucuna varılmıştır.

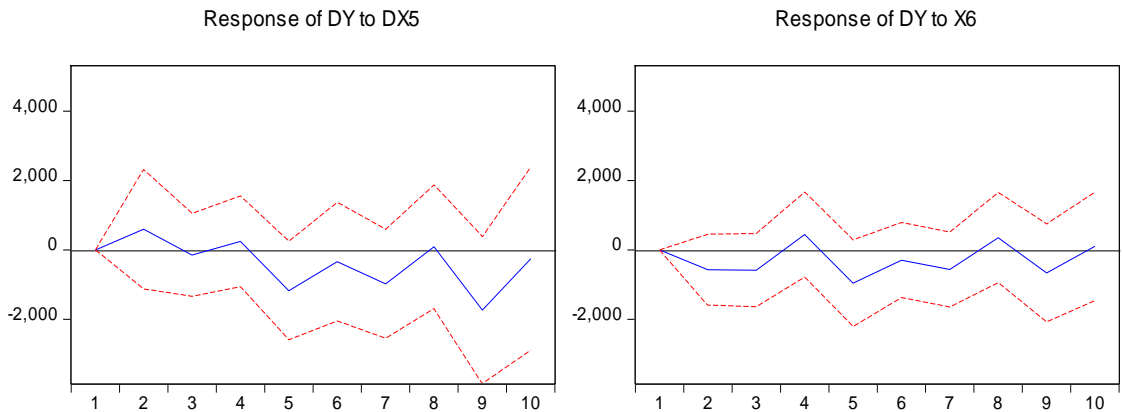
Tablo 3.16. Model 3 Varyans Ayrıştırması Testi

DY için Varyans Ayrıştırması			
Dönem	DY	DX5	X6
1	100,0000	0,000000	0,000000
2	83,00687	12,27808	4,715058
3	82,99633	12,23320	4,770468
4	82,03048	13,17725	4,792278
5	82,18776	13,07681	4,735437
6	81,27098	14,05777	4,671255
7	81,25781	14,05509	4,687098
8	80,99704	14,29664	4,706324
9	80,94216	14,31875	4,739091
10	80,82829	14,41713	4,754570

VAR analizinden elde edilen varyans ayrıştırma testi Tablo 3.16’da gösterilmektedir. 10 dönemlik (2,5 yıl) süre zarfında kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicileri olarak araştırılan değişkenlerin ne ölçüde etkin olduğu araştırılmaktadır. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketleri büyük ölçüde kendi şoklarında belirlenirken, 10 dönem sonunda en büyük etkiyi GSMH şoklarından görmektedir. İncelenen dönem çerçevesinde işsizlik şoklarının kısa vadeli sermaye hareketlerine etkisinin GSMH’ya oranla daha düşük olduğu anlaşılmaktadır.

Grafik 3.6. Model 3 İçin Etki Tepki Analizi Sonuçları

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Grafik 3.6’nın ilk satırında, tüm değişkenlere verilen bir standart hatalık şokun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisi verilmiştir.

GSMH'ya verilen standart bir hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketlerinde 9. dönem sonuna kadar kırılmalar göstermektedir. 9.dönem sonundan sonra GSMH değişkenine verilen standart bir hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri en büyük kırılmayı yaşadığı görülmektedir. Bu dönemden sonra kısa vadeli sermaye hareketleri 10.döneme kadar ortalamaya doğru yönelme göstermesine rağmen ortalamadan uzak bir görüntü içinde olduğu belirlenmiştir.

İşsizlik değişkenine verilmiş olunan bir standart hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketlerinde 10 dönem içerisinde kırılmalar yaşadığı tespit edilmektedir. 10.döneme kadar işsizlik değişkenine verilen bir standart hatalık şok karşısında kısa vadeli sermaye hareketleri pozitif tepki verme eğilimine girdiği ve ortalamaya yöneldiği görülmektedir.



SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünya’da küreselleşme sürecinin hız kazanması ile birlikte, küreselleşmenin en etkili olduğu alanların başında finansal piyasalar gelmektedir. Finansal piyasaların önündeki engellerin kalkması ve finansal liberalizasyonun sağlanmasının asıl amacı ise ekonomik büyümeyi arttırmaktır. Ekonomik büyümeyi sağlayabilmek için gerekli olan sermayenin önündeki engellerin kaldırılması için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler reformlar yapmak durumunda kalmışlardır. Finansal liberalizasyonun sağlanması ile birlikte serbestleşen sermaye hareketleri ülkelerin ekonomileri üzerinde etkiler yaratmaktadır. Özellikle de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinde krizlere neden oldukları ve ülkelerin ekonomik durumlarını bozdukları görülmektedir.

