İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hakan KARA

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Ocak 2012

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hakan KARA

412091024

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Saime S. Suna KAYAM

Ocak 2012

İTÜ, Sosyal Bilimleri Enstitüsü'nün 412091024 numaralı Yüksek Lisans Öğrencisi **Hakan KARA** ilgili yönetmeliklerin belirlediği gerekli tüm şartları yerine getirdikten sonra hazırladığı **"KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ"** başlıklı tezini aşağıda imzaları olan jüri önünde başarı ile sunmuştur

Tez Danışmanı : **Doç. Dr. Saime S. Suna KAYAM** .....
İstanbul Teknik Üniversitesi

Jüri Üyeleri : **Prof. Dr.Aysu İNSEL** ……
Marmara Üniversitesi

Doç. Dr. Fuat ERDAL
İstanbul Teknik Üniversitesi .....

Teslim Tarihi : **19 Aralık 2011**

Savunma Tarihi : **11 Ocak 2012**

ÖNSÖZ

Son yüzyılda her alanda meydana gelen değişmeler kendisini ekonomik alanda da ciddi anlamda hissettirmiştir. Küreselleşen dünyada ekonomik anlayış hızla değişmiş, hizmet anlayışından tamamen kâr odaklı hale dönüşmüştür. Bu anlayış çerçevesinde daha çok kâr elde etmek için finansal serbestleşmeyle birlikte dünya sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılmıştır. Artık sermaye birçok ülkeye istediği gibi girebilmekte ve ufak bir ekonomik dalgalanmada hemen o ülkeyi terk etmektedir. Kısa vadeli sermaye olarak adlandırılan bu tarz yatırımlar, ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkardığı fark edilmiş, meydana gelen ekonomik krizlerin başrolü olarak gösterilmiştir. Özellikle krizlerden sona kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerini nasıl ve ne kadar etkilediği üzerine pek çok çalışma yapılmıştır.

Ülkemizde yapılan çalışmalar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin genel olarak makroekonomik dengeler üzerine nasıl bir etki yaptığını araştırmıştır. Bu çalışmada daha özele inerek, faiz ile sıcak para arasındaki ilişki incelenmiştir. 2008 dünya ekonomik krizi sonunda gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirme ve likidite artırma kararlarından gelişmekte olan ülkelerin olumsuz etkileneceği tartışmaları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uyguladığı politikaların tartışılması, konuyu güncel kılmıştır. Ek olarak medyada tartışılan yüksek faiz düşük kur ile sıcak paranın ülkeye çekildiği ve bu durumun ülke ekonomisine olumsuz etkileri olduğu yöndeki tartışmalar konuyu araştırmamız için motive kaynakları olmuştur. Çalışmamız diğer çalışmalardan farklı olarak 2008 krizini de içeren güncel veriler içermektedir. İki değişken arasındaki ilişki önceki çalışmalarda bütün bir dönemi kapsayan Johansen (1988) yöntemi ile incelenmiştir. Bu çalışmada Kejriwal ve Perron (2008) tarafından önerilen yapısal kırılmalar altında eşbütünleşme testi kullanılmıştır. Bu test kırılma sayısını beşe kadar çıkarıp ilişkiyi dönemsel inceleme olanağı sunmuştur.

Tez çalışmamın başından sonuna kadar bana bilgi ve desteğiyle yanımda olan danışmanım Doç.Dr. Saime S. Suna Kayam'a, görüş ve öneri ile katkı sağladıkları için Yrd. Doç. Dr. Tayfur Bayat'a, Bahadır Yüzbaşı'na ve Ercan Kılıç'a, daima yanımda olarak bu süreçte hiçbir desteğini esirgemeyen sevgili eşime teşekkürü bir borç bilirim.

Ocak 2012 Hakan KARA

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖNSÖZ ..... **V**
İÇİNDEKİLER ..... **VII**
ÇİZELGE LİSTESİ ..... **IX**
KISALTMALAR ..... **XI**
ÖZET ..... **XIII**
SUMMARY ..... **XV**
1. GİRİŞ **1**
2. TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA FİNANSAL SERBESTLEŞME **5**
2.1 Dünya'da Serbestleşme Hareketleri **5**
2.1.1 Bretton Woods antlaşması 5
2.1.2 Küreselleşme (Serbestleşme) dönemine geçiş 6
2.2 Finansal Serbestleşme **7**
2.2.1 İç finansal serbestleşme 10
2.2.2 Dış finansal serbestleşme 10
2.3 Finansal Serbestleşme: Türkiye **10**
3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ **17**
3.1 Sermaye Akımlarının Sebepleri **18**
3.1.1 Kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen içsel faktörler 18
3.1.2 Kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen dışsal faktörler 19
3.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkisi **20**
3.2.1 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yatırım ve tüketim üzerine etkisi 21
3.2.2 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler dengesine etkisi 23
3.2.3 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin enflasyon üzerine etkisi 25
3.2.4 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ve rezervleri üzerine etkisi 26
3.2.5 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin faizler üzerine etkisi 28
4. FAİZ **31**
4.1 Faiz Oranı **31**
4.1.1 Nominal ve reel faiz oranları 32
4.2 Faiz Türleri **33**
4.2.1 Serbest faiz-yasal faiz 33
4.2.2 Brüt faiz-net faiz 33
4.2.3 Temerrüt (gecikme) faizi 34
4.2.4 Öz sermaye faizi-ödünç sermaye faizi 34
4.2.5 Sabit faiz-değişken faiz 35
4.2.6 Basit faiz-bileşik faiz 35
4.3 Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler **35**
4.3.1 Para arzındaki değişmeler 35
4.3.2 Faiz oranlarının vade yapısı 36
4.3.3 Parasal politikalar 36
4.3.4 Güvenilirlik ve piyasa likiditesi 36
5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ **39**
5.1 Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Degiskenler Üzerindeki Etkisini inceleyen Çalısmalara Yönelik Literatür **39**

5.2 Ekonometrik Yöntem ve Veri Seti 43
5.2.1 Veri seti 44
5.2.2 Mevsimsellikten ayrıştırma 45
5.2.3 Birim kök testleri 45
5.2.3.1 Genişletilmiş dickey fuller (ADF) birim kök testi 46
5.2.3.2 Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin –KPSS- birim kök testi 47
5.2.3.3 Zivot Andrews (1992) birim kök testi 48
5.2.3.4 Lee ve Strazicich (2003) birim kök testi 50
5.2.4 Yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizi 51
5.2.5 Toda-Yamamoto nedensellik analizi 55
5.3 Ampirik Sonuçlar 56
5.3.1 ADF ve KPSS birim kök test sonuçları 57
5.3.2 Zivot-Andrews ve Lee-Strazicich yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları 58
5.3.3 Kejriwal-Perron yapısal kırılmalı eşbütünleşme test sonuçları 60
5.3.4 Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçları 62
6. SONUÇ 63
KAYNAKLAR 67
ÖZGEÇMİŞ 73

ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 2.1: Bankacılık sektörünün yapısı. 13
Çizelge 5.1: Sıcak para ve reel faiz değişkenliğine ait tanımlayıcı istatistikler. 44
Çizelge 5.2: ADF ve KPSS birim kök test sonuçları. 57
Çizelge 5.3: Lee-Strazicich çift-içsel ve Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları..... 59
Çizelge 5.4: Yapısal kırılmalar altında eşbütünleşik regresyon içeren Kejriwal-Perron test sonuçları 61
Çizelge 5.5: Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçları..... 62

KISALTMALAR

ADF : Agumented Dickey Fuller (Genişletilmiş Dickey Fuller)
AIC : Akaike Information Criterion (Akaike Bilgi Kriteri)
APİ : Açık Piyasa İşlemleri
AR : Autoregressive (Otoregresif)
BIC : Bayesian Information Criterion (Bayes Bilgi Kriteri)
CGFS : Committee on the Global Financial System (Küresel Finansal Sistem Komitesi)
DF : Dickey Fuller
DİBS : Devlet iç Borçlanma Senetleri
DOLS : Dinamik en Küçük Kareler
ERM : Exchange Rate Mechanism (Döviz Kuru Mekanizmasi)
EKK : En Küçük Kareler
FPE : Akaike Final Prediction Error (Akaike Son Tahmin Hata Kriteri)
G-3 : Amerika Bileşik Devletleri, Japonya ve Euro kullanan 12 Avrupa Ülkesi
GSYİH : Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
HQ : Hannan-Quinn Information Criterion (Hannan-Quinn Bilgi Kriteri)
IID : Independent and Identically Distributed
IMF : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KHK : Kanun Hükmünde Kararname
KPSS : Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
KVSA **:** Kısa Vadeli Sermaye Akımları
KVSH : Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
LIBOR : London Interbank Offered Rate(Londra Bankalararası Faiz Oranı)
LM : Lagrange Multiplier (Lagrange Çarpanları)
LR : : Loglikelihood Ratio (Olabilirlik Oranı)
LWZ : Modified Schwarz Criterion (Değiştirilmiş Schwarz Kriteri)
PP : Phillips Perron
SIC : Schwartz Information Criterion(Schwartz Bilgi Kriteri)
STCM : Short Term Capital Movement (Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri)
TCMB : Türkiye Cumhiriyet Merkez Bnakası
TPKK : Türk Parasının Kıymetini Koruma
TSPAKB : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
VAR : Vector Autoregression(Vektör Otoregressif Model)
VEC : Vector. Error Correction(Vektör Hata Düzeltme)
TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE : Tüketici fiyat endeksi

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

ÖZET

Dünya ekonomisinde özellikle 20 yy. da hızla küreselleşme ve serbestleşme adımları atılmıştır. Bu adımlar mal ticaretindeki hacmi arttırmaktan daha çok finansal akımları arttırmıştır. Yeni düzende küreselleşmeyle dünyada dönen para, hem nominal olarak hem de oransal olarak finans sektöründe yoğunlaşmıştır. Neredeyse karşılaştırılamayacak şekilde mal ve hizmet ticaretinden finans sektörüne kayan sermaye, dünya ekonomisini ciddi anlamda tehdit etmektedir. Tasarruf fazlası bulunan gelişmiş ekonomilerdeki kâr paylarının daralması bu ekonomileri yeni arayışlara sokmuştur. Bu arayışla kendi ülkelerinden başlayarak dünyaya yeni bir sistem empoze etmişlerdir. Kuşkusuz dünyadaki bu büyük ekonomik değişim ve dönüşüm kendisini dünyadan soyutlamamış bütün ülkelerde farklı zaman aralıklarında gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerden Türkiye de etkilenmiştir. Bu amaçla Türkiye finansal ve mali yönden dünya ile bütünleşmesini tamamlamak adına 1980'den sonra birçok düzenleme yapmıştır. Dış finansal serbestleşmenin de tamamlanmasıyla spekülatif sermaye girişlerine tamamen açık hale gelen Türkiye, ciddi miktarlarda ani sermaye giriş çıkışlarına maruz kalmış ve makroekonomik göstergeler oynak hale gelmiştir. Dünyadaki gelişmelerden doğrudan etkilenir hale gelen Türkiye, bu süreçten sonra 1994 ve 2001 yıllarında iki büyük kriz yaşamıştır. 1994 yılında artan kamu borçlarının yanı sıra faizler düşürülünce, ani sermaye çıkışları olmuş ve istenilenin aksine faizler aşırı yükselmiştir. 2001 yılında orta ölçekli yerli bir banka, bulunduğu zor durumdan kurtulmak için, elindeki devlet iç borçlanma senetlerini ikinci el piyasada satınca faizler yükselmiştir. Buna karşın yabancı yatırımcılar ve diğer bankalar da zararlarını kapatmak için satışta bulunmuşlardır. Merkez Bankası'nın başlangıçta likidite sağlaması yabancıların Türk ekonomisine olan bakışını değiştirmemiş çıkış devam etmiştir.

Bu çalışmada Türkiye'nin Aralık 1991 ile Mart 2011 tarihleri arasındaki Türkiye'deki gecelik faiz oranları ile ödemeler dengesi kalemlerinden düzenlenen kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki, ekonometrik yöntemler kullanılarak incelenmiştir. Çalışmada kullanılan verilerin zaman serisi olmasından ve birçok zaman serisinin trend içerdiği bilindiğinden dolayı, doğru sonuca ulaşabilmek için öncelikle bu çalışmada kullanılan serilerin de trend içerip içermediği birim kök testleri ile sınanmıştır. Serilerin zaman içinde birlikte nasıl hareket ettiğini ve aralarında bir nedensellik olup olmadığı yapısal kırılmalı eşbütünleşme ve Toda-Yamamoto testi ile araştırılmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile gecelik faiz arasında Temmuz 2000 öncesi anlamlı bir ilişki bulunamazken Temmuz 2000 ve Mart 2011 tarihleri arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte seriler arasında iki yönlü nedensellik ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kısa vadeli Sermaye Hareketleri, Faiz, Birim Kök Testi, Kejriwal ve Perron Yapısal Kırılmalı Eşbütünleşme, Nedensellik.

RELATIONSHIP BETWEEN SHORT TERM CAPITAL MOVEMENT AND INTEREST

SUMMARY

The beginning of economic globalization in the World is considered as the mid nineteenth century. By means of new inventions, the countries that accomplished industrial revolution had started to produce more than their need so they had begun to search for new markets in order to trade them. As it comes to 20th century, World's trade has firmly shifted in favor of industrialized countries. In this century, large portion of trade volume had been among developed countries. When emerging needs for capital as a result of growing trade volume couldn't be satisfied with gold standard, banknotes had been widespread and their circulation had increased. The shift towards developed countries in increasing economic surplus and spreading banknotes had emerged ambiguity during exchange between national currencies because occurring economic surplus couldn't be expressed by gold or other similar real goods. These ambiguities had caused negligence in financial system and encourage the speculative monetary movement move away from real production. First destructive effect of increase in these monetary movements which is disconnected from real production become apparent by the damage of great depression and had been understood how destructive it is. In order to refrain from the similar damages caused by great depression, Bretton-Woods' system had accepted. Bretton-Woods' system had restrained the speculative movements by putting regulations against fixed exchange rate and monetary movements. By cancellation of Bretton-Woods' system, world entered into new liberalization period which can be counted as second globalization phase. This period had spread quickly to countries by uniting with technological developments and become more open to outside impacts.

Together with the collapse of Bretton-Woods' system, countries quickly entered into liberalization period. Some countries carry out the liberalization process gradually, while some others achieved sudden transition. Before opening outside in order to take necessary precautions and reduce the probable negative effects, inside financial liberalization movements had begun. Countries in this concept made regulations about important fields as banking system. After inside liberalization had occurred, they have achieved outside financial liberalization by providing outside source to cover insufficient inside saving gap in order to support investment and development. Liberalization of monetary movement which is the most important step of opening outside quickened the monetary movement from the countries with surplus capital to the countries in need of capital. International short-term capital movement (STCM) flow which shelters speculative features had been increasing day to day. This situation almost makes it impossible for the countries to set up independent policies in the interest of their own.

Turkey's financial liberalization and integration with world had started to gain momentum by the rule of January 24, 1980. Consecutive fiscal and financial regulation had resulted with extensive regulation in exchange regime at 1989. Some of the regulations are explained below;

- Any action related to foreign exchange is released.
- Foreign exchange of those who reside in Turkey and opening accounts for non-residents has been released.
- Restriction to money transfer from domestic to abroad or abroad to domestic for both sides has been abolished.

Thus, Turkey is now acting together with the World in financial point to become a country without restriction of monetary movement and to become open to outside influences. After these changes, capital circulation around the globe can make sudden in and out to Turkey in order to provide more earnings and overcome profits-squeeze in developed countries. However, this situation can cause negative influences on macroeconomic indicators like inflation, foreign currency and interest.

There was an expectation that capital could tend to go to the countries which give higher interest rate and these countries' interest rate would come to same level with freed monetary movements. Expectation in theory and reality displayed differences among countries. In this study, relationship of short term capital and interest in Turkey has been investigated by using the data between December 1991 and March 2011.

This study's first section is introduction, that gives general information about this study's parts. In second section, study mentions briefly the financial liberalization stages in the world. Later, it mentions fiscal and financial steps that Turkey has done in order to ensure compliance with world. It also mentions on which institution has started the action of in and out financial liberalization and some basic regulations done in order to keep up with the existing order. For example, Capital Markets Board has been established with necessary legal changes. Besides that, Istanbul Stock Exchange has become active again. While the number of foreign bank inside Turkey was three in 1980, this number became eight in 2000. In third section, study mentions the term of short term capital movement's scope, definition, causes and consequences. Internal and external reasons of determination of STCM are also mentioned. There are certain indicators of internal factors for capital flows to come to the country. According to the gross domestic product rate, diminution of volatility at higher investment, lower inflation and real exchange rate helps seriously for the countries to draw capital to themselves. But countries not robust about these values are unable to draw capital. In addition to that, interest rate is also important for capital inflow. Direct investment is insensitive to interest rate; Portfolio currents are more sensitive to interest rate. Inclination of foreign capital to developing countries and external factors are also important as internal factors. As a result of fall on interest rate in developed countries, investors tend to search for ways to gain more earning. This situation tends capital to flow into developing countries. In addition, STCM's effect on mainly macroeconomic indicators like inflation, investment-consumption foreign exchange reserves and payment balance are explained. While short term capital movement directly effects one country's some part of macroeconomic balance, affects indirectly many of the others. Expression of this effect on this section are addressed separately as interactions although it is not separated certainly from each other, short term capital movement's effects on known

macroeconomic balance. In forth section, study mentions about the description of interest, interest rate and interest types. Difference of nominal and real interest is expressed as it is important for investors. Beside these, factors that affect interest rate are also mentioned. Factors like how money supply and payment structure are affecting interest rate with which channel and with which ways are expressed in the study.

Fifth section that mentions data and econometric procedure, primarily information about functioning of extended Dickey-Fuller (ADF, Augmented Dickey Fuller, 1981) and KPSS (Kwaitkowski, Phillips, Schmidt and Shin, 1992) unit root tests. Unit root tests are done in order to identify whether series are stable or not because the studies done with unstable series show that it can be faced with spurious regression problem. In other words, in reality variables that have no connection with each other could be seen as connected with series, since they are not stable. No unit root test can give exact result by itself. Therefore, new tests are brought in order to cover the other gaps. Zivot-Andrews (1992) for single internal fracture, Lee-Strazicich (2003) for double internal fracture unit root tests are mentioned which takes into account the structural breaks at continuation of analyze to reduce the failure portion. Under structural fracture of stages of co-integration analyses are explained which is developed by Kejriwal-Perron (2008) in order to be used for detection of long term connection between series according to stability level of series dealt with in the content of analysis. Kejriwal-Perron (2008) provides opportunity for analyzing of relationship among series by seting up breaking date. At the end of this section, to determine the direction of connection of among hot money and nightly interest rate series, Toda-Yamamoto (1995) linear Granger type causality analyses are explained. In addition to these, in this this section, findings from former studies about relationship between STCM with interest made for Turkey and other countries are expressed. Contrary to the theory, different results were obtained from empirical studies done for both Turkey and World. As a result of policies applied in order to diminish the effect of capital inflow that is held in high amount in many different countries, interest didn't move towards desired direction. Especially, as a result of sterilization policies, it is determined that interest rate has increased higher. In this concept, it is observed that in some part of the research relation's positive side is found while in others negative side is found. At the end of this section, the results of the test done are evaluated. As a result of ADF and KPSS tests, nightly interest series is calculated as stable level and hot money series is calculated as first degree stable. Structural fracture unit root test series gives the result that it includes unit root. These test results are commented as economically. When the years that structural fracture has happened are examined, it is detected that the dates are not only important for Turkey but also they are the times which are economic and political development that happened in the World. These findings are economically reasonable when we consider the behavioral aim and capability of hot money. As a result of structural fracturing co-integrated Kejriwal and Perron test, July 2000 is found as fracture date. Connection between STCM and interest rate are examined by separating them into two periods. In first period, pre-july 2000, there is no significant relation but in second period, there is a relation in negative direction. At last, two-way causality is found as a result of Toda and Yamamota causality test.

Key words: Short-term Capital Flows, Interest Rate, Unit Root Test, Kejriwal and Perron Cointegration with Structural Break, Causality.