Türkiye’de ise liberalleşme süreci 1980’li yıllardan sonra hız kazanmaya başlamıştır. 24 Ocak 1980 yılında alınan 24 Ocak kararlarına kadar kapalı bir ekonomi politikası izlenmiştir. Bu tarihten itibaren yapılan reformlar neticesinde sermayenin önündeki engeller kaldırılmaya başlanmış ve sermaye girişleri özendirilmiştir. Daha sonra ise 11 Ağustos 1989 yılında sermaye hareketlerinin serbestleşme ile ilgili KHK ile yeni değişiklikler yapılmıştır. Bu dönemde sermaye girişlerinde artış gözlemlenmiş ancak bu artışın ise kısa vadeli sermayelerden oluştuğu belirlenmiştir.

Türkiye’ye gelen kısa vadeli sermayenin makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olduğu ve kısa vadeli sermaye girişinin aşırı olduğu dönemlerde yerli paranın değer kazanmasına bağlı olarak uluslararası sermayenin ülkeden çıkması yerli paranın değer kaybına uğraması ve bu da sık sık krizler yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca kısa vadeli olarak ülkeye giriş yapan sermayenin spekülatif amaç taşımasından dolayı ulusal paranın aşırı değerlenmesine yol açmasının yanı sıra, ihracatı karlı bir faaliyet olmaktan çıkarmanın yanında ithalatı özendirdiğinden cari işlemler açığının büyümesine yol açmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin sebep olduğu krizler incelendiğinde ülkede refah kaybına neden olduğu görülmekte ve gelir dağılımında büyük ölçüde bozulmalara neden olmaktadır. Ayrıca kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke içerisinde kaldığı süre zarfında ekonomik büyümeye yardımcı olduğu ancak bu büyümenin sürekliliğinin olmadığına ve istikrarlı bir büyüme gerçekleşmesinde etkili olmadığı görülmektedir.

Çalışmada yapılan analizler sonuçlarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin sadece cari açık ve döviz kuru ile uzun dönemli bir ilişki içerisinde olduğu saptanmıştır. Bunun yanı sıra kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyümeyi temsil olarak model de kullanılan GSMH ile de aralarında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı belirlenmiştir. Ancak GSMH'nın kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedeni olduğu yani GSMH'dan kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığına rastlanılmıştır. Analizlerde kullanılan diğer değişkenler olan faiz oranı, enflasyon oranı, merkez bankası döviz rezervleri ve işsizlik gibi değişkenlerde de GSMH ile olduğu gibi kısa vadeli sermaye hareketleri ile aralarında uzun dönemli bir ilişki içinde olmadığına görülmüştür.

Çıkan bu sonuçlar literatürde araştırılan Çeviş ve Kadılar(2001), Şimşek(2007), Ereraş ve Öztekin(2010) ile aynı doğrultuda olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra çıkan sonuçların literatürde incelenen Aslan vd.(2014), Karpuz ve Kızıltan(2014) çalışmaları ile çıkan sonuçların uyuşmadığı tespit edilmiştir. Çıkan sonuçların literatür ile eş değer olmaması analiz yapıldığı periyotların farklılığı ve bu periyotlarda ki ekonomik ve siyasal politikaların farklılıklarından kaynaklanabilmektedir.

Analizler neticesinde çıkan sonuçların krizlere neden olan durumlarla benzerlik gösterdiği kısa vadeli sermaye girişi neticesinde istikrarlı ve uzun dönemli bir büyümenin sağlanamadığı aynı zamanda ülkeye giren sermayenin yatırım alanlarında kullanılmamasından dolayı işsizliği düşüremediği belirlenmiştir.

Gelişmekte olan bütün ülkeler gibi Türkiye'de kaynak yetersizliklerini yabancı sermaye ile gidererek büyümeyi artırarak bununla birlikte tasarrufların artması amaçlanmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunları olan makroekonomik göstergelerdeki bozukluk, faiz oranlarının yüksek olması ve yabancı sermayenin genel olarak kısa vadeli sermaye girişlerinden oluşmasından dolayı gelişmeler bu ülkelerin beklentileri gibi gerçekleşmemektedir.

Türkiye gibi diğer gelişmekte olan ülkelerin istikrarlı bir büyüme sağlayabilmeleri için, öncelikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye giren yabancı sermaye içerisindeki oranını düşürmeleri gerekmektedir. Yabancı sermaye olarak doğrudan yatırım kanalı ile sermaye girişlerini sağlayıp ülkeye giriş yapan kısa vadeli sermayenin de daha verimli alanlara aktarılmasını sağlamalıdır. Doğrudan yatırım olarak ülkeye giren sermaye teknoloji, bilgi ve kalifiye elemanı beraberinde getireceğinden ekonomik büyümeyi daha uzun vadeli hale gelmesinde yardımcı

olacaktır. Ayrıca ÷lkede yapılan mali ve yapısal yenilikler ile sermaye hareketleri ÷zerindeki mali denetimlerde başarı sağlanması durumunda ÷lkeye giriş yapan yabancı sermaye hareketlerinden kaynaklanan olumsuz etkilerin azalacağı anlaşılmaktadır.



KAYNAKÇA

- Açıkalın, S., Gül, E. ve Yaşar, E. (2006). *Ücretler ve Büyüme İle Doğrudan Yabancı Yatırımlar Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi*. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı: 16 Aralık 2006. 271-282.
- Açıkgöz, Ş. (2008). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Afyonkarahisar.
- Akbaş, Y.E. (2012). *Ekonomik Büyüme, Cari Açık ve Kısa Vadeli Sermaye Akımları Arasındaki Karşılıklı İlişkinin İncelenmesi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Malatya.
- Akbaş, Y.E., Şentürk, M. ve Özkan, G. (2012). *The Analysis of Fluctuations and Causality of Current Deficit-Economic Growth and Short Term Capital Flows: The Case of Organization for Economic Co-Operation and Development*. Journal of Applied Economic Sciences Volume VII Issue 4(22) Winter 2012.
- Akdiş, M. (2004). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi*. Active Bankacılık ve Finans Dergisi Yıl: 6 Sayı: 36 Mayıs-Haziran 2004, 36-48.
- Aklan, N.A. (2002). *Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı*. Sosyal Bilimler Dergisi Cilt: 5 Sayı: 7 Mayıs 2002, 35-52.
- Altıntaş, H. (2008). *Türkiye’de Para Talebinin İstikrarı ve Sınır Testi Yaklaşımıyla Öngörülmesi: 1985-2006*. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı: 30 Ocak-Haziran 2008, 15-46.

- Altıntaş, H. (2009). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Girişi ve Dış Ticaret Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi: 1996-2007*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi 64(2) 2009, 1-30.
- Altıntaş, H. ve Ayrıçay, Y. (2010). *Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007*. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt: 10 Sayı: 2 2010, 71-98.
- Arı, E. ve Yıldız, A. (2017). *Eşbütünleşme Analizi İle Genç İşsizliği Etkileyen Değişkenlerin Araştırılması*. The Journal of Operations Research, Statistics, Econometrics and Management Information Systems Volume 5 Issue 2 2017, 309-316.
- Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan, E. (2014). *Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi*. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi Cilt: 5 Sayı: 10 Ocak 2014, 15-32.
- Atılğan, Ö. (2011). *Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları ve Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Dengesine Etkisi (1992-2010)*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Avcı, M.A. ve Altay N.O. (2013). *Finansal Krizlerin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülmesi: Türkiye, Arjantin, Tayland ve İngiltere İçin Bir Analiz*. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı: 14 2013, 47-58.
- Yay, T., Yay, G.G. ve Yılmaz, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları 2001-47.
- Ay, A. ve Mangır, F. (2007). *Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi*. Maliye Dergisi Sayı: 153 Temmuz-Aralık 2007, 123-141.