1. GİRİŞ

Dünyada ekonomik olarak küreselleşmenin başlangıcı olarak 19. yüzyıl ortaları kabul edilmektedir. Sanayi inkılâbının gerçekleşmesiyle, bu adımı ilk atan ülkeler yeni icatlar sayesinde ihtiyaçlarından fazlasını üretmeye başlamış ve bunu satmak için pazarlar aramaya başlamıştır. 20. yüzyıla gelindiğinde ise Dünya ticareti iyice sanayileşmiş ülkeler lehine kaymış ve ticaret hacminin büyük bir kısmı gelişmiş ülkeler arasında yapılmaktaydı. Gelişen ticaret hacmi sonucu ortaya çıkan nakit ihtiyacı altın standardı ile karşılanamayınca fiyat kâğıt paralar yaygınlaşmış ve bunların dolaşımı artmıştır. Dünya'da artan ekonomik artığın gelişmekte olan ülkelere kayması ve kâğıt paranın yaygınlaşması fakat bunun altın ve benzeri bir reel malla ifade edilmemesi ulusal paralar arasında değişim esnasında belirsizlikler doğurmuştur. Bu belirsizlikler finansal sistemde aksaklıklara neden olmuş ve reel üretimden uzaklaşarak spekülatif para hareketlerini özendirmiştir. Reel üretimden kopuk olan bu sermaye hareketlerin bu denli artmasının ilk olumsuz etkisi büyük buhranın verdiği zararla ortaya çıkmış ve ne denli tahrip edici olduğu anlaşılmıştır. Büyük buhranın neden olduğu benzeri zararlardan sakınmak için getirilen Bretton Woods sisteminin uygulandığı dönem, sabit kurlar ve sermaye hareketlerine yönelik düzenlemelerle spekülatif hareketlerin dizginlendiği bir evre olmuştur. Bretton Woods sisteminin iptal edilmesiyle Dünya da ikinci küreselleşme everesi olarak da niteleyebileceğimiz yeni bir serbestleşme dönemine girilmiş ve bu dönem teknolojik gelişmelerle birleşerek ülkelere daha hızlı yayılmış ve ülkeleri dış etkilere daha açık hale getirmiştir.

Bretton Woods sisteminin çöküşüyle ülkeler hızla serbestleşme sürecine girmiştir. Bazı ülkeler serbestleşme sürecini aşamalı gerçekleştirirken bazıları ani bir geçiş yapmışlardır. Dışa açılmadan önce gerekli önlemleri almak ve olası olumsuz etkileri en aza indirmek için öncelikle iç finansal serbestleşme hareketleri başlamıştır. Ülkeler bu bağlamda yaptıkları düzenlemelerle bankacılık sitemi gibi önemli alanlarda düzenlemeler yapmıştır. İç serbestleşme gerçekleştikten sonra yatırımları ve kalkınmayı desteklemek ve yetersiz olan iç tasarruf açığını dış kaynak çekerek kapatmak amacıyla dış finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmişlerdir.

Dışa açılmanın en önemli adımı olan sermaye hareketlerinin serbest hale gelmesi sermaye fazlası olan ülkelerden sermaye ihtiyacı olan ülkelere doğru gerçekleşen sermaye hareketlerini hızlandırmıştır. Uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin gün geçtikçe artan akışkanlığı ve spekülatif özellikler barındırması devletlerin kendi çıkarları doğrultusunda bağımsız politikalar belirlemesini neredeyse olanaksız kılmıştır.

Türkiye'de finansal serbestleşme ve Dünya ile entegrasyonun ivme kazanması 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlamıştır. Birbirini takip eden mali ve finansal düzenlemeler 1989 yılında kambiyo rejiminde yapılan kapsamlı düzenlemelerle sonuçlanmış ve Türkiye artık finansal açıdan Dünya ile ortak hareket eden ve sermaye hareketlerinde kısıtlamalarının kalktığı ve dolayısıyla dış etkilere açık bir ülke haline gelmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki kâr sıkışıklığını aşmak ve daha fazla kazanç sağlamak amacıyla Dünya'da dolaşan sermaye kendi çıkarları doğrultusunda artık Türkiye'ye de ani giriş çıkışlar yapmakta ve ülkede enflasyon, döviz kuru ve faiz gibi makroekonomik göstergeler üzerinde değişikler meydana getirmektedir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile sermayenin yüksek faiz veren ülkelere yöneleceği ve bu ülkelerde faizlerin küresel faiz oranlarının düzeyine düşeceği beklentisi mevcuttu. Teorikte beklenen durum ile gerçek hayattaki durum arasında ülkelere arasında farklılıklar gözlemlenmiştir.

Bu çalışmada 1991:12-2011:03 ayları arasındaki veriler kullanılarak Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketleriyle faiz arasındaki ilişki Kejriwal (2008) yapısal kırılmalı eşbütünleşme testi kullanılarak incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde ilk önce Dünya'daki finansal serbestleşme aşamalarından kısaca bahsedilmiştir. Daha sonra Türkiye'nin Dünya ile uyum sağlamak için attığı mali ve finansal adımlardan bahsedilmiştir. İç ve dış finansal serbestleşme için hangi kurumların faaliyete geçtiği ve var olanların yeni düzene ayak uydurması için yapılan bazı temel düzenlemelerden bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin (KVSH) kapsamı, tanımı ve sebepleri ile sonuçlarından bahsedilmiştir. KVSH'yi belirleyen iç ve dış sebepler nedir? Bir ülkeden başka bir ülkeye neden KVSH gerçekleşir, ülkeler KVSH'yi çekmek ve önlemek için hangi yöntemlere başvurur gibi konular açıklanmıştır. Bunların yanında KVSH'nin enflasyon, yatırım-tüketim, döviz rezervleri ve ödemeler dengesi gibi belli başlı makroekonomik

göstergeler üzerindeki etkilerine değinilmiştir. Dördüncü bölümde faiz ve faiz oranın tanımı yapılarak, faiz çeşitlerinden bahsedilmiştir. Bunlara ilaveten faiz oranlarını etkileyen faktörlerden söz edilmiştir**.** Son bölümünde ise Türkiye ve diğer ülkeler için yapılmış faiz oranı ile KVSH arasındaki ilişkiyi, birinin diğerinden nasıl etkilendiğini anlatan önceki çalışmalardaki bulgular anlatılmıştıdır. Teorinin aksine hem Türkiye hem de Dünya'da yapılan ampirik çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Araştırmaların bir kısmında ilişkinin pozitif yönlü bir kısmında da negatif yönlü olduğu gözlenmiştir. Bunun yanında kullanılan ekonometrik yöntemden ve veri setinden bahsedilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri verileri Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankanasının elektronik veri dağıtım sisteminin ödemeler dengesi kalemlerinden derlenmiştir. Faiz oranı olarak bankalararası para piyasayı işlemlerinden gecelik faiz oranları alınmıştır. Gecelik faiz oranları Türkiye İstatistik Kurumunun sitesinden alınan enflasyon oranları ile reel hale getirilmişti. Ekonometrik analizi yapabilmek için seriler mevsimsellikten arındırılmış ve seriler arasındaki ilişkinin doğru elde edilemilmesi için serilerin durağanlık derecelerini belirlemek için birim kök testleri yapılmıştır. Klasik birim kök testlerine ek olarak hata oranını azaltmak için yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot ve Andrews ile Lee ve Strazicich birim kök testleri yapılmıştır. Testler sonucunda gecelik reel faiz oranları ve sıcak para serilerinin birinci farkında durağan olduğu tesbit edilmiştir. Seriler arsındaki ilişkiyi inceleyen Kejriwal ve Perron yapısal kırılmalı eşbürünleşme testi sonucu Temmuz 2000 tarihinde tek kırılma bulunmuştur. Test sonucuna göre Temmuz 2000 öncesi gecelik reel faiz ile sıcak para arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu tarihten sonra negetif yönlü bir ilşki bulunmuştur bu durum iktisat teorisi ilede uyuşmaktadır. Yapısal kırılmanın gerçekleştiği yıllar incelendiğinde, bulunan tarihlerin sadece Türkiye için önemli olmayan Dünya'da da meydana gelen ekonomik ve siyasi gelişmelere tekabül eden zamanlar olduğu saptanmıştır. Bu da sıcak paranın hareket amacı ve hareket kabiliyeti göz önünde bulundurulduğunda iktisadi olarak anlamlı bulunmaktadır. Seriler arasında nedenselliğin yönünü belirlemek için yapılan Toda ve Yamamoto nedensellik testi sonucu seriler arasında çift taraflı nedensellik bulunmuştur.

2. TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA FİNANSAL SERBESTLEŞME

Bu bölümde, finansal serbestleşme tanımı ile 1970'li yılların sonunda dünya ekonomileri ve Türkiye'de yaşanan süreç ele alınmaktadır. İlk olarak 1980'li yıllara gelmeden önce finansal serbestliği kısıtlayan ve çöküşüyle finansal serbestleşmenin hız kazandığı Bretton Woods dönemine kısaca değinilmiştir. Küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte neredeyse bütün ülkeler finansal sistemlerini serbestleştirmeye yönelik adımlar atmışlardır. Öncelikle iç finansal serbestleşmeyi gerçekleştiren ülkeler daha sonra dış finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmişlerdir. Finansal serbestleşmesini tamamlayan ülkeler arasında finansal sınırlar kalkmış böylelikle bu ülkeler sermaye akımlarına açık hale gelmiştir. Günümüz ekonomik koşullarını daha iyi anlayabilmek için geçmişte yaşanan sürece kısaca değinmek gerekmektedir.

2.1 Dünya'da Serbestleşme Hareketleri

2.1.1 Bretton Woods antlaşması

Bretton Woods, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesi amacıyla uyulması gereken bir dizi kurallar metni olarak 1944 yılında Washington yakınlarında Breetton Woods kasabasında imzalanmıştır. "Uluslararası Para Anlaşması" ile uluslararası ödemelerde kullanılacak yeni bir sistem geliştirilmiştir Antlaşmanın temelinde rekabetçi devalüasyonları önlemek yatmaktadır. Döviz kurlarındaki değişme ödemeler dengesinde dengesizliklerin uzun süre devam ettiği durumlarda gündeme gelecektir. Antlaşmaya göre altına dönüştürülebilen tek para birimi dolar olacak, diğer para birimlerinin değerleri de dolara sabitlenecektir. Bu özelliğinden dolayı Bretton Woods Sistemine altın-döviz standardı da denmektedir (Parasız, 2009, s. 629).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında onarılmaya çalışılan ekonomiler altın rezervleri karşılığında dolar talebinde bulununca, 1950'lerin başında dünya genelinde bir dolar kıtlığı yaşanmıştır. Amerika Bileşik Devletleri (ABD)' nin Avrupa ülkeleri ile Japonya'ya açtığı dış krediler ve Marshall Yardımı gibi hibelerle birlikte dünyada

dolar bolluğu yaşanmış ve sistemde yaşanan ilk kriz sorunsuz atlatılmıştır. Bununla birlikte bu çözüm geçici olmuştur. Esas itibariyle, dolar arzının bu denli artırılması doların devalüasyonunu gerektirmiş ancak diğer paralar dolara sabitlendiği için doların değeri de sabitlenmiştir. Yani doların yükseldiği anahtar para statüsü onun devalüasyonunu engellemiştir.

1950'li yılların sonu ve 1960'ların başıyla birlikte ABD ile ekonomik ilişkide bulunan ülkelerin kendilerini toparlaması ve ABD'nin büyüyen dış açıkları, doların altına konvertibilitesine (dönüştürülebilirlik) olan güveni sarsmıştır. Dolardan altına kaçış, başta Amerikan Merkez Bankası olmak üzere merkez bankalarının altın rezervlerinin erimesine yol açmıştır. Aralık 1971 yılında imzalan Smithsonian Anlaşması sistemi kurtarmaya yetmemiş ve 1973 yılında çıkan Arap-İsrail Savaşının etkisi ile patlak veren Petrol Krizi, sisteme öldürücü bir darbe vurmuştur. Bu kriz ile birlikte ABD ulusal para biriminin değerini Avrupalı ülkelerin para birimleri karşısında bir kez daha düşürmüş ve ülke paralarının dalgalanmaya bırakılması ile Bretton Woods sistemi çökmüştür.

Bretton-Woods sisteminin uygulandığı 1945-1971 dönemi yaşanan iki dünya savaşından sonra dünya ekonomisinin yeniden toparlanma dönemi sayılmaktadır. Bu dönemde ülkeleri para krizlerinden korumak için sermaye kontrolleri Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından üstlenilmiş ve böylece hükümetler aktivist makro politikaları daha güvenilir bir ortamda ve daha rahat bir şekilde uygulayabilmiştir (Yay, 2003, s. 17).

2.1.2 Küreselleşme (Serbestleşme) dönemine geçiş

Bretton Woods Sistemi aslında küreselleşme yolunda atılan ilk adım olarak görülebilir. Çünkü ilk kez uluslararası düzeyde bir parasal sistem kurulmaya çalışılmış ancak bu sistem, ABD dolarına ya da ABD'ye bağımlı olduğu için uzun süre devam edememiş, yani tam bir serbestleşme sağlayamamıştır.

Batılı ülkelerin, yeniden inşa döneminin ardından (1945–1971), daha hızlı büyümek için açık bütçe ve genişleyici para politikaları uygulamaları devletlerin borçlanma ihtiyacını büyütmüştür. Borç almak adına dışarıya verilen devlet tahvilleri, tahvil piyasalarının derinleşmesine yol açmıştır. Devletlerin bütçe açıkları dolayısıyla gittikçe artan finansman ihtiyaçları, diğer yandan sosyolojik ve ekonomik sebeplerle tasarruf sahiplerinin değişen tutumu ve de yeniden yapılanmaya çalışan

şirketlerin davranışları, uluslararası finans piyasalarını güçlendirmiştir (Sarfati, 2003, 39). Bütün bu gelişmeler finans piyasalarının liberalleşmesini gündeme getirmiştir.

2.2 Finansal Serbestleşme

Finansal serbestleşme kuramının kaynağına gidecek olursak, 1970'lerin başında Bretton-Woods sisteminin yıkılması ve devletin ekonomiye müdahalesine bir tepki olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) öncülüğünde ortaya çıkmıştır (Kayacan, 2004). Gelişmekte olan ülkeler için uyarlanmış Neo-klasik finans teorisine "finansal serbestleşme kuramı" diyebiliriz (Williamson ve Mahar,1998). McKinnon ve Shaw finansal kesimdeki serbestleşmenin ekonomik büyümeyi artırmada etkili olacağını savunmuşlardır (Kayacan, 2004). McKinnon (1973) ve Shaw (1973) finansal serbestleşme finansal kaynakların serbest piyasada koşullarında dağılıma dayanan bir sistemin kurulması olarak tanımlanmakta ve finansal serbestleşmeyle kaynakların en yüksek verimin elde edileceği sektörlerde sağlanarak kaynak dağılımında etkinliğin sağlanabileceği iddia edilmektedir. Bu bağlamda, finansal serbestleşme yüksek faiz oranları sayesinde bir taraftan tasarrufları ve yatırımları, diğer taraftan da gerçekleşen yatırımların verimliliğini arttırmak kaydıyla iktisadi büyümeyi sağlayabilecektir.

McKinnon ve Shaw'a göre gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalar baskı altında tutulmaktadır. Finansal baskılamanın neticesinde bu ülkelerde tasarruf düzeyi düşük seviyelerde kalmakta, yetersiz tasarruf düzeyi de yetersiz yatırım düzeyine sebep olarak ekonomik büyümenin düşük düzeylerde belirlenmesine neden olmaktadır. McKinnon ve Shaw gelişmekte olan ülkelerin düşük faiz oranı düşük büyüme oranı kısır döngüsü içerisinde olduklarını söylemektedirler. Bu durumdan kurtulabilmeleri için bu ülkelere finansal piyasalarını serbestleştirmelerini önermektedirler. Atılan adımlarla finansal piyasaların serbestlik sağlanacak böylece bu ülkelerde faizlerin sunî olarak aşağı seviyelerde tutulmaktan vazgeçilecek ve reel faizler piyasada arz talep durumuna göre serbestçe daha yüksek bir seviyede belirlenebilecektir. reel faiz oranlarının yükselmesi ülkede yatırımcının kararlarını değiştirerek tasarrufları artıracak ve bu sayede yapılacak yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonlar temin edilerek yatırımlar ve dolayısıyla ekonomik büyüme daha yüksek düzeyde gerçekleşecektir. McKinnon ve Shaw'a göre finansal

serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki olumlu etkisi ulusal tasarruf düzeyini arttırması ile sınırlı değildir.

Finansal serbestleşme, finansal piyasaların rekabetçi bir ortamda faaliyet sürdürmelerine olanak vererek ürün farklılaşmasını, nitelikli hizmet sunulmasını ve bu sektörlerdeki teknolojik gelişmeyi de arttırmaktadır. Ayrıca finansal serbestleşme ile birlikte yasal ve zorunlu karşılık oranları aşağı seviyelerde tutulacak ve bu da fon kaynak maliyetini düşürerek bankacılık sektörünün aracılık faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütmesine fırsat verecektir. Bunlara ek olarak, finansal serbestleşmeyle birlikte kredi açıklarının giderilebilme olanağının bulunması gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan örgütlenmemiş piyasaların varlığını önleyecek ve bu durum finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacaktır. (McKinnon, 1973, s. 117, aktaran Berkman, 2011, s. 263).

Ayrıca, Mckinnon (1973) ve Shaw (1973) eserlerinde finansal baskının olumsuzluklarından bahsetmektedir. Finansal baskı kısaca tavan faiz uygulaması sonucu reel faizlerin denge faiz oranının altında kalması olarak tanımlanmakta ve bunun sonucu piyasa ekonomisinde oluşacak olumsuzluklardan bahsedilmektedir (Atamtürk, 2003, s. 43). McKinnon'a göre, bir ülkede finansal piyasaların fiyat kontrolleri vb. uygulamalarla etkin bir biçimde çalışma imkânı sağlanmıyorsa o ülkenin finansal sistemi baskılanmış demektir. Finansal baskılamada en yaygın olarak kullanılan yöntem mevduat ve kredi faiz tavanlarıdır. Bununla birlikte de finansal baskılama yöntemlerine örnek olarak şu uygulamalar verilebilir: Yüksek zorunlu rezervler, bazı finans kuruluşlarına merkez bankası aracılığıyla ucuz kredi sağlanması ve kredinin bazı sektörlere aktarılmasını kolaylaştırıcı düzenlemeler (McKinnon, 1973, s.63 aktaran Cicioğlu, 2009, s. 17).

Finansal baskı politikaları ve olumsuzlukları, McKinnon-Shaw ürünü olarak bilindiği halde, McKinnon ile Shaw arasında en azından vurgu yapılan konular açısından bir takım farklılıklar vardır. Mesela Shaw dış mali kaynaklar ile mali derinleşme arasındaki ilişkinin öneminden bahsederken, McKinnon oto-finansman kaynaklarıyla finanse edilen yatırımlar ile faiz oranları arasındaki ilişkiye yoğunlaşmıştır. Esas olarak ise bu iki görüş birbirini tamamlar niteliktedir (Soydemir, 1998, s. 19).

Finansal serbestleşme, genellikle hükümetlerin bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırarak ya da önemli bir ölçüde azaltarak,

gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmeleri ve böylece ekonomilerinin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak tanımlanabilir (Durusoy, 2004,s.1).

Finansal serbestleşme, dar anlamda mevduat ve kredi faiz oranları üzerinde kontrollerin kaldırılması şeklinde ifade edilmektedir. Geniş anlamı ile farklı nitelikteki kurumların faaliyetlerini ayıran sınırlamaların; yabancı kuruluşların ulusal finansal sisteme girişlerindeki engellemelerin azaltılması, yerleşiklerin finansal piyasalara girmelerine izin verilmesi ve finansal kazançlar üzerindeki vergilerin azaltılması olarak belirtilmiştir (Dağdelen, 2004,s. 21).

Kar ve Taş (2003), geniş anlamda finansal serbestleşmeyi;

- Faiz oranlarının serbest piyasada belirlenmesi,
- Kredi kontrollerinin kaldırılması,
- Bankacılık ve geniş anlamda finansal sektöre giriş serbestliği,
- Bankaların özel mülkiyeti,
- Banka özerkliği,
- Uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, şeklinde tanımlamıştır.