- Aydemir, O. ve Genç, E. (2015). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri, Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kapsamında Bir Analiz, Türkiye Örneği*. Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi 2(2) 2015, 17-41.
- Azam, M. (2010). *Economic Determinants of Foreign Direct Investment in Armenia, Kyrgyz Republic and Turkmenistan: Theory and Evidence*. Eurasian Journal of Business and Economics 3(6) 2010, 27-40.
- Baharumshah, A.Z. ve Thanoon, M. (2000). *Foreign Capitals, Savings and Economic Growth: A Dynamic Panel Study on The East Asian Countries*. Department of Economic University Putra Malaysia.
- Bailliu, J.N. (2000). *Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries*. Bank of Canada Working Paper 2000-15 July 2000, 1-20.
- Balseven, H. (2003). *Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Ankara.
- Barışık, S. ve Şarkgüneşi A. (2009). *Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri (1990-2007 Dönemi Nedensellik Analizi)*. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt: 5 Sayı: 9 2009, 19-33.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). *Finansal İstikrar ve Para Politikası*. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi 26(302) 2011, 9-25.
- Başoğlu, U. (2000). *Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları*. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt: 3 Sayı: 4 2000, 88-99.
- Batmaz, N. ve Tunca, H. (2007). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Belirleyicileri Üzerine Bir Eş Bütünleşme Analizi (1992-2003)*. Sosyal Bilimler Araştırmalar Dergisi 1 2007, 199-224.

- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları 1998-58.
- Berument, H. ve Dinçer, N.N. (2004). *Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets?* Emerging Markets Finance and Trade Vol:40 No: 4 2004, 20-32.
- Bildirici, Z. (2008). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Portföy Yatırımları ve Sıcak Para*. <http://blog.bluzz.net/wp-content/uploads/2008/02/kisa-vadeli-sermaye-hareketleri.pdf>, 13.03.2016.
- Bilgi, D. (2009). *Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Antalya.
- Bilir, B. (2006). *Finansal Serbestleşmenin Para Politikaları Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İzmir.
- Bolat, S., Belke, M. ve Aras, O. (2011). *Türkiye’de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı*. Maliye Dergisi Sayı: 161 Temmuz-Aralık 2011, 347-364.
- Boratav, K. (2001). *2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri*. Mülkiye Dergisi Cilt: XXV Sayı: 230 2001, 207-220.
- Bozdağlıoğlu, E.Y. ve Evlimoğlu, U. (2014). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Tarihsel Süreçte Gösterdiği Gelişim: Hukuksal ve Ekonomik Yansımaları*. Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Yıl: 6 Sayı:11 Nisan 2014, 32-52.

- Bozkurt, H. ve Dursun, G. (2006). *Bilgi Ve İletişim Teknolojileri İle Yabancı Doğrudan Yatırım Akımları Arasındaki Etkileşim: Türkiye İçin Kointegrasyon Analizi, 1980-2004*. Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management Volume: I-I 2006, 37-49.
- Bulut, E. (1999). *Tayland Ekonomisi ve Kriz*. Ekonomik Yaklaşım Cilt: 10 Sayı: 34 Sonbahar 1999, 55-73
- Cengiz, V. ve Karacan, R. (2015). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları*. Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi Yıl: 8 Sayı: 15 2015, 327-344.
- Coşgun, D. (2006). *Uluslararası Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Afyonkarahisar.
- Çak, M. ve Karakaş, M. (2009). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Belirleyen Unsurlar ve Etkileri*. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: XXVI Sayı: 1 2009, 43-54.
- Çaşkurlu, S.İ. (2001). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri Ya Da Modern Bir Kırmızı Başlıklı Kız Masalı*. Mülkiye Dergisi Cilt:XXV Sayı: 229 2001, 163-184.
- Çelen, M. ve Bali, B.B. (2003). *Finansal Piyasalar İle İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri İle Bir Karşılaştırma*. 18. Türkiye Maliye Sempozyumu 12-16 Mayıs 2003, 173-197.
- Çetin, M.Ş. (2008). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Isparta.

- Çetinkaya, E. (2011). *1990 Yılı Sonrası Dünya Ekonomisinde Yaşanan Başlıca Küresel Krizlerin İMKB'ye Bulaşma Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, İstanbul.
- Çeviş, İ. ve Kadılar, C. (2001). *The Analysis of The Short-Term Capital Movements by Using The VAR Model: The Case of Turkey*. *The Pakistan Development Review* 40:3 2001, 187-201.
- Çiftçi, F. ve Yıldız, R. (2015). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyicileri: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir Zaman Serisi Analizi*. *Business and Economics Research Journal* Volume: 6 Number: 4 2015, 71-95.
- Değer, M.K. ve Emsen, Ö.S. (1999). *Türkiye Mundell-Fleming Modelinde Nerede Bulunabilir?* Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt: 13 Sayı: 1 1999, 153-159.
- Demir, M. ve Sever, E. (2009). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme*. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* Cilt: 8 Sayı: 29 Yaz 2009, 214-239.
- Dikmen, N. (2017). *.Ekonometriye Giriş Temel Kavramlar ve Uygulamalar*. (3. Basım). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Direkçi, T.B. ve Kaygusuz, S. (2013). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği*. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi* Yıl: 5 Sayı: 9 Kasım 2013, 28-42.
- Dursun, G.D. ve Birdal, İ. (2011). *Krizlerin Tahmin Edilebilirliği: 2008 Krizi Örneği*. İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi Yıl: 22 Sayı: 70 Ekim 2011, 63-73.

- Düzgün, R. (2008). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Yurtiçi Yatırımlar Arasındaki Eşbütünleşme İlişkisi: Türkiye Örneği*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 9(1) 2008, 187-204.
- Ekinci, A. (2011). *Sermaye Hareketleri Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği*. Anadolu International Conference in Economics II June 15-17 2011.
- Emir, M., Uysal, M. ve Doğru, B. (2013). *Ülkenin Risklilik Durumu İle Ülkeye Gelen Doğrudan Yabancı Yatırım Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği*. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt: 27 Sayı: 2 2013, 79-92.
- Erataş, F. ve Öztekin, D. (2010). *Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği*. Ekonomi Bilimler Dergisi Cilt: 2 Sayı: 2 2010, 57-64.
- Erçakar, M.E. ve Karagöl, E.T. (2011). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar*. Seta Analiz Sayı: 33 Ocak 2011.
- Erdem, N. ve Atbaşı, F.D. (2011). *Finans Sermayenin Kriz Döngüsü: Merkez-Çevre ‘Yakınsaması’*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: 66 No: 4 2011, 33-66.
- Ergen, E. ve Yavuz, E. (2017). *Büyüme İle Harcama Arasındaki İlişkinin ARDL Eş-Bütünleşme ve Granger Nedensellik Testleri İle Analizi: Türkiye Üzerine Kanıtları*. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi ICMEB17 Özel Sayısı 2017, 84-92.
- Ertürk, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*. (1. Basım). İstanbul: Der Yayınları.
- Esen, Ö. (2008). *Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, Kocaeli.

- Eser, K.A. (2012). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları*. Yayınlanmamış Mesleki Yeterlilik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Evirgen, D. (2004). *Arjantin Krizinin Nedenleri-Sonuçları ve Türkiye Karşılaştırması*. Mevzuat Dergisi, Yıl:7 Sayı: 77 Mayıs 2004.
- Gedikli, A. (2010). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme, Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Finansal Krizler Arasındaki İlişki*. International Conference on Eurasian Economies 2010.
- Göçer, İ. (2013). *Ekonomik Büyümenin Belirleyicileri: Sınır Testi Yaklaşımı*. Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi Yıl: 1 Cilt: 1 Sayı: 1 2013, 75-91.
- Görmezöz, K.K. (2007). *Türkiye'ye Doğrudan Gelen Yabancı Sermaye Yatırımlarının İstihdam Üzerindeki Etkileri*. Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı Türkiye İş Kurumu Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002). *Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri*. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi No: 27 Ekim 2002, 107-134.
- Gültekin, Ö.E. ve Hayat, E.A. (2016). *Altın Fiyatlarını Etkileyen Faktörlerin Var Modeli İle Analizi: 2005-2015 Dönemi*. Ege Akademik Bakış Cilt: 16 Sayı: 4 Ekim 2016, 611-625.
- Güneş, S. (2007). *Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği*. Sosyo Ekonomi Ocak-Haziran 2007-1, 11-32.
- Güney, A. ve Tunalı, H. (2017). *Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı Üzerine Bir Değerlendirme*. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi Cilt: 9 Sayı: 16 2017, 35-48.

- Gündoğdu, M.K. (2014). *Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi*. Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü Mayıs 2014.
- Gürbüz, R. (2006). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Mersin.
- Güven, Y. (2008). *Türkiye'de 1980 Sonrası Dönemde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Sektörel Analizi ve Ekonomik Kalkınmaya Etkisi*. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 3(1) Nisan 2008, 75-97.
- Hyusein, S.S. (2004). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu, Dış Borçlar ve Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği (1990-2001)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslararası İktisat Bilim Dalı, Ankara.
- Işık, S., Duman, K. ve Korkmaz, A. (2004). *Türkiye Ekonomisinde Finansal Krizler: Bir Faktör Analizi Uygulaması*. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: 19 Sayı: 1 2004, 45-69.
- Işık, A. (2006). *Neoliberalizmin Latin Amerika Seriiveninde Kırılmalar*. Mülkiye Dergisi Cilt: XXX Sayı: 251 2006, 21-57.
- Iwata, S. ve Tanner, W. (2003). *Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime and Capital Account Volatility in Emerging Markets*. IMF Working Paper May 2003.
- İnan, E.A. (2002). *Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi*. Bankacılık Dergisi Sayı: 42 2002, 57-74.
- İnandım, Ş. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