Literatürde farklı finansal serbestleşme tanımlamalarına rastlamak da mümkündür. Örneğin Kaminsky ve Schmukler (2003)'e göre finansal serbestleşme; hisse senedi piyasalarının, diğer yerli finansal piyasaların ve de uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, şeklinde üç boyutlu olarak tanımlanmaktadır. Yazarlar tam serbestleşmeyi en az iki boyutta tam, üçüncü boyutta kısmi serbestleşme durumu olarak tanımlanmış, kısmi finansal serbestleşmeyi ise bu üç boyuttan en az ikisinde kısmi serbestleşme durumu olarak tanımlamıştır (Caner, 2007, s.6).

Finansal serbestleşmeye iç ve dış dinamikler açısından bakacak olursak ikiye ayırabiliriz:

- İç finansal serbestleşme
- Dış finansal serbestleşme

2.2.1 İç finansal serbestleşme

İç finansal serbestleşme uygulamaları, devletin kredi ve faiz kontrollerini kaldırması, faiz oranlarının arz ve talebe göre para piyasasında belirlenmesini sağlamakla başlar. Daha sonra başta bankacılık sektörü olmak üzere tüm finansal piyasalardaki kontrolleri asgariye indirmesiyle devam eder. Bununla birlikte devletin bir görevi iç serbestleşmeyi sağlarken, diğer görevi de sistemin düzgün işlemesi için gerekli olan tüm yasal düzenlemeleri yapmak ve yasaların düzgün işlemesini sağlamaktır. İç finansal serbestleşme sağlandıktan sonra uluslararası finansal piyasalara tam anlamıyla entegrasyonu sağlamak amacıyla dış finansal serbestleşmeye gidilecektir.

2.2.2 Dış finansal serbestleşme

Dış finansal serbestleşme ile temelde dışarıdan sermaye girişinin sağlanması amaçlanmaktadır. Bunun için de öncelikli olarak döviz kurlarının müdahalelerden arındırılarak piyasa koşullarında belirlenmesi temin edilmelidir. Neo-klasik düşünceye göre yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda, yabancı tasarruflar yerli yatırımlar ve büyüme için önemli bir kaynak oluşturacaktır. Bu düşünceye göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları, yüksek faiz oranlarına sahip sermaye darboğazı çeken gelişmekte olan ülkelere akacaktır. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları uluslararası faiz oranına inene kadar devam edecektir.

Dış finansal serbestleşme hem sermaye girişleri hem de sermaye çıkışları üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasını kapsamaktadır. Bazı iktisatçılara göre iç serbestleşme tamamlanmadan dış serbestleşmeye geçilmesi söz konusu ülkeler için finansal krizin nedeni olarak gösterilmektedir.

2.3 Finansal Serbestleşme: Türkiye

Türkiye'de finansal serbestleşme hareketleri 24 Ocak kararlarıyla başlamıştır. Yapısal Değişim Programının bir parçası olan ve Ekonomik Stabilizasyon Programı olarak da adlandırılan bu kararların hedefinde serbest piyasa ekonomisi olmuştur. Bu kararlarla Türkiye ihracata yönelik büyüme hedefleyen ülkeler arasına katılmıştır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 91).

1970'li yıllarda doğrudan kontrol altında tutulan faizler ve 1970'li yılların sonuna doğru hızla artan enflasyon, reel faizleri negatif yapmıştır. Bu nedenle finansal fonlar bankacılık sisteminden kaçmıştır. Tasarrufları arttırmak ve bunları finansal sisteme çekmek için 1980'den itibaren faiz oranları serbest bırakılmıştır ve daha çok piyasa şartlarında belirlenmeye başlamıştır. Fakat mevduat faizleri hala devletin kontrolünde kaldığı ve sıklıkla faiz oranları üzerinde oynama yapıldığı görülmektedir. Türkiye'de reel faiz oranları 1980'lere kadar negatifken 1982 yılından itibaren pozitif olmuştur. Tasarrufları teşvik için uygulanan politikalar sonucu ortaya çıkan yüksek faiz oranları 1980'lerin sonuna kadar faiz oranlarına bir istikrar getirmemiştir. 1980'lerin başında faiz oranları istenildiği gibi piyasa koşullarında değil, büyük bankaların kendi aralarında anlaşması sonucu belirlenmiştir. Anlaşmanın temelinde bankların oligopolistik yapısının yanında o yıllarda yapılan düzenlemelerin sadece vadeli mevduat faizlerinin serbest bırakması ve faiz oranlarındaki değişliklerin 6 ay önceden haber verme mecburiyetinden kaynaklanmıştır. Bu durumun sonucu olarak, biri bankaların kendi aralarında belirlediği diğeri serbest piyasada belirlenen olmak üzere iki faiz oranı ortaya çıkmıştır. Piyasada oluşan faiz banker faizi olarak adlandırılmıştır. Banker faizlerinin banka faizlerinden yüksek olması, bankerlerin birikimlerinin bankaları sarsacak seviyeye ulaşmasına neden olmuştur. Zor durumda kalan bankalar harekete geçmiş ve 1983 yılında bankerlik tasfiye edilmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2001, s. 236).

1 Mayıs 1981'den itibaren tek kur uygulamasına geçilmiş, döviz kurları Merkez Bankası tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır. Uluslararası piyasalar ve para piyasasındaki gelişmelere göre 1981'de 164 kez, 1982'de 245 kez, 1983'te 246 kez kurlar değiştirilmiştir. Diğer bir ifadeyle kurlar her iş günü yeniden tespit edilmiştir (Arat, 2003, s. 38).

1982 yılında Sermaye Piyasası Yasası uygulamaya girmiştir. Sermaye piyasası; yatırımda bulunanlar, birikim yapanlar ve bunlar arasındaki fon akımının gerçekleşmesine imkân veren banka, aracı kurumlar, finans ve yatırım ortaklıkları gibi yardımcı kuruluşlardan oluşan finansman sistemidir. Sistemin düzenli işleyebilmesi için çıkarılan yasa çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) faaliyete geçmiştir. Sistemin amacı ise; piyasadan fon kullanan şirketlerin tasarrufun özendirilmesiyle oluşan birikim fazlasından belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak, sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf

sahiplerinin hak ve yararlarını korumak, piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır (Karluk, 1996, s. 373). Sermaye Piyasası Yasası'nın çıkartılması, İMKB'nin yeniden canlandırılması finansman bonosu, mevduat sertifikası, tahvil alım satımı, repo işlemleri, pay senedi ve benzeri finansal araçların hızla gelişmesi, tasarruf sahiplerinin önündeki seçeneklerin artmasına ve böylece iç finansal piyasalarda bankaların paylarının azalmasına yol açmıştır (Parasız, 2009, s. 109).

Temel felsefesi tüm fiyatların piyasada belirlenmesi olan 24 Ocak kararlarının doğrultusunda döviz fiyatlarının da piyasada belirlenmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır. 29 Aralık 1983'te yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma (TPKK) Hakkında 28 sayılı Karar ve bu kararı bütünleştiren 7 Temmuz 1984'te yürürlüğe giren TPKK Hakkında 30 sayılı Karar'la Türkiye'de uygulanmakta olan kambiyo rejimi önemli ölçüde serbest hale getirilmiştir. Yeni düzenlemelerle;

1. Türkiye'de kişilerin döviz bulundurmaları, bankalarda döviz tevdiat hesabı açtırmaları;

2. Türkiye'de ikamet edenlerin yurtdışında ikamet edenlerden Türkiye'de yapacakları işler nedeniyle döviz kabul etmeleri;

3. Bankaların döviz mevcutlarını, belirlenecek esaslara göre serbestçe kullanmaları, vadeli döviz alım satımı yapmaları;

4. Türk parasının ve Türk parası ile ödeme yapmayı sağlayan belgelerin ülkeye ithali;

5. Bankalar ile Türkiye'de ikamet eden gerçek ve tüzel kişileşirin yurtdışından döviz kredisi almaları, yurtiçinde döviz kredisi açmaları; serbest bırakıldı. 1985 yılında yapılan yeni bir düzenlemeyle bankalar, yaptıkları işlemlerin ticari olup olmadığına bakılmaksızın bütün işlemlerinde uygulayacakları döviz kurunun kendileri serbestçe belirleyebilme yetkisine kavuştular (Türkiye Ekonomi Kurumu, 1998, s. 209).

24 Ocak kararlarına kadar kapalı ekonomi içinde işlemlerini yürüten Türkiye Bankacılık sistemi, ekonomide meydana gelen liberal değişikliklerden önemli derecede etkilenen sistemlerden biri olmuştur. Alınan kararların sonucu olarak artık daha dışa açık, ürün ve hizmet yelpazesi geniş bir yapıya dönüşmüştür. 2 Nisan 1986'da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bünyesinde Bankalararası Para Piyasası kurulmuştur. Bu tarihten önce aralarında finansal bağ yönünde kopukluk bulunan bankalar, bu kurumla birlikte TCMB aracılığıyla birbirinden ihtiyaçları doğrultusunda fon talebinde bulunabilmektedirler. İşlemler güvenilir bir

kurum olan TCMB aracılığıyla yapıldığı için bankalar güvenli bir şekilde kime borç verdiğini ve kimden borç aldığını bilmeksizin kısa dönem nakit sıkışıklığını elindeki uzun vadeli varlıkları satmadan karşılayabilme olanağı bulmuşlardır. Böylelikle bankacılık sisteminde bulunan likidite bankalar arasında dengeli bir biçimde dağılımı sağlanmıştır. Diğer taraftan 21 Mart 1988 tarihinden itibaren de TCMB ihtiyaç duydukça piyasalara aktif olarak müdahale ederek alıcı ya da satıcı tarafında yer almıştır (Yiğit, 2002,s. 4).

Yapılan değişikliklerle Türkiye ekonomisinin dışa açılması ve bankacılık sektörünün liberalleşmesi neticesinde ülkede açılan bankaların sayısında hızlı artış gerçekleşmiş ve birçok ticari banka faaliyete geçmiştir. Türkiye'de faaliyet gösteren bankaların sayısında 1980 sonrası dönemimde ortaya çıkan gelişme belirlenen yıllar itibarıyla aşağıdaki Çizelge 2.1'de gösterilmiştir. Bu çizelge incelendiğinde finansal serbestleşmenin başladığı 1980 yılında 4 olan yabancı banka sayısındaki önemli artış görülmektedir.

Çizelge 2. 1: Bankacılık sektörünün yapısı.

Yıllar	Kamusal Sermayeli Mevduat Bankaları	Özel Sermayeli Mevduat Bankaları	Yabancı Sermayeli Mevduat Bankaları	Tasarruf Mevduat ve Sigorta Fonuna Devredilen Bankalar	Kalkınma ve Yatırım Bankaları	**Toplam**
1980	12	24	4	-	3	**43**
1984	12	19	13	-	3	**47**
1988	8	25	19	-	8	**60**
1992	6	31	20	-	12	**69**
1996	5	33	18	-	13	**69**
2000	4	28	18	11	18	**79**
2001	3	22	15	6	15	**61**
2002	3	20	15	2	14	**54**
2004	3	18	13	1	13	**48**
2005	3	17	13	1	13	**47**
2007	3	11	18	1	13	**46**
2011	3	11	17	1	13	**45**

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği verilerinden türetilmiştir.

Merkez Bankası 1987 yılında açık piyasa işlemleri (APİ) yapmaya başlamış, "APİ para politikası uygulaması çerçevesinde, merkez bankalarının kısa vadeli faiz

oranlarının belirlenen düzeylerde oluşmasını sağlamak ve finansal piyasalardaki likiditeyi etkin bir şekilde düzenlemek amacıyla, menkul kıymet alım ve satımı ile para piyasası işlemleri yapmasıdır." (TCMB, 2008, s. 9). Yapılan açık piyasa işlemlerinde doğrudan alım, doğrudan satım, geri satım vaadiyle alım ve geri alım vaadiyle satım olmak üzere dört çeşit işlem gerçekleştirilmektedir Serbestleşme döneminde ortaya çıkan, bankacılık sisteminin işlemlerini yürütebileceği bir başka piyasa olan Bankalararası Döviz ve Efektif Piyasaları 14 Eylül 1988 tarihinde kurulmuştur. Kambiyo rejiminin artık daha serbest hale gelmesi ve döviz kurlarının piyasa şartlarında oluşmasını sağlayan bu piyasanın yanı sıra zamanla TL-repo ve döviz- repo piyasaları da açılarak döviz piyasasının kuruluşu tamamlanmıştır (Türkiye Ekonomi Kurumu, 1998, s. 212).

1980'de başlayan serbestleşme, uygulamaya geçen bazı kararlarla 1983 ve 1984'te derinleşerek devam etmiştir. Enflasyon ile işsizliğin yüksek olduğu 1988-1989 dönemi ekonomik olarak iyice daralan Türkiye bu durumdan kurtulmanın çaresini dünya ile olan bütünleşmesini daha da arttırmakta gördü ve bu yönde serbestleşme adımlarını hızlandırmıştır. TPKK'na bağlı olarak çıkarılan 32 no'lu kanun hükmünde kararname (KHK) ve değişiklikleri ile Türkiye, sermaye hareketleri açısından en serbest ülkelerden birisi haline getirilmiştir. Söz konusu kararname yürürlüğe girerken ithalat fonları düşürülmüştür. 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı KHK ile sadece ödemeler bilânçosu sermaye hareketleri serbestleşmedi, aynı zamanda mali piyasalar da serbestleşti. Döviz ile ilgili her türlü işlem serbest bırakılmıştır. Türkiye'de ikamet edenlerin döviz alım satımları, yerleşik olmayanların Türkiye'de hesap açtırmaları ve her iki kesiminde içerden dışarıya ve dışarıdan içeriye para transferlerindeki sınırlamalar kaldırılmıştır (Şahin, 2006, s. 206).

Bu KHK ile sermaye hareketleri tamamen liberalleşirken, geniş yelpazede yapılan bu yeni düzenlemelerin istenildiği sonucu verebilmesi için Türkiye henüz yasal ve kurumsal alt yapıya sahip değildi. Serbestleşmenin önemli şartlarından biri olan rekabet ortamı ürün piyasasında tam manasıyla oluşmamıştır. Özetle yeterli kurumsal tecrübe ve yasal düzenlemelerin olmadığı 1989-1994 arası, spekülatif fonların döviz piyasası, para piyasası ve sermaye piyasası arasında çıkarları doğrultusunda ani hareketler yapabildiği, istediği an yer değiştirdiği; gittiği piyasada

fiyatların artmasına, ayrıldığı piyasalarda fiyatların azalmasına sebep olduğu bir dönem olarak geçmiştir (Şahin, 2006, s. 126).

Türkiye'nin kambiyo rejiminden vazgeçip finansal piyasalarda bütünüyle serbestleşmeyi seçmesiyle sonraki yıllarda sıkıntılar yaşanmıştır. Böyle bir dönemde yüksek enflasyonist baskının olduğu ortamda kamu maliyesinde dengesizlikler giderek artarken hayata geçirilen finansal serbestleşme, Türkiye ekonomisini dışarıdan gelen ani dalgalanmaların zararını en aza indirmekte kullanabileceği uygun para, faiz ve kur politikalarını birbirinden bağımsız olarak seçme ve hangisini uygulayacağına karar verme imkânından yoksun bırakmıştır. Kur seviyesinin belirlenmesinde artık finansal sermaye hareketleri yönlendirici faktör olmuş, mal hareketleri ile sermaye hareketleri arasında köprü yıkılmıştır. Farklı bir ifadeyle söylemek gerekirse sıcak para girişlerinin artması faiz ve kurların belirlenmesini bu harekete bağımlı kılmaya başlamış böylece para ve maliye politikaları etkinliklerini hızla yitirme sürecine girmişlerdir (Yeldan, 2001, s. 128).

3. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

Sermaye işlemlerinin uzun veya kısa vadeli diye ayırt edilmesi, bunların paraya dönüştürülebilme (likidite) özelliğinden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları (KVSA), vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımlarıdır. KVSA tanımlanırken bir yıla kadar diye ifade edilse de uygulamada çoğunlukla 30, 60 veya 90 günlüktür. Günümüzde pek çok kısa vadeli mali yatırım araçları kullanılmakla birlikte bazılarını şöyle sıralayabiliriz: Ticari bonolar, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri, muhabir açıkları v.s. (Seyidoğlu,2003, s. 407). Kısa vadeli sermaye akımları; ticari krediler, vadesi bir yıldan az ticari banka kredileri, yerleşiklere ve yerleşik olmayanlara kısa vadeli özel ve kamu borçları gibi çok geniş finansal hareketleri içermektedir (Rodrik ve Velasco,1999, s. 12).

Spekülatif, kısa dönemli, aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içeren ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj öğesine dayanan, yüksek risk yüksek getiri özelliklerini haiz varlıklara yatırım yapan kısa vadeli sermaye akımları, sıcak para olarak tanımlanabilir. Sıcak paranın kapsamı, kısa vadeli spekülatif sermaye olarak belirlenmiştir. Bu kapsam içerisine ödemeler dengesi bilançosunun portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri alt kalemlerinden, yerleşik olmayanların döviz tevdiat hesapları ve bankacılık sektörünün sağladığı yabancı krediler işlem hacmi alınmamaktadır (Selimata, 2003 aktaran Cihan, 2005, s. 25). Portföy yatırımları, gerek uzun gerekse kısa vadeli menkul kıymetlerin yanı sıra kamu menkul kıymetleri, özel sektör tahvilleri ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Portföy yatırımları, kısa vadeli yatırımlara göre daha uzun vadeleri ifade etmektedir. Fakat içerdikleri araçların likiditesinin yüksek menkul kıymetlerden oluşması nedeniyle kısa vadeli yatırımlar gibi yatırım yapılan ülkeyi her an terk edebilmekte ve ekonomik dengeler üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir (Alp, 2002 aktaran Şimşek, 2002, s. 5).

3.1 Sermaye Akımlarının Sebepleri

Sermaye akımlarının ülkelerin ekonomileri üzeri üzerindeki etkilerin ortaya çıkmasıyla ekonomistlerin sermaye hareketleri ile ilgili çalışmaları da çoğalmıştır. Bu bağlamda yapılan çalışmalarda sermaye hareketlerin ülkelere yönelmesinin biri içsel diğeri dışsal olmak üzere iki faktör üzerinde yoğunlaşmıştır.

3.1.1 Kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen içsel faktörler

Sermaye akımları, gelişmekte olan ülkelere iki temel yolla gerçekleşmektedir. Bunlardan ilki, bu ülkelerin dış borçlarını yeniden yapılandırarak kredi güvenirliklerini arttırmalarıdır. Yatırımcıları cezbeden ve gelişmekte olan ülkelere çeken ikinci etken ise yapısal reformlar ve başarılı istikrar programlarından sonra makroekonomik göstergelere olan güvenin artmasıdır (Lopez,1997).

Sermaye akımlarının ülkeye gelmesine içsel faktörlerin dışsal faktörlere göre daha etkili olduğunun belli göstergeleri vardır. Gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYİH) oranına göre yüksek yatırım, düşük enflasyon ve reel kur oranındaki oynaklığın azlığı sağlam ekonomik göstergeler olarak ülkelerin sermaye çekmesine ciddi yardımcı olurken, bu değerleri sağlam olmayan ülkeler sermaye çekememektedir. Özel sermaye akımlarının büyük çoğunluğunu oluşturan doğrudan yatırımlar, faiz oranlarına duyarsızken portföy akımları faiz oranlarına daha duyarlıdır (Lopez,1997, s.16).

Ekonomik politikalar bakımından gelişmekte olan ülkeler finansal ve ticari alandaki serbestleşme ile sermaye girişini arttırmaya çalışmışlardır. Bu bağlamda yapılan değişiklerden biri de özelleştirmelerin yabancılara açılmasıdır. Ülkeler özelleştirmeler sonucu işletmelerin verimliliğinin artması sebebiyle dolaylı olarak, yabancıların yerli işletmeleri satın almasıyla da doğrudan sermaye girişlerini arttırmıştır (Danışoğlu,1999, s. 7).

Schadler (1994)'e göre sermaye akımlarının gelmesinde iki önemli içsel faktör vardır: Birincisi kamu açığını azaltıcı makroekonomik istikrar oluşturan veya üretkenliği arttıracak yapısal değişiklikler sağlayan içsel ekonomi politikalarıdır. İkinci faktör ise mali uyuma bakmaksızın sıkı kredi politikası ve yüksek faiz oranlarıdır. Sabit döviz kuru altında yüksek faizle sermaye çekilebilir. Eğer sermaye girişlerinde yurtiçi ekonomik politikalardaki yapısal değişmeler baskınsa görünen

etkiler benzerdir. Fakat bunlar muhtemel istikrarsızlık sebebi değil, denge sağlayıcı ve kalıcı özelliktedirler (Shadler, 1994, s. 21).

Sermaye akımlarının bir ülkeye gelmesinde kamu borç politikaları, bütçe açıkları, döviz rezervleri, döviz kuru politikaları bir ülkenin ekonomik yapısı hakkında bilgi veren temel makroekonomik göstergeler önemli rol oynamaktadır. Yapılan çalışmalar sonucu elde edilen bilgiler, bu temel değişkenler içinde sermaye akımlarını birinci derecede belirleyen içsel etkenin döviz rezervi olduğudur. Ülkenin istikrarlı bir şekilde ekonomik olarak büyümesi, sermaye gelişine neden olan ikinci önemli içsel değişkendir. LIBOR (London Interbank Offered Rate) üçüncü derecede belirleyici olarak bulunmuştur (Ralhan, 2006, s. 10).

Buna ek olarak gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmek için uygulanan etkili bir plan, sermaye piyasalarındaki serbestleşme ve dışa açık ekonomi politikalarının yatırımcılarda oluşturacağı güven ve yüksek kâr getiri beklentisi bakımından önemlidir (Calvo ve diğ., 1996, s. 127). Ülkeler arasında çeşitli uluslararası finans kuruluşlarının bulunması görece dışa açık ekonomiye sahip ülkelerde herhangi bir sınırlamaya tabi olmadan yabancı yatırımcıların sermayelerini geri çekme imkânı sağlamaktadır.

Bütçe açıkları da, kamunun borçlanma ihtiyacı üzerine baskı oluşturması nedeniyle sermaye akımlarının yönünü belirlemede etkilidir. Bütçe açıklarının arttığı dönemlerde yatırımcılar, hükümetin bu açıkları kapatmak için sıkı maliye politikasına başvuracağını ve kendilerinin de bundan vergilendirme yoluyla olumsuz etkileneceğini düşünerek yurt dışına yönelmektedirler. Bu durumda bütçe açıkları sermayeyi içeri çeken değil, dışarı iten bir faktör durumuna gelir (Salisu, 2005 aktaran Demir ve Sever., 2009,s. 220).

3.1.2 Kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen dışsal faktörler

Yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde içsel faktörler kadar kimine göre daha önemli olan dışsal faktörler de bulunmaktadır. Bu görüşe göre başta ABD ve Japonya olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki faiz oranlarının düşmesi ve bu ülkelerdeki ekonomik daralmalar sonucu yatırımcıların daha yüksek getiri elde etme arayışına girmeleri, sermaye akımlarını gelişmekte olan ülkelere yönlendiriyor (Calvo ve diğ., 1996, s.126).

Fernandez-Arias (1994) , dışsal faktörlerin sermaye girişlerinde daha baskın olduğunu tespit etmiştir. Fernandez-Arias'a göre uluslararası faiz oranları, sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde anahtar rol oynuyor. Bu yüzden sermaye girişlerinin sürekliliği gelişmiş ülkelerin ekonomik performansına bağlı, bu da gelişmekte olan ülkeleri kırılgan hale getiriyor.

Küreselleşmeyle birlikte finansal piyasalarda uygulanan kısıtlamaların kaldırılması, hızla gelişen bilgi teknolojisi, para ve sermaye piyasalarında oluşan tam rekabet şartları finans piyasalarında oynaklığı ve verimliliği etkileyen önemli faktörlerdendir (Taylor ve Sarno,1997, s. 453).

İletişim maliyetlerindeki düşüş, sıkı rekabet ve artan yurtiçi piyasa maliyetleri, yatırımcıların kârlarını ve verimliliklerini arttırmak için gelişmiş ülkelerden çıkıp gelişmekte olan ülkelerde gitmesine neden olmaktadır. Bunun yanında sermaye ihraç eden sanayileşmiş ülkelerde finansal yapıdaki gelişmeler bir diğer itici faktördür. Kurumsal yatırımcıların önemi giderek artmıştır, bu yatırımcılar gelişmekte olan ülkelerde uzun dönem kâr beklentisi ve portföylerindeki riski paylaştırmak için yeni yatırım alanları aramaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yılların başında düzelen temel makroekonomik göstergeleri ve kurumsal yatırımcılara çeşitli yatırım araçları sunmaları sonucu sermaye akımlarını buralara yönlendirmiştir (Lopez,1997, s. 17).

Özellikle ABD faiz oranlarıyla gelişmekte olan ülkelere giren sermaye arasında güçlü bir negatif ilişki bulunmaktadır. 1994 yılında ABD'de artan faiz oranları, gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımları çekici olmaktan çıkarmıştır. Gelişmiş ülkelerde faiz oranlarındaki ufak bir değişiklik, gelişmekte olan ülkelerin borçlanma fiyatlarını anında etkilemektedir. Günümüzde yüksek teknolojiyle sıkı şekilde birbirine bağlı olan finansal piyasalar bu duruma hemen tepki verip sermaye çıkışlarına neden olmaktadır (Calvo ve diğ.,1996, s. 126).

3.2 Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkisi

Kısa vadeli sermaye hareketleri bir ülkedeki makroekonomik dengelerin bir kısmını doğrudan etkilerken birçoğunu da dolaylı olarak etkilemektedir. Her ne kadar

bir birinden kesin çizgilerle ayrılamasa da, bu bölümde kısa vadeli sermaye hareketlerinin belli makroekonomik dengelere olan etkileri ayrı ayrı ele alınmaktadır.

Sermaye akımları sonucu oluşan döviz arzı fazlasıyla reel olarak değerlenen yerel para, dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta fakat yüksek faiz oranları ile sermaye çekmeye devam edilerek düşük kur-yüksek faiz uygulaması ile dış ticaret açığı ve cari açık dengelenmeye çalışılmaktadır. Diğer yandan yüksek reel faiz uygulaması ile parasal tabandaki artış durdurulamayacağından, fiyatlarda artış yönünde bir baskı oluşmaktadır (Şengönül ve diğ., 2007, s.34).

Bu durumda, reel kurun değerlenmesine gerekli ve yeterli müdahale yapılmazsa, ortaya çıkan ödemeler dengesindeki bozukluk ülkenin borç geri ödemesini zorlaştırmakta bu da ülkeyi riskli hale getirdiğinden yeni borçları daha yüksek faizden bulmasına neden olmaktadır. Böylece yükselen faizler sermaye girişlerini hızlandırmakta bu da kurlar üzerindeki baskıyı arttırarak kısır döngü oluşturmaktadır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s.73).

3.2.1 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yatırım ve tüketim üzerine etkisi

Sermaye akımlarının makroekonomik temeller üzerine etkileri incelendiğinde yurtiçi üretim/tüketim ile yatırım/tasarrufdan oluşan ekonominin genel dengesinin ön sırada olduğu görülmektedir. Ekonominin genel dengesi, yurtiçi gelirlerin hangi oranda tüketilip hangi oranda tasarruf edildiğini, yatırımların hangi oranda tasarruflarla karşılandığını, yatırım-tasarruf açığı bulunuyorsa bunun yurtdışı kaynaklarla karşılanan miktarının ne kadar olduğunu ve ülkenin milli gelirinin ne kadar büyüdüğünü gösteren dengedir (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 64). Gelişmekte olan ülkeler, sermaye akımlarını büyümede ve kalkınmada ihtiyaç olan kaynak eksikliğini gidermek için isterler. Çünkü bu ülkelerin kendi vatandaşlarının tasarruf miktarı istikrarlı büyümeyi sağlayacak düzeyde değildir. Sermaye akımlarından yararlanılarak istenilen büyüme hedefine ulaşılmasında en önemli unsur, sermaye girişlerinin gerçekleştiği dönemde gerekli ve yeterli yapısal reformların uygulamaya sokulması ve uygun politikaların belirlenip yürütülmesidir.

Özellikle yatırım ve tasarruf yetersizliği bulunan gelişmekte olan ülkeler, karşılaştıkları problemleri ülkelerine kısa vadeli sermaye çekerek aşmaya çalışmışlardır. Fakat bu ülkelerin iç dengelerindeki hassasiyet, dış konjoktürde

meydana gelen ani değişmelerden bu ülkelerin kolayca etkilenmesine sebep olmuştur.

Sermaye girişlerinin uzun dönemde bir ülkenin gelişmesine yardımcı olması demek, o ülkede gerçekleşen yatırım oranlarında önemli bir artışa etkide bulunmuş olması demektir. Sermaye girişlerinin gerçekleştiği ülkelerde yatırımların sermaye malları hesabına oranında yükseliş gözlemlenmiş fakat tüketimin de ciddi oranda yükseldiği saptanmıştır. Aşırı miktarda gerçekleşen kısa vadeli sermaye girişi, iç talepte artış yaratmaktadır. Fakat uygun şekilde yönlendirilip gelir getirici yatırımlara dönüştürülmeyen bu sermaye akımları, ithal mal tüketimine yönelmektedir. Tüketimin yurtiçi ürünlerle değil de ithal mallara yönelerek artması, iç tasarrufların yurtdışına çıkması anlamına gelir (Danışoğlu, 1999, s. 65).

Yukarıda anlatılanların aksine kısa vadeli sermaye girişlerinin, yurtiçi tasarruf-yatırım düzeyini bozacağını savunan karşıt görüşler de mevcuttur. Kimi eleştirel görüşler, sermaye hareketlerindeki serbestliğin tamamen karşısında iken, kimileri serbestleşmenin kademeli ve zamana yayılması gerektiğini belirterek ani ve köklü değişikliklere karşıdırlar (Gürbüz, 2006, s. 54).

Kendi tasarrufları ekonomik büyümeleri için yeterli olmayan ülkeler, tasarruf fazlası olan ülkelerden kaynak çekebilmek için faiz artırımına giderler. Fakat faiz oranlarının artması, dışarıdan içeri sermaye gelmesini sağlarken, yerleşiklerin yatırım kararlarını değiştirecektir. Artık tasarruflarını reel yatırıma, mal ve hizmet alımına değil, getirisinin daha yüksek olduğuna inandıkları finansal yatırıma yönelteceklerdir. Bu da faiz artırımının gerekli olan büyüme ve yatırımların finansmanı azaltacağı anlamına gelir. Bununla birlikte faiz oranları yatırımların maliyeti olarak görüldüğü için, artan faiz oranları fırsat maliyeti açısından değerlendirildiğinde, yatırımların azalmasına neden olur ve ekonomik büyümeyi yavaşlatır (Esen, 2008, s. 46).

Sıkı maliye politikaları ile yapısal reformların uygulandığı ülkelerde, sermaye akımının hızlanması üretimde artışa yol açmaktadır. Sermaye akımının haricindeki diğer unsurların ekonomik kalkınmaya katkısı belirsizken, sermaye girişi ekonomide hem arz hem de talep yönünde arttırıcı etkide bulunur. Özellikle gelen sermayeyi, tüketimi arttırıcı değil de yatırımı ve ihracatı destekleyici programlara yönlendiren Asya ülkelerinde, ekonomik büyüme oranları yüzde 8-10 gibi yüksek düzeylere

ulaşmıştır. Sermaye akımları üretimi ve tüketimi tetiklerken tabi ki bunlara etkisi aynı olmamaktadır. Bunun örneklerini değişik ülkelerde görebiliriz. Sermaye girişleri Meksika, Tayland ve İspanya'da büyüme oranlarının hızla artmasına sebep olmuş ancak bu ülkelerde bireylerin tüketim artışı, üretim artışını aşmıştır. Bu durumda yurtiçi üretimle karşılanamayan tüketim artışı, ithalatı arttırmıştır. Sermaye girişlerinin ekonomide daha çok tüketimi finanse ettiği görülmüştür (Uzunoğlu ve diğ., 1995,s. 64).

Dolaysıyla, finansal serbestleşme sonrası artan sermaye hareketliliğinin ortaya çıkardığı sermaye girişleri, ülke ekonomileri için tasarruf-yatırım dengesini bozmak gibi olumsuz sonuçlar doğurmuştur. Bunun ötesinde, borçlanmanın kolaylaşmasıyla aşırı borçlanan ülkeler, yurtiçi tasarrufların bir bölümünü faiz ödemeleri şeklinde yurtdışına ödeyerek yurtiçi tasarruf düzeyini düşürmektedir. Sonuçta sermaye akımlarının tasarrufları arttırması beklenirken daha da düşürdüğü görülmüştür (Yentürk, 2003 aktaran Gürbüz, 2006, s. 67).

Uluslararası sermaye girişleri arttıkça yurtiçi tasarruf oranları azalmaktadır. Bu azalış genellikle özel sektör tasarruflarındaki düşüşten kaynaklanmakta, azalış kamudaki tasarrufları da aşarak ülkedeki toplam tasarrufun azalmasına neden olmaktadır. Bazı ülkelerde ise sıkı maliye politikalarının uygulanmaması, popülist politikalar ve kamu açıklarının sermaye girişleri ile kapatılma imkanının bulunması kamu tasarruflarını azaltmaktadır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 64).

3.2.2 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ödemeler dengesine etkisi

Dış ödemeler dengesi ya da bilançosu, ülkenin belirli bir dönem içerisindeki dış ekonomik ve mali işlerinin durumunu gözler önüne serer. Ülkenin mal, hizmet ve sermaye akımları gibi işlemlerini kapsar. Dış ödemeler bilançosundaki bir açık veya fazla ülkenin ekonomisi üzerine oldukça geniş kapsamlı etkiler doğurur. Örneğin ülkedeki milli gelir ve çalışma düzeyi, kalkınma hızı, döviz kurları, enflasyon oranı, ücret artışları, gelir dağılımı ve dış borçlar gibi temel ekonomik değişkenler, dış ödemeler dengesiyle sıkı sıkıya ilişkilidir (Seyidoğlu, 2003, s. 395).

Sermaye akımlarının ödemeler dengesi üzerine etkilerinin incelendiği ülkelerde, döviz kurları finansal serbestleşmeyle piyasa koşullarında belirlenmektedir. Bunun ödemeler dengesi üzerine ilk etkisi olumludur. Ancak cari

işlemler dengesi açıkları hızla artmakta ve sermaye akımları ile kapatılmaktadır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 66).

Sermaye girişlerinin artması cari açığın finansmanını kolaylaştıran bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ancak günümüzde sermaye akımlarının hacminde meydana gelen artışlar cari açığı aşan boyutlarda sermaye girişlerine neden olmaktadır (Keskin, 2008, s. 21).

Ödemeler dengesini şöyle ifade edersek;

$BP = NX(Y, Y_f, R) + CF(i-i_f)$

CF: sermaye hareketleri yurtiçi ve yurt dışı faizlerin bir fonksiyonudur.

NX: ticaret fazlası yurtiçi ve diğer ülkelerin milli gelirleri ile reel döviz kurunun bir fonksiyonudur.

Denklemde görüldüğü gibi sermaye girişleri ödemeler dengesinde bir eşitsizlik meydana getirir. Tekrar dengeye gelmesi için ticaret açığı verilmesi gerekir. Sermaye girişleri döviz kuruna da bir baskı oluşturarak yerli paranın değer kazanmasını sağlar. Ulusal paranın diğer paralar karşısında reel olarak yükselmesi, içeride üretilen malların fiyatını dışarıya göre yükseltecek, yurt dışında üretilen malların da fiyatlarını göreceli olarak iç piyasada ucuzlatacak. Böylece ithalat artacak, ihracat azalacak bunun sonuncunda dış ticaret açığı ve cari açık artmış olacak (Rudiger ve Fischer, 1998).

Sermaye akımları sonucu yerli paranın değerlenmesi ülkeler için önemli sonuçlar doğurur. Yerli paranın değerlenmesi ile görece yükselen fiyatlar ihracatçının dış piyasada rekabet etmesini güçleştirmekte, bunun yanında ithalatı daha cazip hale getirerek dış ticaret açığının artmasına neden olmaktadır. Böylece sürekli artan dış ticaret açıkları, gelişmekte olan ülkelerin cari açıklarını arttırmakta ve ülkeleri zora sokmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde bilimsel, teknolojik ve kurumsal gelişme tam sağlanamadığı için faktör verimliliği yüksek değildir. Bu yüzden bu ülkelerde fiyata dayalı rekabet söz konusudur. Ulusal paranın değer kazanmasıyla bu rekabet gücünün de kaybedilmesi, gelişmekte olan ülkeler için ekonomik daralma gibi olumsuz sonuçlar meydana getirir (Kepenek ve Yentürk, 2005, s. 219).

Ülkeler dış ticaret açığını kapatmak için, yerel paranın değer kaybını göze alabilir. Fakat ulusal paranın değerinde bir düşüş olacağı hissedildiğinde, ani ve yoğun şekilde ulusal paradan kaçış ve döviz alımı artar. Bu ani sermaye çıkışı, boyutuna göre, cari açığa ve ödemeler dengesine ciddi zarar verir. Ülkede finansal güven ortamı bozulur ve kırılganlık artar (Seyidoğlu, 2003, s. 419).

Diğer taraftan, sermaye girişleriyle eğer ileriye dönük getirisi yüksek, ihracat yapabilecek alanlarda yatırım yapılırsa, ülke dış ticaret fazlası verir ve cari açığı finanse edebilir. Fakat gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ve bazı gelişmiş ülkelerde özel kesim, gelen sermaye yatırımlarını döviz kazandırma ihtimali yüksek alanlardan ziyade, tüketim ürünlerine aktarmaktadır. Bu yüzden sermaye akımlarını iyi yönlendirmeli ve döviz getirebilecek alanlara yatırım yapılmalıdır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 67).

3.2.3 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin enflasyon üzerine etkisi

Bir ülkedeki fiyatların yükselmesi (enflasyon) o ülkede uygulanan para ve maliye politikaları ile ekonominin genel dengesi ve paranın değerlenmesi yoluyla olmaktadır. Sermaye girişlerinin en önemli etkilerinden birisi, yerel paranın diğer paralar karşısında reel olarak değer kazanmasıdır (Şengönül ve diğ., 2007, s. 35).

Ülke parasının değer kazanmasının, kısa vadede o ülkede enflasyonu bastırıcı bir etki ortaya çıkaracağı iddia edilmektedir. Bu şekil etki iki yolla gerçekleşebilir. Birincisi, tüketicilerin kullandıkları ürünler içerisinde bulunan bazı ithal malların fiyatlarında meydana gelen görece düşüşe bağlı olarak, yurtiçindeki yerli tüketicilerin bu düşük fiyatlı ürünlere olan taleplerinde bir artış olabilir. Bu yolla oluşan yurtdışı ürünlere olan talep artışı yurtiçinde üretilen ürünlere olan talebi azaltır ve iç piyasada üretilen ürünler üzerinde meydana gelen talep azalması bu ürünlerin fiyatlarının düşmesine sebep olur. İkinci olarak, yurtdışından satın alınan ham madde ve yatırım için kullanılacak malların fiyatlarında oluşan görece düşüş, firmaların girdi maliyetlerini aşağıya çekecek ve daha ucuza ürün üretmelerine olanak sağlayacaktır. Bu yolla oluşacak arz artışı, fiyatların yukarı çıkmasını engelleyici bir etken olacak ve enflasyon dizginlenecektir (Şengönül ve diğ., 2007, s. 35).

Yukarıdaki görüşlerin tersini savunanların tezine göre, gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen sermaye girişleri bu ülkelerde likidite seyirlerini

değiştirebilecek ve bu kanalla fiyatların yukarı doğru hareket etmesine sebep olacaktır (Seyidoğlu, 2003, s. 513).

Sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkisi uygulanan hükümet politikalarıyla değişkenlik gösterecektir. Enflasyonun kontrol altında tutulması veya aşağı çekilmesi, genelde sermaye girişlerinin para arzındaki artışa ve döviz kurlarına olan etkisinin sınırlandırılmasıyla mümkün olabilmektedir (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 72).

Yüksek oranda sermaye girişleri, kredi arzının genişlemesine ve finansal aktiflerin değerlenmesine sebep olarak enflasyonist baskıların artmasına neden olur. Bankaların rezerv oranları arttırılarak bu durum engellenmeye çalışılır (Aklan, t.y.).