- İnsel, A. ve Sungur, N. (2003). *Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III-1999:IV*. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni Aralık 2003, <http://www.tek.org.tr>.
- Kar, M., Kara, M.A. ve Kaplan, M. (2004). *Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri*. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt: 1 Sayı: 1 2004, 23-38.
- Kar, M. ve Tatlısöz, F. (2008). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi*. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Yıl: 10 Sayı: 14 Aralık 2008.
- Kara, H. (2012). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Faiz Arasındaki İlişki*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Karaaba, İ. (2006). *Küreselleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Ekonomik Krizlere Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Maltepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Karagöl, E., Erbaykal, E. ve Ertuğrul, H.M. (2007). *Türkiye’de Ekonomik Büyüme İle Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı*. Doğu Üniversitesi Dergisi 8(1) 2007, 72-80.
- Karahan, Ö. ve İpek, E. (2013). *Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler*. Yönetim ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi Sayı: 21 2013, 299-316.
- Karagül, M. (2014). *Uluslararası İktisadi Örgütler ve Azgelişmiş Ülkeler*. (4. Basım). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

- Karpuz, F. ve Kızıltan, A. (2014). *Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar İle Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki*. Ekev Akademi Dergisi Yıl: 18 Sayı: 60 Yaz 2014, 197-210.
- Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. (2003). *Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Belirleyicileri: 1970-2000*. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt: 17 Sayı: 3-4 Ekim 2003, 39 56.
- Keskin, N. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İzmir.
- Keskin, N. (2009). *Sermaye Kontrolleri: Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri*. Sosyo Ekonomi Ocak-Haziran 2009-1, 147-166.
- Kılıçarslan, E. (2016). *Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Çorum.
- Kıran, B. (2007). *Türkiye’de Reel Döviz Kuru İle Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi*. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Cilt: XXII Sayı: 1 2007, 269-283.
- Kızır, A. (2011). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Uygulaması*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Enstitüsü, Para Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, İstanbul.
- Koyuncu, M. ve Şenses, F. (2004). *Kısa Dönem Krizlerin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri*. ERC Working Papers in Economics 04/13 October 2004.

- Koyuncu, F.T. (2010). *Türkiye’de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal Var Analizi: 1990-2009 Dönemi*. Ekonomi Bilimler Dergisi Cilt: 2 Sayı: 1 2010, 55-62.
- Kraay, A. (1998). *In Search of The Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization*. The World Bank Group October 1998.
- Küçükaksoy, İ. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Lee, I. ve Shin, J.H. (2008). *Financial Liberalization, Crises, and Economic Growth*. Asian Economic Papers 7(1) 2008, 106-115.
- Mahlebiciler, Ö. (2006). *Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi*. Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Mancı, A.R. (2006). *Küreselleşme, Türkiye’nin Ekonomik Küreselleşmesi ve Krizleri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Şanlıurfa.
- Mangır, F. (2006). *Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı: 16 2006, 459-472.
- Mangır, F. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Selçuklu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Konya.

- Mangır, F. (2008). *Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Doktora Tezi Özeti, 237-262.
- McLean, B. ve Shrestha, S. (2002). *International Financial Liberalisation and Economic Growth*. Research Discussion Paper 2002-03, Economic Research Department Reserve Bank of Australia.
- Mucuk, M. ve Demirsel, M.T. (2009). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar ve Ekonomik Performans*. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 21/2009, 365-373.
- Narin, G. (2007). *Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Özellikleri ve Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Olası Etkileri*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Ankara.
- Nonnemberg, M.B. ve Mendonça, M.J.C. (2004). *The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries*. Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia [Proceedings of the 32th Brazilian Economics Meeting] 061, ANPEC - Associação Nacional dos Centros de Pósgraduação em Economia [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics] 2004.
- Oktar, S. ve Yüksel, S. (2015). *1998 Yılında Rusya’da Yaşanan Bankacılık Krizi ve Öncü Göstergeleri*. Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi Cilt:XXXVII Sayı: II 2015, 327-340.
- Onur, S. (2005). *Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki*. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Cilt:1 Sayı: 1 2005, 127-152.
- Organ, İ. ve Berk, E. (2016). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması*. EconWorld2016@Barcelona 01-03 February 2016.