1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya gelen yabancı sermayenin en önemli etkisi enflasyonu baskı altında tutması ve enflasyon oranlarının düşmesi olmuştur. Bunun sebebi ülke parasının değerinin yabancı paralar karşısında enflasyondan daha düşük oranda devalüe edilmesi, yani döviz kurunun çıpa olarak kullanılmasıdır (Danışoğlu, 1999, s. 86).

3.2.4 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ve rezervleri üzerine etkisi

Sermaye akımları, gittikleri ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimine bağlı olmaksızın o ülkenin yerel parasının reel olarak değer kazanmasına neden olurlar. Sermaye akımı çeken ülkelerin parası nominal olarak değer kaybediyor gözükse de bu değer kaybı enflasyon oranından az olduğu için reel olarak artmaktadır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 73).

Sermaye hareketleri, döviz kurlarını arz talep ilişkisiyle doğrudan etkilemektedir. Bu etki döviz piyasasının işleyişine bağlı olarak değişmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ülkelerin uyguladığı döviz kuru politikası serbest dalgalı kur ise, sermaye hareketlerinin yarattığı döviz arzı artışı aynı oranda talep artışıyla karşılanmadığında, döviz kurunun düşmesine, yani yerel paranın değer kazanmasına sebep olur. Eğer ülkede sabit döviz kuru politikası uygulanıyorsa ülkeye giren fazla döviz merkez bankası tarafından belirlenen döviz kuru fiyatından satın alınarak sabit kur rejimi korunmuş olur. Bu da ülkede rezervlerin de doğrudan artmasına sebep olur (Erinç, 1996, s. 49-50).

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları, uyguladıkları döviz kuruna bağlı olarak kısa vadeli yükümlülükleri ve spekülatif ataklar için rezerv bulundurmak zorundadır. Bu bağlamda kısa vadeli sermaye hareketleri, spekülatif amaçlı olmaları ve ani hareket edebilmeleri sebebiyle her an ülkeden çıkabilmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları bu riski göz önünde bulundurarak döviz piyasasında güven ortamı sağlamak amacıyla belli miktarda rezerv biriktirirler (Mahlabiciler, 2006, s. 11).

Sermaye akımları ile merkez bankası döviz rezervleri arasındaki ilişki merkez bankasının uyguladığı döviz kuru rejimi politikasına bağlı olarak değişir. Eğer belirlenen kur politikası sabit kur ise, sermaye akımlarının döviz arzı fazlası ulusal paranın değerini arttırıcı baskı oluşturur. Merkez bankası bu durumda meydana gelebilecek olumsuzluklar kaçınmak ve istikrar sağlamak amacıyla ulusal para karşılığında piyasadan döviz satın alır. Bu durumda ulusal rezervler satın alınan döviz miktarı kadar artar. Sermaye çıkışları durumunda ise mekanizma tersine işler ve rezervler azalır. Eğer benimsenen döviz rejimi politikası serbest dalgalı kur ise, döviz kurlarının oluşumu arz ve talep mekanizmasının işlemesiyle piyasada belirlenir. Merkez bankasının müdahalesinin olmadığı bu durumda ulusal döviz rezervlerinde herhangi bir değişiklik olmaz (Seyidoğlu, 2003, s. 368).

Sermaye akımları gittikleri ülkelerde hem resmi rezervleri hem de rezervlerin ithalatı karşılama oranını arttırmaktadır. Bu artış oranı öncelikle ithalatla alakalı olmasına karşın, cari işlemler açığı ve izlenen sterlizasyon politikaları ile de bağlantılıdır. Rezervlerin kaç aylık ithalatı karşılayacağından ziyade, ülkeye giren sermayenin yüzde kaçını karşılayacağı daha önemlidir. Resmi rezervlerin doğrudan yabancı yatırımlar hariç gelen sermayeye oranı önem kazanmaktadır (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 70). Bu nedenle döviz rezervlerinin miktarı ani durumlara karşı ekonominin fazla zarar görmesini engellemek, yabancı yatırımcıya kurda meydana gelecek oynaklıklara karşı müdahale edilebileceğini ve istikrarı koruyabileceğine dair güvence vererek ani sermaye hareketlerini önlemek adına önemlidir. Birçok gelişmekte olan ülke, fırsat maliyetine rağmen 1990'lardan bu yana bu anlayışla rezerv miktarını arttırmıştır (Keskin, 2008, s. 21).

3.2.5 Kısa vadeli sermaye hareketlerinin faizler üzerine etkisi

Sınırsız sermaye hareketlerinin başladığı finansal serbestleşme ile faiz oranlarının sermaye akımlarından etkilenmesi kaçınılmaz olmuştur. Sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin gereksinimi olan fonları karşılayarak tasarrufların artmasını sağlamaktadır. Bunun sonucu olarak tasarruf talebi sermaye girişleri öncesi düzeydeyken, tasarruf arzındaki yükselişin faiz oranlarını düşüreceği savunulmaktadır. Bunun yanı sıra diğer bir sav, sermaye akışı para piyasalarındaki likiditeyi genişleterek faiz oranlarının aşağı inmesine neden olacaktır. Bu durum sermaye girişinin gerçekleştiği ülkenin faiz oranı uluslararası faiz oranları seviyesine inene kadar devam edecektir (Şengönül ve diğ., 2007, s. 34).

Fakat yukarıdaki görüşün tersine, sermaye hareketlerinin faiz oranlarını düşürmeyeceği daha da artmasına neden olacağını savunanlar da vardır. İddiaya göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin faizi etkilemesi, diğer ekonomik göstergelerle birleşerek ortaya çıkmaktadır. Örnek vermek gerekirse, sermaye girişlerinin nedeni o ülkedeki ekonomik canlanmaysa, bu durum faiz oranlarını arttırıcı baskı oluşturur. Bununla birlikte uygulanan başka bir politika olan sterilizasyon faiz oranlarının aşağı yönlü hareketini engelleyebilir (Uzunoğlu ve diğ., 1995, s. 71).

Sermaye girişinin gerçekleştiği ülkede, gelen para tümüyle tasarruf açıklarını kapatmak için kullanılmamaktadır. Bu durumda tasarruf oranları artmadığından faiz oranlarının düşmesi de beklenemez. Gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin faiz oranlarını yüksek tutarak, ödemeler dengesindeki açığı kapatabilmek için yurtdışı fonları ülkeye çekmeye çalışması, bu ülkelerde faiz oranlarının uluslararası faiz düzeyine düşmesini engelleyen diğer bir neden olarak gösterilebilir (Özgen, 1998, s. 66).

Teorik olarak sermaye akımlarının faiz oranlarını düşüreceği varsayılsa da bu durum kredi piyasalarında fiyatları sıkı kontrol altında tutabilen birkaç ülke dışında çoğu gelişmekte olan ülkede tersine işlemiştir (Uzunoğlu ve diğ., 1995).

Gelişmekte olan ülkeler, gerçekleşen sermaye akımının büyüklüğü karşısında ortaya çıkan parasal tabandaki genişlemeyi azaltmak için, değişik sterilizasyon politikaları uygulamışlardır. Parasal tabandaki genişlemenin hepsinin sterilize edilmesi durumunda, para arzı aynı kalacağı için faiz oranları azalmayacaktır. Para

arzının hepsinin sterilize edilmemesi halinde, sermaye akımları sonucu parasal tabanda sınırlı bir artış olacağından faiz oranlarında da sterilizasyon öncesine göre düşüş sınırlı olacaktır. Eğer büyük miktarda sermaye girişi gerçekleşmiş ve bu sterilize edilmek istenirse faiz oranlarını daha yükseğe çekmek gerekecektir. Bunun sonucu olarak faiz oranı düşmemiş aksine yükselmiş olacaktır (Aklan, 2007, s. 227).

4. FAİZ

Faiz "paranın kirası"dır. Belli bir miktar paranın ödünç verilmesi sonucu, anaparanın üzerinde elinize geçen her türlü meblağ faiz olarak adlandırılır. Sermayenin bir süre için ödünç verilmesi karşılığı ödenen faiz, bir fiyat niteliği taşımaktadır. Faiz, fiyat olarak ödeme zamanının ve bunun için alınan riskin bir fonksiyonu şeklinde düşünülebilir. Ödeme süresi ve/veya alınan riskin derecesi arttıkça, paranın kira değeri ya da faiz artar (Şenel ve Yanık, 2002, s. 1).

Faizi zaman boyutuyla ele alarak başka bir tanım yapmak gerekirse, şu an elimizde bulunan bir varlık, ilerde sahip olacağımız nitelik ve nicelik bakımından aynı olacak bir varlıktan daha değerlidir. Eğer bu varlığın ekonomik değer olarak para olduğunu varsayarsak, elimizde şu anda 1000 TL olsun, elimizde bulunan bu 1000 TL belli bir zaman sonra elimize geçecek olan 1000 TL'den daha değerlidir. Aradaki değer farkı zamana bağlı olarak değişir. Bundan dolayı piyasada elinde fon bulunduranlar, değer kaybını düşünerek bunları borç vermekte isteksiz davranacaklardır. Fakat eğer borç süresince kendilerini tatmin eden, yukarda bahsedildiği gibi ellerindeki fonun ödünç verme değerini aldıklarında isteksizlik ortadan kalkacaktır. İşte buradaki ödünç verilen zaman süresince fonu ödünç alanın, ödünç verene ödemesi kabul edilen bedel, faiz olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2004, s. 61-62).

Faiz, hukuki anlamda ise; borç verenin elindeki nakit varlıktan belli bir zaman dilimi için yoksun kalması sebebiyle nakit varlığın kullanım hakkının borçluya devredilmesi karşılığında elde ettiği, miktarı yasalarca veya hukuki işlem ile belirlenmiş, para borçları açısından özel olarak düzenlenmiş, tahsil için zararın veya kusurun varlığı şart olmayan bir tür tazminat veya kazançtır (Akpunar, 2004, s. 1).

4.1 Faiz Oranı

Faiz, oranı gün-ay-3 ay-1 yıl gibi belli zaman aralığında ifade edilen değişkendir. Faiz oranı, bir akım değişkendir. Faiz oranları iktisadi büyümelerin

olduğu dönemlerde artan, resesyon olduğu dönemlerde azalan bir değişkendir. Gerçek hayatta borç verenlerin fonlarını değerlendirebileceği vadeleri farklı birçok iktisadi yatırım aracı bulunmaktadır. Örnek vermek gerekirse yatırımcılar fonlarını bankalarda 1, 3 ve 6 ay gibi farklı sürelerde vadeli mevduatta değerlendirebilirler. Bunun yanında, yurtiçi veya yurtdışında birikimlerini hazine bonosu ve devlet tahvili gibi daha garantili yatırımlarda değerlendirebilirler. Bunların hepsinin vadesi ve geri ödenememe riski farklıdır. Bundan dolayı da hepsinin faiz oranları farklıdır.

Gerçek hayatta yukarda bahsedilenlerin dışında pek çok farklı yatırım aracı vardır ve haliyle bunların farklı fiyatları yani pek çok da faiz oranı bulunmaktadır. Bu kadar çok faiz oranı varken, iktisatta genelde tek faiz oranı ile işlem yapılmasının sebebi tüm bu faiz oranları birlikte hareket etmektedirler. Bunun sonucu olarak tek bir faiz oranı üzerinden yapılan iktisadi analizlerin sonuçları birden çok faiz oranının olduğu durum içinde geçerlidir (Ünsal, 2009, s. 110).

Faizin, "iktisadi manada sermaye sahibinin üretimden aldığı pay veya elinde bulunan ödünç verilebilir fonların belli bir zaman aralığında başkasına verilmesi karşılığında ödenen bir fiyat veya sermayenin kiralanması karşılığında ödenen bedel" olduğunu anımsayacak olursak, faiz oranını da sermayeden alınan bu fiyatın yüzdesel ifadesi olarak tanımlayabiliriz. Faiz oranlarını belirleyen faktör ise piyasadaki mevcut fon arzı ve fon talebi miktarıdır. Bir ülkede belirli bir zamanda ellerindeki fonları başkalarına ödünç vermeye hazır kişi ve kurumlar ve bu fonları almayı arzulayan kişi ve kurumlar vardır. İktisat teorisinde "Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı" olarak adlandırılan bu kuram bir arz-talep analizi uygulamasıdır. Buna göre ödünç verilebilir fonların arzı ve talebi finansal piyasalarda karşı karşıya gelir. Ödünç verilen sermayenin fiyatı olan faiz diğer varlıkların fiyatı gibi serbest, rekabetçi piyasada arz ve talepte bulunan aktörler ortak bir noktada dengeye gelmesiyle belirlenir. Diğer bir ifadeyle finansal piyasalarda bu fonların arz ve talebini dengeye getiren mekanizma faiz oranlarıdır (Demir, 1993, s. 92).

4.1.1 Nominal ve reel faiz oranları

Nominal faiz oranı, tasarruf fazlası bulunan bireylerin bankadan elde ettiği veya gazete, televizyon ve dergilerde açıklanan faiz oranıdır. Nominal faiz oranı, cari TL cinsinden belirlenen faiz oranıdır. Ödünç verilebilir fonların arz ve talebince belirlenir. Diğer bir tanım ise piyasada gerçekleşen ölçülebilen ve günlük yaşamda

karşılaşılan faiz oradır. Nominal faiz de enflasyon oranları dikkate alınmaz. Fakat reel faiz nominal faizin aksine beklenen enflasyon oranına göre düzeltilmiş faiz oranıdır (Alkin ve diğ., 2003). Reel faiz kabaca nominal faizden beklenen enflasyonun çıkartılmasıyla hesaplansa da bu ancak enflasyonun ve faizlerin düşük olduğu ülkelerde doğru sonucu vermektedir. Eğer bu değerler yüksekse reel faiz oranlarının yaklaşık ve tam ölçümü arasında kayda değer farklar oluşacaktır. Bunun için enflasyon ve nominal faiz oranlarının yüksek olduğu durumlarda tam ölçüm formülü[1]ile hesaplamak gerekir. Nominal faiz oranları her zaman pozitif ve devrevi (cyclical) iken reel faiz oranları negatif yönlüde olabilmekte ve devrevi hareket etmeyen bir değişkendir. Reel faiz oranı borç verilen paranın mal cinsinden değerinden satın alma gücünde meydana gelen değişmeyi yansıtır. (Ünsal, 2009, s. 111).

4.2 Faiz Türleri

4.2.1 Serbest faiz-yasal faiz

Faiz oranlarının ödünç alan ile ödünç veren arasında sınırlama olmaksızın piyasa şartlarında belirleniyorsa buna serbest faiz denir. Fakat faiz oranları her zaman serbest piyasada uygun değer noktada dengeye gelmeyebilir. Ödünç fon arz eden mali kuruluşlar kendi aralarında anlaşıp faiz oranlarını belirleyebilirler. Merkez bankasının reeskont oranını ve doğrudan kredi oranını yükseltmesi ve düşürmesi bu kurumları faiz oranlarını yeniden ayarlamaya iter. Hazine bonoları ve devlet tahvilleri de, piyasa faizlerini etkileyebilir. Parasal otorite, piyasada kartel oluşumunu engellemek ve borçluları korumak için faiz oranlarına yasal sınırlar koyabilir (Ergin, 1983, s. 259). Liberalleşen ekonomi dünyasında faiz oranlarına her ne kadar da eskisi gibi sınırlamalar getirilmese de, bazı alanlarda hâlâ faiz oranları yasal olarak belirlenebilmektedir. Örneğin Türkiye'de kredi kartlarına uygulanacak azami faiz oranları TCMB tarafından belirlenmektedir.

4.2.2 Brüt faiz-net faiz

Brüt faiz, borç alan ve veren için belli bir sermaye karşılığında belirlenen zaman diliminde kabullenen ödemenin/getirinin elde edilmesine aracı olan kişi veya

[1] 1 + reel faiz = [1+ nominal faiz]:[1+enflasyon]

kurumlara ödenen reklam, komisyon, damga vergisi gibi masrafları içeren, alınan veya ödenen faize denir. Net faiz ise ödenen masrafların brüt faizden arındırılmış halidir. Matematiksel olarak da ifade etmek gerekirse "Net faiz = Brüt Faiz – Masraflar" diye tanımlanabilir (Ergin, 1983, s. 256).

4.2.3 Temerrüt (gecikme) faizi

Borçlu olan kimsenin alacaklıya karşı sorumluluğunu zamanında yerine getirmemesi (kusursuz olsa da) sonucu alacaklının doğan zararını karşılamak için ödemesi gereken faize temerrüt faizi denir. Yani, alacaklı alacağını zamanında tahsil etmediğinden dolayı bir zarara girmemiş olsa, bununla beraber borçlu kusursuzluğunu ispat etmiş olsa dahi temerrüt faizi ödenir. Alacaklının mağduriyetini en aza indirmek için borçlu alacaklıya belli bir tazminat ödemektedir (Zeytinoğlu, 2005, s. 255). Temerrüde düşen borçlun alacaklıya ödeyeceği faiz oranı yasalarca belirlenen sınırları çiğnememek kaydıyla taraflar arasında yapılan sözleşme ile belirlenir.

4.2.4 Öz sermaye faizi-ödünç sermaye faizi

Bir girişimcinin yatırım için kullandığı sermaye için hesapladığı alternatif maliyete asli faiz ya da öz sermaye faizi denir. Bir şirket işletme gelirlerinden elde ettiği birikimlerini kendi sistemi içinde yeni yatırımlarda kullanırsa bu kullandığı kaynağın maliyeti asli faizdir. Asli faiz müteşebbisler için önemlidir çünkü müteşebbis elindeki sermayeyi yatırıma dönüştürdüğünde elde edeceği gelir mi yoksa bu sermayeyi başkalarına kiraya vererek elde edeceği gelir mi fazla bunun hesabını yapmaktadır. Bir girişimde bilgi ve tecrübe benzeri birikimleri içeren müteşebbislik de yatırıma dâhil edildiğinden, yatırımcı saf sermayenin getirisi ile kıyaslama yapmamaktadır. Girişimcinin yatırımlarını gerçekleştirmek için başkalarından aldığı sermaye için ödediği faize, ödünç faizi denir. Bir firmanın ihtiyaçlarını karşılaması için çıkardığı tahviller ve bankalardan aldığı krediler bu faiz türüne girer. Günümüzde ödünç faiz büyük olsun küçük olsun her kesimden girişimciler için son derece önemlidir. Çünkü hedeflenen yatırımların hayata geçirilebilmesi veya ihtiyaçların karşılanabilmesi için bu faiz oranı göz önünde bulundurulmaktadır. Bu faiz oranı maliyetlerin belirlenmesinde hesaba katılmakta böylece üretim kararı verilmesinde etkin rol almaktadır. Ödünç faiz oranlarının artması girişimciyi yatırım yapmaktan alıkoyabilir (Ergin, 1983, s. 257).

4.2.5 Sabit faiz-değişken faiz

Borç alan ile borç veren arasında yapılan sözleşmede belirlenen ve borcun ödenmesi gereken tarihe kadar oranında değişiklik yapılmayan, yani sözleşmede belirlenen ve vadesi boyunca değişmeyen faiz, sabit faiz olarak adlandırılır. Değişken faiz ise yapılan antlaşmada taraflarca belirlenen değişken bir referans göstergeye göre sözleşme zamanı içeresinde artıp azalabilen faiz oranıdır. Borç alan ve veren için faiz türünün belirlenmesinde geleceğe ilişkin beklentiler çok önemlidir, çünkü ödenecek veya elde edilecek miktar zaman içinde dalgalanma gösterebilir. Bu durumu en kârlı şekilde kullanmak için gelecekte faizlerin artacağı düşüncesi varsa, borç alan kişi uzun dönemli ve sabit faizle borçlanarak faiz yükünü azaltacaktır. Eğer beklenti faizlerin düşeceği yöndeyse, kısa dönemli ve değişken faizle borçlanma tercih edilecektir.

4.2.6 Basit faiz-bileşik faiz

Basit faiz, faiz geliri elde etmek için yatırılan anaparanın dönem içerisinde belirlenen faiz oranları üzerinden hesaplanması ve vade sonunda başlangıçtaki anaparanın değişmemesidir. Diğer bir ifadeyle, geçen zaman süresince faiz tekrar nemalandırılmamakta, belirli dönemler için elde edilen faiz sadece anapara üzerinden hesaplanmaktadır (Chambers, 1997, s. 100).

Bileşik faizde ise o ana kadar elde edilen faiz üzerinden faiz hesaplanmaktadır. Başlangıçtaki anaparadan kazanılan faiz dönem sonunda anaparaya eklenerek, gelecek dönemdeki anaparayı oluşturmaktadır. Böylece bir önceki dönemde sonunda kazanılan faizin de faizi hesaplanmaktadır (Parasız, 2009, s. 69).

4.3 Faiz Oranlarını Etkileyen Faktörler

4.3.1 Para arzındaki değişmeler

Para arzında meydana gelecek değişmeler, faiz oranlarını iki kanalla etkileyecektir. İlk olarak parasal tabanda meydana gelecek bir genişleme, öncelikle piyasada bulunan ödünç verilebilir fon arzını arttıracaktır. Eğer piyasaya aksi yönde müdahale edilerek piyasada bulunan likidite azaltılırsa, bunun sonucu olarak da ödünç verilebilir fon talebinde azalma meydana gelecektir. Bu iki durum sonucun

faiz üzerindeki etkisi sırayla faiz artış ve azalışı şeklinde görülecektir. Para arzında oluşan bir değişikliğin faiz oranları üzerindeki diğer etkisi ise enflasyon beklentisindeki değişmedir. Diğer değişkenler sabitken parasal tabanda meydana gelecek bir değişmenin enflasyon oranlarında bir atış beklentisi oluşturtur. Bu durumda paranın değer kaybını önlemek için faiz oranlarının da artacağı beklentisi oluşur (Parasız; 2009, s. 59).

4.3.2 Faiz oranlarının vade yapısı

Vade farklılıklarına bakıldığında, piyasada gecelik faizden 30 yıl hatta daha fazla süre ile borçlanılabilmekte ve bunların faiz oranları zamana göre farklılıklar içermektedir. Vade farkı arttıkça borçlunun borcunu ödeyememe ihtimali ortaya çıktığından, kısa vadeli yatırımlara nazaran uzun vadelilerde geri dönmeme riski daha fazladır. Bunun yanında uzun vadeli yatırımların likiditesi düşük olduğundan borç vereni teşvik edici olması gerekmektedir. Bahsedilen durumlardan dolayı vade uzadıkça faiz oranları artmaktadır, kısa vadede ise faiz oranlarının daha düşük olduğu gözlenmektedir. Piyasadaki oyuncular (borç alan ve veren) ihtiyaçları doğrultusunda vade tercihinde bulunmaktadır (Teker ve Gümüşsoy, 2004, s. 4).

4.3.3 Parasal politikalar

Modern ekonomide merkez bankaları, açık piyasa işlemleri ile para arzını ve talebini etkileyebiliyorlar. Merkez bankası, hazine bonosu veya tahvil satış/alış yoluyla piyasadaki para arz veya talebini değiştirerek faizlerin artması/azalması yönünde yönlendirmede bulunabilir. Merkez bankasısın para arzını belirlemek için piyasaya başka bir müdahale yöntemi ise bankaların yasal rezerv oranlarını belirlemektir. Bu yolla bankaların mevduatların ne kadarını kredi olarak kullanabilecekleri ortaya çıkar. Bunun sonucu oluşan elde tutulan paranın maliyeti kredi faizlerine yansıtılır böylece yeni faiz oranları ortaya çıkar (Blanchard, 2006, s. 84).

4.3.4 Güvenilirlik ve piyasa likiditesi

Yatırımcıların ellerindeki kaynakları değerlendirirken dikkat ettikleri önemli etkenlerden biri de yatırım aracının güvenilirliğidir. Yatırım aracının güvenilirliği onun faiz oranını belirlenmede önemli bir değişkendir. Yatırımda bulunulan paranın faiz oranı, borç alanın borcu zamanında ödeyememe ihtimali veya hiç ödememe

ihtimali göz önüne alınarak belirlenir. Bu bağlamda özel şirketlerin özelikle kriz dönemleri gibi durumlarda borçlarını ödememe durumuna düşme ihtimali bulunduğundan veya şirketin yapısına has şartlardan kaynaklanan sebeplerden dolayı şirketlerin çıkardıkları borç senetlerinin faizleri yüksek olmaktadır. Buna karşın ekonomik yapısı güçlü olan şirketlerin veya devletlerin çıkardıkları borç senetleri vadesi diğer şirketlere göre aynı olsa dahi, faiz oranı düşük olmaktadır çünkü borcun geri ödenmeme olasılığı çok düşüktür (Mishkin, 2004, s. 120-122). Moody's ve Standard and Poor's gibi kredi derecelendirme kuruluşlarının devletler ve şirketler için verdikleri notlar bunların borçlanma faiz oranlarını etkilemektedir.

Faiz oranlarının belirlenmesinde etkili olan bir diğer etkense yatırımda bulunulan varlığın likidite özelliğidir. Likidite, eldeki aktifin nakde dönüştürülme durumu ve hızı olarak tanımlanır. Eğer bir yatırımcı elindeki varlığı acilen paraya çevirmek isterse bu her zaman mümkün olmayabilir veya yatırımcı değer kaybına uğrayabilir. Bu yüzden değer kaybını mümkün olduğunca azaltmak için likidite özelliği fazla olan araçlar daha caziptir. Genelde kısa vadeli araçlar uzun vadelilere göre daha likittir (Parasız, 2009, s. 48-49).

5. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLE FAİZ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal serbestleşmesini tamamlamasıyla sermaye akımlarına açık hale gelen Türkiye ekonomisinin makro ekonomik göstergeleri hassaslaşmıştır. Sermaye akımların Türkiye'nin makro ekonomik dengeleri üzerinde dönemsel olarak olumlu ve olumsuz etkileri olmuştur. Bu akımların da etkisiyle ülke ekonomisi krize sürüklenmiştir. Sadece Türkiye de değil dünyada da ekonomik krizlere sebep olarak birçok ülkeyi olumsuz etkileyen sermaye akımları üzerinde tartışmalar artmış ve bilim insanları bu etkileri araştırmaya yönelik çalışmalara yoğunluk vermişlerdir. Çalışmanın bu bölümünde kullanılan ekonometrik testlerden, bu testlerin seçiliş nedenlerinden ve bu testlerin metedollojisinden bahsedilecek ardından yapılan ekonometrik testlerin neticeleri değerlendirilecektir fakat öncesinde dünyada ve Türkiye'deki benzer çalışmaların sonuçları ele alınmaktadır.

5.1 Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Degiskenler Üzerindeki Etkisini inceleyen Çalısmalara Yönelik Literatür

Son yıllarda faiz oranlarını belirleyen faktörleri araştıran birçok çalışma olmasına rağmen bu çalışmalardan çok azı sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Oysa dünya daha da bütünleşmekte ve sermaye hareketleri büyüme oranı hızla artmaktadır.

J. M Holmes ve D.J Smyth (1977) teorik çalışmasında, iki ülke arasındaki faiz farkının artmasının, faizin az olduğu ülkeden faizin yüksek olduğu ülkeye kısa vadeli sermaye hareketlerinin gerçekleşmesine sebep olduğu gösterilmiştir. Büyük faiz farklılıklarının büyük miktarda kısa vadeli sermaye girişlerine neden olduğu ve kısa vadeli sermaye hareketleri faizin bir fonksiyonu iken genel kabulün aksine toplam sermaye hareketlerinin faizin bir fonksiyonu olmadığı gösterilmiştir. Guillermo A. Calvo (1990) kurduğu modelde fiyat istikrarı için ülkeye giren sermayenin parasal tabanda meydana getirdiği genişlemeyi önlemeye yönelik uygulanan sterilizasyon programlarının ülkenin borç yükünü arttırarak faizlerin yükselmesine neden olacağını bulmuştur. Cebula (1997) net uluslararası sermaye hareketlerinin Fransa'da uzun vadeli faiz oranları üzerine etkisini incelemiştir. Yaptığı ekonometrik çalışmada net uluslararası sermaye akımları ile uzun dönem faiz oranları arasında uzun dönemli bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Cebula (1997) Fransa'da faiz oranları ile sermaye hareketleri arasında ters bir ilişki olduğunu

göstermiştir. Net uluslararası sermaye girişleri uzun dönem faiz oranlarını düşürmekte, sermaye çıkışları ise uzun dönem faiz oranlarını arttırmaktadır. Lee (1996) çalışmasında faiz oranının da açıklayıcı değişken olarak kullandığı ekonometrik modelle sermaye akımlarını etkileyen değişkenleri incelemiştir. Tayland, Endonezya, Kore ve İspanya'nın incelendiği çalışmada faiz oranlarının Kore'de sermaye hareketleri için belirleyici etkenlerden iken, diğer ülkelerde sermaye akımları üzerinde pek bir etkisi olmadığı sonucuna varmıştır. Rana (1998) Kolombiya ve Şili üzerine yapılan çalışmada her iki ülkede de uygulanan politikaların da etkisiyle sermaye girişlerinin faizleri yükselttiğini belirtmektedir.

Calvo v.d (1993) yaptıkları ekonometrik çalışmada Latin Amerika'ya gerçekleşen sermaye akımları ile ABD faiz oranları arasında ters yönlü güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Montiel ve Reinhart (1999) yaptıkları çalışmada dışsal faktörlerin (uluslararası faiz oranlarının) sermaye hareketlerinin bileşenlerini ve hacmini belirlemede önemli rol oynadığını göstermişlerdir. İlginç olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin uluslararası faiz oranlarının değişiminde etkili olmadığı fakat uluslararası faiz oranlarının sermaye hareketlerinin bileşimini anlamlı derecede etkilediği- ABD faiz oranlarının artması- kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve portfölyo akımlarının azalmasına sebep olduğunu savunmaktadırlar. Mejia (1999) çalışmasında şu tespiti yapmıştır: Eğer sermaye hareketleri varlık fiyatlarında artışa sebep oluyorsa finansal sektör daha hassaslaşıyor; çünkü hane halkının borçları ve tüketimi artıyor. Kötü yönetilen bankalar aşırı tüketimi ve spekülatif aktiviteleri finanse ediyor. Sonuçta kaynakların yanlış kullanımı ve finansal tehlike varlıkların fiyatının düşmesine ve faizlerin artmasına sebep olmaktadır. Kim (2000) dört gelişmekte olan ülkede (Meksika, Şili, Kore ve Malezya) sermaye girişlerinin büyük sebebinin dünyada faiz oranlarının düşmesi olarak bulmuştur. Reinhart ve Reinhart (2001) gelişmekte olan ülkelere giren sermayenin Amerika'nın içinde bulunduğu ekonomik durumla hayli ilişkili olduğunu göstermişlerdir. Amerika'da durgunluk olduğu dönemlerde parasal genişlemeden dolayı gelişmekte olan ülkelere gerçekleşen sermaye girişlerinin hacminde ciddi artışlar olmaktadır. DYY (Doğrudan Yabancı Yatırımlar) ve net portfölyo yatırımları çok değişmese de kısa vadeli sermaye hareketleri faiz değişimlerine hassastır ve tepkisini hemen göstermektedir. Amerika bankaları Amerika'da düşen kredi talepleri ve faiz oranları dolaysıyla gelişmekte ülkelere yönelmişlerdir.

Kumhof (2004) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen sermaye akımlarının faizleri arttırdığı sonucuna varmıştır. Bunun sebebini ise şöyle açıklamıştır: Büyük miktarda sermaye girişlerinin parasal tabanda meydana getirdiği genişlemeyle genel fiyatlara baskı yapmış ve fiyatların artma eğilimi göstermesine sebep olmuştur. Bu durumda giren sermaye akımlarının olumsuz sonucunu engellemek için-fiyat istikrarı- faizler arttırılarak tüketim engellenmeye çalışılmıştır. Gerlach ve Gerlach- Kristen (2006) yaptıkları çalışmada, Hong Kong'un kısa dönem faizlerinin genelde Amerikan faiz oranları ile belirlenirken spekülatif sermaye çıkışlarının olduğu dönemde faiz oranları döviz kuru riskini göz önüne alarak arttığı sonucuna varmışlardır. (Mccauley, 2006) yaptığı çalışmada Malezya'da sermaye akımlarını yönünü ABD faiz oranlarının belirlediğini bu yüzden ABD faiz oranlarının artmasıyla Malezya'dan büyük miktarda sermaye çıkışlarının gerçekleştiğini belirtmektedir. Liu (2007) çalışmasında Çin'e yönelen sermaye akımlarının ana sebeplerinden biri olarak faiz farkı olduğunu vurgulamıştır. Küresel finansal sistem kongresinde (CGFS) (2009) İngiltere'den sermaye çıkışlarının yurtiçi faizler düştüğünde arttığı belirtilmiştir.

Warnock ve Warnock (2009) sermaye hareketlerinin ABD uzun dönem faiz oranları üzerindeki etkisini göstermek için yaptıkları ampirik modelde yabancı sermaye akımlarının ABD uzun dönem faiz oranları üzerinde istatistiksel ve ekonomik olarak anlamlı negatif yönlü bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Yabancıların büyük miktarda ABD devlet tahvili alması Amerikan faiz oranlarının düşmesine sebep olmaktadır. Yabancıların hiç Amerikan hazine senedi almadığı varsayıldığında Amerikan faizlerinin 80 baz puan artığı tespit edilmiştir. Jittrapanun ve Prasartset (2009) çalışmalarında Tayland'a yönelik gerçekleşen sermaye akımlarının arttığı dönemde faizlerin arttığı ve sıcak paranın olumsuz etkisinden kurtulmak için uygulanan politikaların faizleri daha da yükselterek ülkede bir kısır döngü oluşturduğunu belirtmişlerdir.

Çevis ve Kadılar (2001), 1989:10-1997:09 dönemine ait aylık verileri kullanarak kısa vadeli sermaye hareketlerini ile sıcak paranın ana sebebi olarak sayılan makro ekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile ele almışlardır. Çalışmalarında yüksek faiz-düşük kur politikasının kısa vadeli sermaye akımlarını belirleyici temel sebep olduğu sonucuna varmışlardır. İnsel ve Sungur (2003) tarafından bulgulanan kısa vadeli sermaye akımları ile reel ve nominal döviz

kurları artış oranları arasındaki ters yönlü kuvvetli ilişki, sermaye girişlerinin TL'nin değer kazanmasında aldığı rolü göstermektedir. Diğer taraftan, geniş bütçe açıklarının iç ve/veya dış borçlanma ile finansman şeklinin Türkiye'deki faiz oranlarının yüksek düzeylerde dolaşmasının bir sebebi olduğu saptanmıştır. Kısa vadeli sermayenin reel DİBS dönemlik faiz oranı ile aralarındaki ters ilişki dışarıdan sermaye geldikçe faizlerin düştüğü sonucunu desteklemektedir. Reel DİBS faiz dönemsel değişim oranı, kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleri tarafından sadece birinci dönemde belirlenmektedir.

VAR modeli ile yapılan diğer bir çalışma olan Berument ve Dinçer (2004) çalışmalarında sermaye hareketlerinin kısa dönemde çıktı miktarını ve para arzını yükselttiği, fiyatları ve faiz oranlarını düşürdüğü sonucuna varmışlardır. Pazarlızoğlu ve Gülay (2007) net portföy yatırımları ile reel faizler arasındaki ilişkiyi araştırdıkları çalışmalarında 1992.1 ve 2005.4 dönem verilerini kullanmışlardır. Pazarlıoğlu ve Gülay ilişkiyi kurdukları modelde

NPY= f(RF, DBA, D)

NPY: net portföy yatırımların GSYİH'ya oranı, D: krizlere ilişkin kukla değişkenini, DBA: devlet bütçe açıklarını ve RF: reel faiz oranlarını temsil eder.

Yapılan testler sonucu net portföy yatırımları ile reel faiz oranının arasında hem uzun hem de kısa dönemde pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulunmuştur. Ayrıca ülkede meydana gelen krizler net portföy yatırımlarını olumsuz etkilemektedir. Bulunan sonuçlar teorik beklentilerle uygun çıkmıştır.

Şengönül ve diğ.(2007) Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengeler üzerine yaptığı etkileri araştırdıkları ekonometrik testler sonucu şöyle bir ilişki elde etmişlerdir: Kısa Vadeli Sermaye → Faiz Oranı → Reel Döviz Kuru → Enflasyon Oranı şeklinde. Kısa vadeli sermaye girişi karşısında faiz oranlarının ilişkisini incelemek için para piyasası göstergesi olan gecelik reel faiz oranın modele katmışlardır. Uyguladıkları etki tepki fonksiyonu sonucu gecelik faiz oranları, kısa vadeli sermaye değişkenine uygulanan bir şok durumunda 1 çeyrek dönemden daha az, yaklaşık olarak bir ay içinde negatif olarak tepki göstermiştir ve tepki bu dönem içinde hızla azalmıştır. Sonraki dönemlerde iki değişken arasındaki ilişkinin anlamsızlaştığı ancak üçüncü ve dördüncü dönemler arasında, 4 ay zarfında kısa vadeli sermaye şokları gecelik faiz oranlarını pozitif yönde etkilediği

görülmüştür (Şengönül ve diğ., 2007). Benzer şekilde Keskin (2008) Finansal serbestleşme sürecinde Türkiye'de sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini araştırdığı çalışmasında 1992.01-2007.07 dönemleri arasındaki aylık verileri kullanmıştır. Sermaye hareketlerin devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faizleri ile ilişkisinin sonucu: Portföy yatırımlarının DİBS faiz oranları üzerindeki etkisini negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre portföy yatırımları eğer % 1 artarsa DİBS faiz oranı % 0,63 oranında azalmaktadır. Bulunan sonuçlar kuramsal beklentilerle örtüşmektedir. Elde edilen veriler portföy yatırımları ile DİBS faiz oranları arasında uzun dönemli, negatif bir ilişki olduğunu gösterirken kısa dönemli ilişki yönü ve büyüklüğü hakkında kesin bir sonuca varılamamıştır.

Kısaca özetlersek Türkiye ve dünyadaki çalışmaların farklı sonuçlar vermiştir. Çalışmaların bir kısmı kısa vadeli sermaye hareketleri sonucu faizler artmıştır diye sonuçlanırken bir kısmında da faizler düşmektedir sonucu çıkmıştır.

5.2 Ekonometrik Yöntem ve Veri Seti

Uzun dönemli iki seri arasındaki ilişkinin belirlenmesi için sıkça kullanılan yöntemlerden biri de eşbütünleşme analizleridir. İki serinin uzun dönemde birlikte nasıl hareket ettiklerinin tespiti için kullanılan eşbütünleşme analizlerinden doğru sonuç elde edebilmek için bu serilerin durağanlık derecelerinin belirlenmesi gerekmektedir. Durağanlık testlerini yapmadan önce güvenilir sonuca ulaşmak amacıyla seriler mevsimsellikten arındırılmaktadır. Bu çalışmada da gecelik faiz oranları ile sıcak para arasındaki ilişkiyi doğru tespit etmek için öncelikle seriler mevsimsellikten arındırılacak ardından durağanlık dereceleri belirlenecek ve eşbütünleşme testi yapılacaktır. Son olarak da serilerin ilişki yönü nedensellik testi ile belirlenecektir. Bu amaçla bu çalışmada mevsimsellikten arındırmak için Census X-12, durağanlık derecelerinin belirlenmesi için Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) ve Kwaitkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (KPSS) birim kök testleri kullanılacaktır. Bu testlere ek olarak yapısal kırılmaları dikkate alan Zivot-Andrews (1992) ve Lee-Strazicich (2003) birim kök testleri yapılacaktır. Seriler arasındaki uzun dönem ilişkinin tespiti için Kejriwal-Perron (2008) ve ilişkin yönünün tespiti için Toda-Yamamoto (1995) testleri kullanılacaktır.