- Öcal, F.M. ve Polat, M.A. (2012). *Küresel Düzeyde Sermaye Hareketlerini Yönetmede Tobin Vergisi: Türkiye Örneği*. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Sayı: 40 Haziran-Aralık 2012, 67-94.
- Öksüz, S. (2001). *Doğu Asya Mucizesi'nin Dünü ve Kriz'in Bugünü Türkiye İçin Bazı Çıkarımlar*. Ege Akademik Bakış Cilt: 1 Sayı: 1 2001, 39-64.
- Öner, H. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Para ve Döviz Piyasaları Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Teorisi Anabilim Dalı, İstanbul.
- Örnek, İ. (2008). *Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi 63-2 2008, 199-217.
- Özağ, F.E. (1994). *Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama*. Ekonomik Yaklaşım Cilt: 5 Sayı: 12 1994, 63-77.
- Özcan, B. ve Arı, A. (2010). *Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği*. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi Sayı: 12 2010, 65-88.
- Özgen, F.B. (1998). *Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları*. Ege Maliye Bölümler Araştırma Görevlileri Sempozyumu, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları 26-28 Kasım 1998, 47-79.
- Özmen, Ç. (2011). *Finansal Piyasaların Serbestleşmesinin Finansal Krizlere Etkileri ve Türkiye'deki Durumu*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.

- Özşahin, L. (2006). *Döviz Kuru Politikaları ve Türkiye’de 2000-2001 Krizlerinde Uygulanan Döviz Kuru Politikalarına Teorik Bir Yaklaşım*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Kars.
- Pamuk, S. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul.
- Reisen, H. ve Soto, M. (2001). *Which Types of Capital Inflows Foster Developing Country Growth?* International Finance 4(1) 2001, 1-14.
- Parasız, İ. (2006). *Makro Ekonomi: Teori ve Politika*. (9. Basım). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Pamuk, M. ve Bektaş, H. (2014). *Türkiye’de Eğitim Harcamaları ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı*. Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi Yıl: 2 Cilt: 2 Sayı: 2 2014, 77-90.
- Saraç, Ö. (2006). *Küresel Vergi Rekabeti Sorunsalı ve Ulusal Vergi Politikaları: Türkiye Değerlendirmesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İzmir.
- Saraçoğlu, M., Kuzu, M. ve Kocaoğlu, F. (2015). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Arasındaki Etkileşimlerin Küresel Ekonomi Politik Çerçevesinde Analiz*. Gazi İktisat ve İşletme Dergisi 1/2 2015, 75-110.
- Saray, M.O. (2011). *Doğrudan Yabancı Yatırımlar-İstihdam İlişkisi: Türkiye Örneği*. Maliye Dergisi Sayı: 161 Temmuz-Aralık 2011, 381-403.

- Sever, E. (2004). *Döviz Kuru Rejimleri ve Ekonomik Etkileri Bakımından Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Politikalarının Analizi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri*. Doğuş Üniversitesi Dergisi 4(2) 2003, 141-156.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. (19. Basım). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Soydal, H. (2007). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik Analizi: Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya.
- Süer, A. (2009). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve T.C. Merkez Bankası’nın Para Politikası Uygulama Sorunları*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.
- Sümer, L. (2009). *Sermaye Hareketleri Liberalizasyonunun Çıktı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Aydın.
- Şahin, Ö.I. (2012). *Küresel Finansal Kriz ve Sermaye Hareketleri Analizi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Denizli.
- Şahin, Ü. (2014). *Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- Şahin, H. (2014). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi-Bugünkü Durumu*. (14. Basım). Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.