5.2.1 Veri seti

Bu çalışmada 1991 Aralık ile 2011 Mart ayları arasındaki gecelik faiz oranları ve kısa vadeli sermaye hareketleri aylık veri olarak ele alınmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketleri TCMB'nin ödemeler dengesi istatistiklerinde kullanılan kodlamaya göre yabancı kökenli sıcak para, IIB2.2.1, IIB2.2.2.2.1, IIB3.2.2.3.2, IIB3.2.2.4.2, IIB3.2..3.2 kalemlerinin, yerleşik kökenli sıcak para ise, IIB2.1.2, IIB2.1.3, IIB3.1.3, IIB3.1.4.2 kalemlerinin toplamlarından hesaplanmıştır. Bunlara ek olarak net ve hata noksan kalemi yerli kökenli kayıt dışı sıcak para olarak alınmıştır (Boratav,2001, s. 8-9 ve Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2008, s. 131). Gerçekleşen faiz oranları olarak gecelik faiz oranlarının bankalararası ağırlıklı ortalaması, Bankalararası Para Piyasası İşlem Özetleri istatistiklerinden, enflasyon oranları Türkiye İstatistik Kurumu verilerinden yararlanılarak derlenmiştir. Çizelge 4.1'de verilen sıcak para ve gecelik reel faiz oranlarının tanımlayıcı istatistiklerine göre oynaklığın göstergesi olan standart sapma değerinin sıcak para serisinde daha yüksek olduğu gözükmektedir. Ayrıca üç serinin olasılık dağılımdaki asimetriyi gösteren çarpıklık katsayısı[2] dikkate alındığında sıcak para ve gecelik reel faiz serileri sağa, logsp serisi sola çarpık bulunmuştur. Dağılım eğrisinin kuyruk dağılımını gösteren basıklık katsayısına[3] göre seriler dik bulunmuştur.

Çizelge 5.1: Sıcak para ve reel faiz değişkenliğine ait tanımlayıcı istatistikler.

	Sıcak para*	**Gecelik reel faiz****	**Logsp*****
Gözlem	232	232	232
Ortalama	358.12	3.53	9.76
Ortanca	135	3.07	6295
Maksimum	8176	301.80	10.15

Çizelge 5.1'in devamı

Minimum	-6159	-31.49	6
Standart Sapma	1957.44	26.40	0.35

[2] Ortalamaya göre üçüncü derece moment çarpıklık için $S=\alpha_3=\begin{bmatrix}<0 & \text{için sola çarpık}\\ =0 & \text{için simetrik}\\ >0 & \text{için sağa çarpık}\end{bmatrix}$

[3] Ortalamaya göre dördüncü moment basıklık için $K=\alpha_4=\begin{bmatrix}<3 & \text{için basık}\\ =3 & \text{için normal}\\ >3 & \text{için dik}\end{bmatrix}$

Çarpıklık	0.58	7.61	-7.87
Basıklık	6.07	78.16	74.40

*Sıcak para milyon dolar olarak hesaplanmıştır. ** Tam ölçüm formülüyle hesaplanmıştır.
***En küçük negatif sıcak para pozitif olacak şekilde sıcak para serisindeki tüm değerlere eşit sayı eklenmiştir ve logaritması alınmıştır.

5.2.2 Mevsimsellikten ayrıştırma

Zaman serileri ile çalışırken yapılan testlerden doğru sonuç alabilmek için seriyi mevsimsellik etkisinden arındırmak gerekmektedir. Literatürde birçok mevsimsel düzeltme yöntemi bulunmaktadır. X-11, X-12 ve Tramo/Seats yöntemleri en sık kullanılan mevsimsel düzeltme yöntemleridir. Bu çalışmada ham (trendi ayrıştırılmamış) serilerdeki mevsimsellik etkisinin giderilmesinde census X-12 yöntemi kullanılmıştır.

5.2.3 Birim kök testleri

Ekonometrik modellerde eğer zaman serileri ile çalışılıyorsa kullanılan serilerinin durağan olup olmaması modelin deneysel çıktıları ile ilgili önemli sonuçlar içerir. Seri durağan ise sabit bir uzun dönem ortalaması etrafında dalgalanır ve meydana gelen dış şoklar seride kalıcı değişiklere sebep olmaz. Diğer taraftan, serinin birim kök içermesi durumunda yani seri durağan değilse serinin uzun dönem önceki yoluna dönme gibi bir eğilimi olmayacak ve daha da önemlisi içinde bulunduğu dönmede maruz kaldığı bir şok serinin uzun dönem değerleri üzerinde kalıcı etkiler bırakacaktır. Bu nedenle makroekonomik değişkenlerin durağanlık dereceleri zaman serilerinin uygun modellenmesi açısından önemli bilgiler içerir (Özata ve Esen, 2010, s. 61).

Serilerin durağan olup olmadıklarını belirlemek amacıyla birim kök testleri yapılır. Çünkü durağan olmayan serilerle yapılan çalışmalarda sahte regresyon sorunu ile karşılaşılabilir. Diğer bir ifadeyle aralarında gerçekte herhangi bir ilişki olmayan değişkenler, serilerin durağan olmaması nedeniyle ilişkili gibi görülebilir. Bu yüzden zaman serileri ile yapılan çalışmalarda yapılması gereken ilk aşama, modelde kullanılan değişkenlerin birim kök içerip içermediklerinin belirlenmesidir. Bir zaman serisinin, ortalaması ve varyansı zaman içinde değişmiyor ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı ise seri durağandır (Gujarati, 2004, s. 798). Uygulamada serilerin durağanlık özelliklerinin test edilmesinde en çok kullanılan yöntemlerden

bazıları; Dickey Fuller (DF) (1979), ADF (1981) ve KPSS (1992) testleridir. Bu çalışmada ADF testi ile ADF testinin geçikmeye karşı duyarlı olmasından kaynaklanan eksikilğini gidermek için de KPSS test kullanılmıştır. Yapısal kırılmayı dikkate almadan birim kök testleri yapmak yanıltıcı sonuçlar verip, testin gücünü azaltacağından dolayı bu testlere ek olarak yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot Andrews (1992) ve Lee Strazicich (2003) birim kök testleri uygulanmıştır.

5.2.3.1 Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi

ADF testinde Dickey ve Fuller (1979) karar kriteri olarak, t-istatistiğinin sapmalı olması nedeniyle τ (tau) adını verdikleri düzeltilmiş t tablosu oluşturmuş ve bu tablonun kullanılması gerektiğini belirtmişlerdir. DF (1979) tarafından tablolaştırılan kritik değerler üç genel model için oluşturulmuştur:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \mu_t \qquad \textbf{(5.1)}$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \mu_t \qquad \textbf{(5.2)}$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_{2t} + \delta Y_{t-1} + \mu_t \qquad \textbf{(5.3)}$$

5.1 numaralı denklem sadece stokastik trendi içermektedir. (5.2) numaralı denklemde stokastik trendin yanı sıra sabit terim, (5.3) nolu denklemde ise hem sabit terimin hem de stokastik ve deterministik trendin birlikte modelize edildiği bir süreç tanımlanmıştır.

Yukarıda açıklanan DF(1979) testinde hata terimlerinin beyaz gürültü (White Noise) sürecine sahip olduğu varsayılmaktadır. Aynı zamanda yukarıda ele alınan DF testinde modelin içerdiği kabul edilen otoregresif süreç sayısı otoregresif (AR) (1) kabul edilmektedir. Ancak her zaman serisinde durum böyle olmamaktadır.Hata terimlerinde otokorelasyon olması halinde en küçük kareler (EKK) tahminlerinin sağlıklı olması için DF testi geliştirilmiş ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi olarak adlandırılmıştır. DF testinde oluşturulan denklemler ADF testinde;

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \alpha_t \sum Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad \textbf{(5.4)}$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \delta Y_{t-1} + \alpha_t \sum Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad \textbf{(5.5)}$$

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_{2t} + \delta Y_{t-1} + \alpha_t \sum Y_{t-i} + \varepsilon_t \qquad \textbf{(5.6)}$$

şekilinde oluşturulmuştur. Bu modeller için yine Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen DF(1979) τ tablo değerlerinden yararlanılır. Modellerde yer alan gecikme uzunluklarının belirlenmesinde çeşitli yöntemler kullanılabilir. Burada amaç hata terimi ardışık bağımsız olana kadar terim ilavesi yapmaktır. Bunlardan bazıları; Akaike son tahmin hata kriteri (FPE), Akaike bilgi kriteri (AIC), Schwartz bilgi kriteri (SIC), Bayesian bilgi kriteri (BIC) (Aktaş ve Yılmaz, 2008, s. 95). Δ birinci fark işlemcisi; t bir zaman trendi; ε_t, hata terimi, Y_t kullanılan serileri ifade etmektedir. Serilerin durağan olmaması boş hipotezi, serilerin durağan olması ise alternatif hipotezi oluşturmaktadır. ADF testi, δ parametresinin tahminine ve onun t istatistiğine dayanmaktadır. ADF testinde eşitliklerde yer alan δ katsayısının istatistiksel olarak sıfıra eşit olup olmadığı test edilir. Hesaplanan ADF τ istatistiğinin değeri Mackinnon kritik değerinden küçükse serinin birim köke sahip olduğunu ifade eden sıfır hipotezi reddedilerek durağan olduğuna karar verilir (Özata ve Esen, 2010, s. 61).

5.2.3.2 Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin –KPSS- birim kök testi

KPSS testi, ADF testinin boş hipotezine karşı analiz edilmektedir. Zaman serilerine yönelik ADF ve Philips-Perron (PP) gibi birim kök testlerinin sonuçları, gecikmelere karşı duyarlı olduğu için KPSS testi, ADF ve PP testlerinin bu eksik yönünü dikkate alma bağlamında, uygulanması gerekli bir testir (Kahyaoğlu ve Duygulu, 2005, s. 72). KPSS testinin kullanılmasındaki amaç, deterministik trend varlığından dolayı ortaya çıkabilecek birim kök sorununun, seriyi deterministik trendden arındırarak sorunun üstesinden gelinmesidir; yani serinin durağanlaştırılmasıdır. Schwert (1989), ADF testlerinin gücünün zayıf ve gecikme uzunluğunun seçimine karşı duyarlı olduğunu belirtmekte, diğer taraftan KPSS testinin gücünün daha fazla olduğunu ifade etmektedir (Temurlenk ve Oltulular, 2007). Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) tarafından önerilen bu test, artıkların uzun dönem varyansının nonparametrik tahmincisine dayanmaktadır. Test için denklem,

$$Y_t = x_t`\delta + u_t$$

Denkleminde yer alan x_t "sabit" veya "sabit ve trend"i ifade eden deterministik bileşendir. Bu denklemden yola çıkılarak bulunan artıklar test istatistiğinin hesaplanmasında kullanılır. KPSS testinde diğer klasik birim kök testlerinden farklı

olarak boş hipotezinde seri birim kök içermemektedir. Diğer bir ifadeyle H_0 hipotezinde seri durağandır, H_1 hipotezinde de "seri durağan değildir" tabirini kullanır.

Eğer hesaplanan Langrange çarpanları (LM) test istatistiği belirlenen anlamlılık düzeyinde KPSS testi kritik değerlerinden mutlak olarak büyükse serinin durağan olduğunu savunan boş hipotezi reddedilir ve serinin birim kök içerdiğine, durağan olmadığına karar verilir (Güvenek v.d.,2010, s. 8).

5.2.3.3 Zivot Andrews (1992) birim kök testi

Literatürde sıkça kullanılan birim kök testlerinde (DF, ADF, KPSS) karşılaşılan yaygın sorun, bu testlerin yapısal kırılma olasılığını dikkate almamasıdır. Perron'a göre, (1989) "Veride yapısal kırılma varsa seri durağan olsa bile test sonuçlarının hatalı bir şekilde seri durağan değildir" yönünde çıkma ihtimali yüksektir. Bu problemi ortadan kaldırmak için Perron modelde dışsal bir yapısal kırılma belirlenmesini ve bundan sonra veride birim kökün varlığının test edilmesi yönünde bir çözüm önermiştir. Perron'un önerisine göre, muhtemel kırılma tarihinin bilindiği kabul edilerek modele sabit terim ve eğim katsayısına ait kukla değişkenler eklendikten sonra test istatistiği hesaplanmaktadır. Aslında Perron tarafından önerilen çözüm standart Dickey Fuller yönteminin biraz daha geliştirilmiş biçimidir.

Fakat Perron'un bu önerisi yapısal kırılmanın dışsal olarak belirlemenin sakıncalar doğuracağı düşüncesiyle Zivot ve Andrews (1992) tarafından sorgulanmıştır. Zivot ve Andrews (1992) göre yapısal kırılma tarihlerinin dışsal olarak belirlemenin birim kök hipotezinin aşırı reddi gibi bir duruma neden olacaktır. Zivot ve Andrews (1992), Perron (1989)'un aksine, yapısal kırılmanın gerçek zamanının bilinmediği varsayımından yola çıkarak yapısal kırılma noktasını içsel bir değişken olarak ele almışlardır. Zivot ve Andrews (1992) geliştirdiği yeni yöntem, yapısal dönüşümlerin meydana geldiği tarihlerin önceden bilinmediği durumlarda kullanılmaktadır. Zivot ve Andrews (1992), birim kök testi için 3 farklı model önermişlerdir. Bunlar serinin düzey değerinde bir defalık kırılma öngören ve sabit terim kukla değişkeni içeren Model A, trend fonksiyonunun eğiminde bir defalık kırılma öngören ve eğim katsayısı kukla değişkeni içeren model B ve hem sabit terim hem de eğim katsayısı kukla değişkeni içerip ilk iki modeli birleştiren Model C dir.

Zivot ve Andrews bu üç modeli temsil etmek üzere aşağıdaki eşitlikleri kullanmışlardır (Özata ve Esen, 2010, s. 63).

Model A

$$H_0 : Y_t = \alpha + Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.9)}$$

$$H_1 : Y_t = \alpha + \beta_t + (\beta_2 - \beta_1)DU_t(\lambda) + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.10)}$$

Model B

$$H_0 : Y_t = \alpha + Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.11)}$$

$$H_1 : Y_t = \alpha + \beta_t t + (\beta_2 - \beta_1)DT_t(\lambda) + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.12)}$$

Model C

$$H_0 : Y_t = \alpha + Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

(5.13)

$$H_1 : Y_t = \alpha_1 + \beta_t t + (\alpha_2 - \alpha_1)DU_t(\lambda) + \varepsilon_t + (\beta_2 - \beta_1)DT_t(\lambda) + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.14)}$$

ADF test sürecide:

Model A

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta DU_t(\lambda) + (\rho - 1)Y_{t-1} + \sum j=1,2,...,J\ \rho_j \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.15)}$$

Model B

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \gamma DT_t(\lambda) + (\rho - 1)Y_{t-1} + \sum j=1,2,...,J\ \rho_j \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.16)}$$

Model C

$$\Delta Y_t = \alpha + \beta t + \delta DU_t(\lambda) + \gamma DT_t(\lambda) + (\rho - 1)Y_{t-1} + \sum j=1,2,...,J\ \rho_j \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \textbf{(5.17)}$$

Bilinmeyen zamanda tek bir yapısal kırılmalı belli bir trend durağan sürece uygun Y_t'nin sonucu olan kırılma noktası λ `ya dayanan kukla değişkenlerini

DU_t ve DT_t şeklinde ifade edebiliriz. Bu test süreci için amaç, trend durağanlığını en çok destekleyen kırılma noktasını hesaplamaktır. Başka bir şekilde söyleyecek olursak, λ^*, tek taraflı t istatistiğini minimize ederek, gecikme parametresinin $\rho = 1$ olduğunu test etmek -durağanlık- için seçilir. Hesaplanan λ^*değeri ve minimum t

istatistiği, Model(A),(B) ve (C) için, 0< λ <1 aralığındaki yer alan λ`nın olası tüm değerleri için test eşitlikleri tahmin edilir. Yani, $T_B$ =2`den T_B = T -1`e ve j=2/$T$ `den j=(T -1)/T `ye, T -2 regresyonları koşturulur ve ρ=1 olduğunun-durağanlık- testi için tüm t istatistik değerleri elde edilir. Test eşitliklerinde kullanılan bütünleşmiş gecikmeli j değerlerinin her bir $\lambda = T_B / T$ için farklı olabileceğini vurgulamak gerekmektedir. 0< λ <1 ve {$t_\rho(\lambda)$}`de t_ρ^* = $\min_\lambda$ belirlenir ve λ^* bu minimum t istatistiğine karşılık gelen tahmin edilmiş kırılma noktasıdır. Bu hesaplanan t_ρ^*değerleri Zivot ve Andrews'ın kritik değerleri ile karşılaştırılır. Eğer hesaplanan değer, belli bir anlam düzeyinde, kritik değerden küçükse birim kök olduğunu belirten sıfır hipotezi reddedilir (Hanedar ve Gümüş, 2011, s. 5).

5.2.3.4 Lee ve Strazicich (2003) birim kök testi

ADF tipi birim köklerinin kritik değerlerini kırılmanın olmadığı durumları savunan boş hipotezi altında üretmelerinden dolayı sorunludurlar. Nudes ve diğ. (1997), ortaya çıkan sorunu seride yapısal kırılmalı birim kök olduğu zaman birim kökün varlığını ifade eden boş hipotezin sıklıkla reddedilmesine sebep olduğunu iddia etmektedir. Bu durumda, gerçekte yapısal kırılmanın varlığında durağan olmayan bir serinin, yapısal kırılmanın olduğu durumda durağanmış gibi yanlış sonuç verebilmektedir. Seride yapısal kırılmalı birim kökün olduğu durumda, yapısal kırılmanın içsel olarak tespit edildiği ADF tipi durağanlık testlerinde meydana gelmesi olası sorunlardan biri de kırılma zamanın yanlış bulunmasıdır. Lee ve Strazicich (2001) Zivot ve Andews ve Perron birim kök testlerinin, yanlılığın ve ölçü bozulmalarının en fazla olduğu yerdeki kırılma tarihlerini seçme eğiliminde olduğunu söylemektedirler. Bahsedilen sorunlar nedeniyle ADF tipi yapısal kırılmayı içsel olarak belirleyen birim kök testleri yanlış sonuç verebilmektedir (Lee ve diğ. 2005, aktaran Keskin, 2008, s. 23).

Bütün bu sebeplerden Zivot ve Andews (1992) ve Perron (1997) testlerinin muhtemel sorunlarından kaçınmak için bu çalışmada Lee ve Strazicich (2003) tarafından geliştirilen yapısal kırılmayı içsel olarak belirleyen çift kırılmalı minimum LM birim kök testi kullanılmıştır. Sözü geçen yapısal kırılmalı birim kök testlerinin tersine, LM testlerinin ölçü özellikleri sıfır hipotezinde belirtilen kırılmalardan etkilenmemektedir. Dolayısıyla, sıfır hipotezinin reddedilmesi açık bir şekilde stokastik yakınsamayı belirttiği için LM testlerinin sonuçları daha açıktır (Kasman ve

Ayhan, 2008, s. 5). Minimum LM birim kök testinde, serinin durağan olmadığına dair boş hipotezi, Lee ve Strazicich (2003)'ten alınan kritik değerler ile karşılaştırılır. Eğer hesaplanan LM istatistiği, belli bir anlamlılık düzeyinde kritik değerden küçükse, serinin durağan olmadığı şeklindeki sıfır hipotezi reddedilerek serinin durağan olduğuna karar verilir. Literatürde, alternatif hipotezde olduğu gibi sıfır hipotezinde de kırılmaya müsaade etmesi, boş birim kök hipotezinin sahte reddi ve yanlış kırılma zamanı belirleme eğiliminin olmaması sebebiyle minimum LM birim kök testinin ADF tipi testlere göre daha esnek ve daha güçlü olduğu belirtilmektedir (Lee ve diğ. 2005, aktaran Keskin, 2008, s. 23).

$$Xt = \delta Zt + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t = \beta \varepsilon t - 1 + \varsigma t$$

ifadesinde Z_t, dışsal değişkenlerin bir vektörüdür ve $\varepsilon t \sim$ iid N$(0, \sigma^2)$ olmak üzere A(L) εt = B(L)u_t, A(L) ve B(L) sonlu polinomlardır. Lee ve Strazicich (1999) testinde iki yapısal kırılma şu şekilde dikkate alınabilir; Model A $t \geq$ TBj+1 için Djt =1 diğer durumlarda sıfır değerini alan kukla değişkeni (j=1,2) olmak üzere Zt =[1,t,D1t,D2t]' ile tanımlanan düzeydeki iki kırılmaya imkân verir. Burada TBj, kırılmanın ortaya çıktığı zaman dilimidir. Model C ise Zt = [1,t,D1t,D2t,DT1t, DT2t]' sabitte ve trende iki kırılmayı içermektedir. Burada kukla değişkeni, DTjt, t≥ TBj+1 için t'ye eşitken diğer durumlarda (j=1,2) sıfırdır. Veri üretme süreci sıfır hipotezi altında (β=1) kırılmaları içerirken, alternatif hipotez (β<1) şeklindedir. İki kırılmalı LM birim kök testi aşağıdaki regresyonla elde edilir.

$$\Delta X_t = \delta' \Delta Z_t + \varphi \tilde{S}_{t-1} + u_t$$

ifadesinde; t = 2,3 …,T olmak koşuluyla $\tilde{S}_t$=-$\tilde{\psi}_x$-Z_t $\tilde{\delta}$, $\tilde{\delta}$'lar, ΔX_t'nin ΔZ_t'ye göre elde edilen regresyon katsayılarıdır. $\tilde{\psi}_x$, X_1- Z_1 $\tilde{\delta}$ ile edilmektedir, X_1ve Z_1, X_t ve Z_1'nin ilk gözlemleridir. LM test istatistiği birim kök temel hipotezini sınayan t istatistiği olan $\tilde{\tau}$ ile elde edilir. Kırılma zamanlarını belirlemek için $\tilde{\tau}$ test istatistiğinin minimum olduğu noktalar seçilir (Lee ve Strazicich, 2003, s. 1083).