- Şeren, G.Y. (2011). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri Işığında Tobin Vergisinin Değerlendirilmesi ve Uygulanabilirliği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İstanbul.
- Şimşek, A.R. (2007). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Balıkesir.
- Tandırcıoğlu, H. ve Özen, A. (2003). *Geçiş Ekonomilerinde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt: 5 Sayı: 4 2013, 105-128.
- Tanören, D. (2009). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, Adana.
- Tarı, R. ve Yıldırım, D.Ç. (2009). *Döviz Kuru Belirsizliğinin İhracata Etkisi: Türkiye İçin Bir Uygulama*. Yönetim ve Ekonomi Dergisi Cilt: 16 Sayı: 2 2009, 95-105.
- Taşçı, K. ve Demirbaş, E. (2011). *Küreselleşme Sürecinde Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi*. Akademik Yaklaşımlar Dergisi Cilt: 2 Sayı:2 Kış 2011, 78-109.
- Thornton, D. (1989). *Tests of Covered Interest Rate Parity*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review July/August 1989, 55-66.
- Topçu, M. (2001). *Kriz, Küreselleşme, Sermaye Hareketleri ve 2001 Krizine Geline Süreçte İktisadi Politika Yanlıları*. Ekonomik Hassasiyetler 2(4) 2015, 115-148.

- Tswamuno, D.T., Pardee, S. ve Wunnava, P.V. (2007). *Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons From The South African Experience*. International Journal of Applied Economics 4(2) September 2007, 75-89.
- Turgut, M. (2010). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiye Etkileri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans ve Bankacılık Doktora Programı, İstanbul.
- Uçan, O. ve Yardım, Ö. (2009). *Döviz Kurunun Bir Belirleyicisi Olarak Kısa Vadeli Sermaye Akımları: Türkiye Örneği*. Yönetim ve Ekonomi Bilimleri Konferansı, Cilt: 1 24-25 Eylül 2009, 131-144.
- Uçan, O. ve Öztürk, Ö. (2010). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği*. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt: 19 Sayı: 3 2010, 309-318.
- Uçan, O. (2014). *Döviz Kuru Dinamikleri*. (2. Basım). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- UNCTAD, *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*. United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva 1998, http://unctad.org/en/Docs/wir1998_en.pdf (10.10.2017)
- Uzunöz, M. ve Akçay, Y. (2012). *Türkiye’de Büyüme ve Enerji Tüketimi Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 1970-2010*. Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 3(2) 2012, 1-16.
- Ünsal, E.M. (2001). *Makro Ekonomi*. (4. Basım). Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Vergil, H. ve Karaca, C. (2010). *Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi*. Ege Akademik Bakış Cilt: 10 Sayı: 4 Ekim 2010, 1207-1216.
- Yalta, A.Y. (2011). *Para Teorisi ve Politikası I*, Ders 13 Döviz Kurunun Belirlenmesi. www.acikders.org.tr/course/view.php?id=70 (25.12.2017).

- Yar, F. (2008). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Anabilim Dalı, İzmir.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*. (3. Basım). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk, N. (1997). *Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri*. Ekonomik Yaklaşım Cilt: 8 Sayı: 27 Kış 1997, 131-159.
- Yentürk, N. (2003). *Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. (1. Basım). İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M. (2013). *Makro Ekonomi*. (11. Basım). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yıldız, A.U. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi ‘Tobin Vergisi’*. Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat, Adana.
- Yılmaz, A. (2006). *Küreselleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İktisadi İstikrar*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı, İstanbul.
- Yükseler, Z. (2006). *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İş / Yatırım Ortamı İlişkisi*. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2006/1, <https://www.tek.org.tr>.

İnternet Kaynakları

<https://evds2.tcmb.gov.tr/>

<http://www.tuik.gov.tr/>

<https://data.worldbank.org/>

<http://www.imf.org/en/data>

www.ekolar.com



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Ekrem KAÇAR
Doğum Yeri ve Tarihi : Mersin 1992
Medeni Hali : Bekar
İletişim Bilgileri : ekremkcr33@gmail.com
0538 578 97 04 (GSM)

EĞİTİM

2006-2010 Dumlupınar Lisesi
2011-2015 Bayburt Üniversitesi İktisat Bölümü
2015-2019 Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi Sosyal
Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Tezli
Yüksek Lisans Programı

YABANCI DİL

İngilizce YDS: 56.25

YAYINLARI

Makaleler

1. UÇAN, O., KAÇAR, E.(2016). “Kayıt Dışı Ekonominin Boyutu ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, 4th International Symposium On Development Of Kop Region, 21-23.
2. UÇAN, O., KAÇAR, E.(2017). “Enerji Tüketimi, Ekonomik Büyüme ve Nüfus İlişkisi: Türkiye Örneği”. Verimlilik Dergisi, (2), 109-120.