5.2.4 Yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizi

Zaman serilerinde yapısal kırılmanın önemi anlaşıldıktan sonra literatürde yapısal kırılmayı dikkate alarak doğrusal regresyon modelleriyle olası kırılma noktalarını bulmaya çalışan birçok test geliştirilmiştir. Bunlardan bazılarına örnek

vermek gerekirse: Ng-Perron (1996), Bai-Perron (1998), Ziwot-Andrews (1992), Lumsdaine-Papel (1999), Lee-Strazicich (2003,2004) tarafından geliştirilen testlerdir. Fakat bu testler yapısal kırılmaları bir veya iki noktada açıklamaya çalışmışlardır. Bu da uzun bir zaman zarfı içinde gerçekleşen serileri bir veya iki kırılma bulmaya zorlamaları nedeniyle yetersiz kalmakta ve sonuçların eksik ya da yanlış yorumlanmasına sebep olmaktadır. Kejriwal-Perron (2008) yaptıkları çalışmada bu eksiklikleri göz önüne alarak alternatif çözümler araştırmışlar ve yapısal kırılmalar altında eş-bütünleşme analizi için geliştirdikleri testte muhtemel kırılma sayısını arttırmışlardır. Kejriwal-Perron (2008) çoklu yapısal kırılmanın olduğu doğrusal modeller için önerdikleri yapısal değişmeleri gösteren genel ifade de, m tane çoklu kırılma olduğunda yani m+1 rejim ele alındığında:

$$y_t = c_j + z'_{ft}\delta_f + z'_{bt}\delta_{bj} + x'_{ft}\beta_f + x'_{bt}\beta_{bt} + u_t$$

$$(t = T_{j-1}+1,\ldots,T_j)$$

regresyonunda T örneklem büyüklüğü olmak üzere, j=1,….,m+1 için $T_0 = 0$ ve $T_{m+1} = T$ olarak tahmin etmişlerdir. Modelde yer alan skaler y_t değişkeni birinci farkında durağan (I(1)), x_{ft} (q_f x1) ve z_{bt} (p_b x1) vektörleri de birinci farkında durağan (I(1)) serileri ifade etmektedir. $T_1, T_2, \ldots T_m$ olarak ele alınan kırılma tarihleri ise bilinmemektedir. Genel regresyonda yer alan kısmi yapısal değişme modelini analiz kapsamında ele alınan sıcak para ve reel faiz değişkenliği serileri birinci farkında durağan olduğu için ($p_f = p_b = q_f = 0$) eğim ve sabitte oluşan kırılmalar;

$$y_t = c_j + z'_{bt}\delta_{bj} + u_t \qquad \text{ve} \qquad (t = T_{j-1}+1,\ldots,T_j)$$

olarak ifade edilmektedir. Kesin dışsallık varsayımının fazlasıyla katı olması ve değişkenlerde içsellik sorununun çoklu kırılmanın test edilmesinde kullanılan test istatistiklerinde güçlü (robust) sonuçlar vermesini engellemektedir. Kejriwal-Perron (2008) birinci farkında durağan serilerde oluşma ihtimali bulunan içsellik sorununu aşabilmek için Saikkonen (1991) ve Stock-Watson (1993) tarafından önerilen dinamik en küçük kareler (DOLS) yöntemini kullanmıştır. Buna göre;

$$y_t = c_j + z_{bt}^{'}\delta_{bj} + \sum_{j=-l_T}^{l_T} \Delta z_{bt-j}^{'}\Pi_{bj} + u_t^*$$

eğer $T_{i-1} < t \leq T_i$ ise k tane kırılma için i=1,2,..k+1 ve $T_0 = 0$ ve $T_{m+1} = T$'dir. Hansen (1992) sıfır hipotezinde bütün katsayılarda değişmeye izin veren eşbütünleşme modelinde değişme olmadığı durumda çalışan sup ve mean LM testlerini önermiştir. Kejriwal-Perron (2008) ise LM testlerinin sonlu örneklemlerde güçlerinin (power) düşük olmasından ve kırılmanın büyüklüğü arttıkça gücün azalması gibi bir duruma maruz kaldığından farklı derecelerde durağan eşbütünleşik seriler için Bai-Perron (1998) tarafından geliştirilen kırılma tarihlerinde tutarlı sonuçlar veren ardışık süreçleri (sequential procedure) yöntemi kullanmıştır. Bu bakımdan çoklu yapısal kırılma için 3 çeşit test istatistiği kullanmışlardır. Birincisi sıfır hipotezi yapısal kırılmanın olmadığını (m=0), alternatif hipotezi sabit sayıda kırılmanın olduğunu (m=k) test eden supWald testi;

$$\sup F_T^*(k) = \sup_{\lambda \in \Lambda\varepsilon} \frac{SSR_0 - SSR_k}{\hat{\sigma}^2}$$

ve

$$\hat{\sigma}^2 = T^{-1} \sum_{t=1}^{T} \hat{u}_t^2 + 2T^{-1} \sum_{j=1}^{T-1} \omega(j/\hat{h}) \sum_{t=j+1}^{T} \tilde{u}_t \tilde{u}_{t-j} \qquad (5.18)$$

testte yer alan SSR_0; kırılmanın olmadığı sıfır hipotezden elde edilen kalıntı kareler toplamını, SSR_k; k tane kırılmanın olduğu alternatif hipotez altında elde edilen kalıntı kareler toplamını, $\lambda = (\lambda_1, \lambda_2, \ldots, \lambda_m)$ ise her bir $\lambda = T_i \backslash T$ için i=1,2…m, T_i adet kırılmayı veren vektörü ifade etmektedir (Kejriwal, 2008, s. 10-11).

İkinci olarak yine sıfır hipotezi yapısal kırılmanın olduğu (m=0), alternatif hipotezin $1 \leq m \leq M$ aralığında bilinmeyen kırılma sayısını test eden;

$$UD\max F_T^*(M) = \max_{1 \leq k \leq m} F_T^*(k)$$

M kırılma sayısının üst sınırını temsil etmektedir.

Yukardaki testlere ek olarak Kejriwal ve Perron (2008); H_0: k kırılma var,

H_a : k+1 kırılma var şeklinde alternatif bir süreç önermişlerdir. Aslında bu test alternatif hipotezi tek kırılma, sıfır hipotezi ise yapısal değişiklik yok şeklinde tanımlayan testin (k+1) defa uygulamasına eşit olmaktadır. Daha açmak gerekirse

$$\Lambda_{j,\varepsilon} = \{\tau : \hat{T}_{j-1} + (\hat{T}_j - \hat{T}_{j-1})\varepsilon \le \tau \le \hat{T}_j - (\hat{T}_j - \hat{T}_{j-1})\varepsilon\} \; ve \; \hat{\sigma}^2_{k+1}$$

sıfır hipotezi altında uzun dönemli varyansın tutarlı tahmin edicisi fakat bant aralığı denklem 5.18 de ki gibi alternatif hipotez altında kalıntı karelerle tahmin edilmektedir. Yukarıdaki varsayım altında:

$$SEQ_T(k+1|k) = \max_{1 \le j \le m} \sup_{\tau \in \Lambda_{j,\varepsilon}} \{T\{SSR_T(\hat{T}_1,....,\hat{T}_k)\} - \{SSR_T(\hat{T}_1,...,\hat{T}_{j-1},\tau,\hat{T}_j,...,\hat{T}_k)\}/\hat{\sigma}^2_{k+1}\}$$

Süreç şöyle işlemektedir: başlangıçta bir kırılmaya karşı sıfır kırılma test ediliyor eğer reddedilirse, ikinci aşamada iki kırılmaya karşı tek kırılma var diye test ediliyor. Bu süreç sıfır hipotezi reddedilmeyene kadar devam eder. Kırılma sayısı red sayısı gibi tahmin ediliyor. Böylesi ardışık test süreçleri doğru kırılma ve doğru kırılma sayısının tutarlı tahminini sağlamaktadır (Kejriwal, 2008, s. 11).

Bununla birlikte Kejriwal ardışık süreçte bilgi kriteri olarak Akaike Bilgi Kriteri yerine Yao (1988) tarafından önerilen Bayesian Bilgi Kriterini kullanmıştır.

$$BIC(m) = In\hat{\sigma}^2(m) + p^* In(T)/T$$

eşitliğinde $p^* = (m+1)q + m + p$ ve $\hat{\sigma}^2(m) = T^{-1}S_T(\hat{T}_1,...,\hat{T}_m)$ olarak ifade edilmiştir. $(\hat{T}_1,...,\hat{T}_m)$ tahmin edilen kırılma tarihlerini, $S_T(\hat{T}_1,...,\hat{T}_m)$ ise m tane kırılma altında meydana gelen hata terimleri kareler toplamıdır. Bununla beraber q değişimine izin verilen katsayıların sayısını, p ise sabit tutulan katsayıların sayısını vermektedir (Kejriwal, 2008, s. 12).

Kejriwal (2008, s.13,14) Hansen (1992) tarafından geliştirilen süreç kullanıldığında karşılaşılacak muhtemel problemlerden kaçınmak için Arai-Kurozumi (2005) tarafından önerilen sıfır hipotezi yapısal kırılmalı eşbütünleşme, kalıntı karelerinin toplamı en küçük hale getiren kırılma noktasının kalıntılarına

dayanan LM testini önermektedir. Arai-Kurozumi (2005) düzeyde (Model 1), trendde (Model 2) ve rejimde (Model 3) değişmeyi ele almak amacıyla tek kırılmayı dikkate alan $\hat{V}_1(\hat{\lambda})$ için LM testi;

$$\hat{V}_1(\hat{\lambda}) = (T^{-2}\sum_{t=1}^{T} S_t(\hat{\lambda})^2)/\hat{\Omega}_{11}$$

$\hat{\Omega}_{11}$ u_t^*'ın uzun dönemli varyansının tutarlı tahmin edicisidir. $\hat{\lambda} = (\hat{T}_1/T,....,\hat{T}_k/T)$ ve $\hat{T}_1,....,\hat{T}_k$ kalıntı karelerinin toplamının minimize edilmesiyle bulunmaktadır. Kırılma tarihleri Bai ve Perron (2003) tarafından geliştirilen dinamik programlama algoritması kullanılarak elde edilmektedir. Böylece Kejriwal (2008) sıfır hipotezinde eşbütünleşme ilişkisini göz önüne alarak k tane kırılma içeren test istatistiğini $\hat{V}_k(\hat{\lambda})$ olarak göstermektedir.

5.2.5 Toda-Yamamoto nedensellik analizi

Sıcak para ile reel faiz arasındaki nedensellik ilişkisinin sonuçlarını son yıllardaki çalışmalarda sıkça tercih sebebi olan Toda-Yamamoto (1995) yöntemiyle test edilecektir. Vector Autoregression (VAR) ve VEC modellerinin tahminlerine dayanan Granger nedensellik analizlerinde çoğunlukla F testi tercih edilmektedir. Toda ve Yamamoto (1995) kullanılan zaman serilerinin birim kök içermesi durumunda, geleneksel F istatistiği standart dağılıma sahip olmadığından Granger nedensellik testi için kullanılan F testin sonucunun geçerli olmayabileceğini göstermişlerdir. Toda ve Yamamoto (1995) seriler birim kök içerseler bile serilerin düzey değerlerinin yer aldığı VAR modelinin tahmin edilebileceğini ve standart WALD testinin uygulanabileceğini belirtmişlerdir (Çil Yavuz, 2006, s. 169).

Toda ve Yamamoto (1995), VAR modelinden elde edilen gecikme değerlerine serilerin maksimum bütünleşme derecesi eklenerek yapılacak WALD hipotez sınamasının Ki-kare (χ^2) dağılımına sahip olacağını ifade etmişlerdir. Toda ve Yamamoto (1995) testi değişken seviyelerinde (Granger nedensellik testlerinde olduğu gibi ilk farklar yerine) standart bir VAR modeline uyar ve bunun sonucunda çalışılan serilerin bütünleşme derecelerinin yanlış hesaplanmış olabilmesinden dolayı ortaya çıkacak muhtemel riskleri en aza indirir. Toda ve Yamamoto (1995) Engle ve Granger (1987) nedensellik testinin yapılabilmesi için gerekli olan eşbütünleşme zorunluluğunu ortadan kaldırır. Bu test de eşbütünleşme ilişkisi önemli olmamakla

birlikte modeli doğru belirlemek ve modeldeki değişkenlerin maksimum bütünleşme derecesini bilmek yeterli olmaktadır (Kızılgöl ve Erbaykal, 2008, s.356).

Buna göre VAR(4) süreci;

$$SP_t = \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \alpha_{1i} SP_{ti} + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \beta_{1i} RF_{ti} + \varepsilon_{1t} \qquad (5.19)$$

$$RF_t = \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \alpha_{2i} RF_{ti} + \sum_{i=1}^{k+d_{\max}} \beta_{2i} SP_{ti} + \varepsilon_{2t} \qquad (5.20)$$

şeklinde ifade edilebilir. $d_{\max}$ modelde yer alan değişkenlerin maksimum bütünleşme derecelerini, k ise VAR modelinden elde edilen optimal gecikme uzunluğunu , ε_t ise beyaz gürültü varsayımına dayalı hata düzeltme terimini ifade eder. Denklem 5.19'da yer alan i≤k için sıfır hipotezi $\beta_{1i} = 0$ olarak test edilir. Alternatif hipotezin kabul edilmesi durumunda sıcak para girişlerinden, reel faize doğru nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. 5.20'deki denklem için sıfır hipotezi i≤k için $\beta_{2i} = 0$ olarak test edilir ve yine alternatif hipotezin kabul edilmesi durumunda ise reel faizden sıcak para girişlerine doğru nedensellik ilişkisi bulunur.

5.3 Ampirik Sonuçlar

Doğrusal zaman serisi analizinin yapıldığı bu bölümde öncelikle Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF, Augmented Dickey Fuller, 1981) ve KPSS (Kwaitkowski, Phillips, Schmidt ve Shin, 1992) birim kök testleri kullanılarak serilerin durağanlığı test edilecektir. Analizin devamında yapısal kırılmaları dikkate alan tek içsel kırılma için Zivot-Andrews (1992), çift içsel kırılma için Lee-Strazicich (2003) birim kök testleri yapılacaktır. Analiz kapsamında ele alınan serilerin durağanlık seviyelerine göre seriler arasındaki uzun dönem ilişkinin tespiti için Kejriwal-Perron (2008) tarafından geliştirilen yapısal kırılmalar altında eşbütünleşme analizi uygulanacaktır. Bu bölümün sonunda ise sıcak para ile gecelik faiz serileri arasında ilişkinin yönünü tespit etmek amacıyla Toda-Yamamoto (1995) doğrusal Granger tipi nedensellik analizi sonuçları değerlendirilecektir.

5.3.1 ADF ve KPSS birim kök test sonuçları

Çizelge 6.1 incelediğinde gecelik reel faiz serisinin Dickey–Fuller test istatistiğine göre hesaplanan ADF değeri %5 anlamlılık seviyesinde MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olması sebebiyle serinin birim kök içerdiği hipotezi reddedilerek serinin düzeyde durağan olduğuna karar verilir. Fakat sıcak para serisinde durum faklıdır, bu seri için hesaplanan değer kritik değerden birinci farkı alındığında mutlak olarak büyük olmaktadır. Dolaysıyla ADF testine göre ilk iki seri birim kök içermemektedir, diğer bir ifadeyle I(0)'dır. Sıcak para serisi ise I(1)'dir.

Çizelge 5.2: ADF ve KPSS birim kök test sonuçları.

Değişkenler		ADF		KPSS	
		Sabit Terim	Sabit terim ve trend	Sabit Terim	Sabit terim ve trend
Düzeyde	Gecelik Reel Faiz	-6.272(1)	-6.273(1)	0.147	0.075
	Sıcak Para	-2.760(2)	-3.345(2)	0.587	0.191
Birinci fark	Sıcak Para	-12.541(3)	-12.593 (3)	0.284	0.162

Not: ADF testi için parantez içindeki değerler SIC kriterine göre seçilen gecikme uzunluklarını göstermektedir. ADF testi için %5 güven aralığında Mac Kinnon(1996) kritik değerleri sırasıyla sabit terim sabit terim ve trend de -2,87 ve -3,43'tür. KPSS testi % 5 için 0.463 ve 0.146, % 1 için 0.739 ve 0.216 sırasıyla sabit terim ve sabit terim ve trend için anlam seviyesinde LM istatistiği asimptotik kritik değerlerini göstermektedir.

Yukarıdaki tabloda elde edilen LM test istatistikleri (KPSS sütunları) incelendiğinde gecelik reel faiz değişkenine ilişkin yapılan birim kök testinde düzeyde hem sabit hem de trend+sabitlide LM test istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde KPSS testi kritik değerlerinden mutlak olarak küçük olduğundan birim kök yoktur boş hipotezi reddedilemez.

Sıcak para değişkenine ilişkin yapılan birim kök testinde düzeyde sabitte LM test istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde KPSS testi kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olduğundan birim kök yoktur şeklindeki boş hipotezi reddedilmiştir. Ancak serinin % 1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğu tespit edilmiştir.

5.3.2 Zivot-Andrews ve Lee-Strazicich yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları

Yapısal kırılmayı dikkate alan Zivot-Andrews (1992) durağanlık test sonuçlarını içeren Çizelge 6.2 incelendiğinde, gecelik faiz oranı serisinde hesaplanan t istatistik değerlerinin %1 ve %5 anlamlılık düzeyinde McKinnon kritik değerinden büyük olması sebebiyle seri birim kök içermektedir şeklindeki boş hipotezi reddedilemez. Bu yüzden faiz serisi yapısal kırılmalar altında durağan değildir. Bu da bize belirlenen tarihlerde kırılmalar olduğunu ifade eder. Gecelik faizlerini içeren seriye bakıldığında da model C de Ekim 1996 kırılma tarihi olarak çıkmaktadır. Bu tarihler incelendiğinde özellikle 1996 yılının son çeyreği olmak üzere yılın tamamının siyasi olarak çok çalkantılı geçtiğini görüyoruz. Seçimle birlikte meclise beş siyasi parti girmiş, hükümeti kurma görevinin mecliste çoğunluğu bulunan partiye değil de ikinci partiye verilmiştir. Bunun sonucu kurulan hükümetin birkaç ay sonra anayasa mahkemesinin güven oylamasını anayasaya aykırı bulmasıyla istifa etmiştir. Ardından kurulan hükümetin içerde ve dışarıda uyguladığı siyasetin oluşturduğu tedirginlik ve iç karışıklık, güvensizlik şeklinde ekonomiye yansımış, yabancıların ülkeye bakışı değiştirmiştir.

Sıcak para serisinde yapısal kırılma yine iki modelde incelenmiş ve bu serininde faiz serisinde olduğu gibi model A dikkate alındığında sabitte, model C dikkate alındığındaysa hem sabitte hem de eğimde durağan olmadığı tespit edilmiştir. Model A sonucuna göre serinin 1997 Temmuz, hem sabitte hem de trende kırılmayı dikkate alan model C dikkate alındığına 2003 Kasım ayında kırılmaya uğradığı görülmektedir. Sıcak para için ortaya çıkan kırılma tarihleri incelendiğinde 1997 Temmuz ayında Asya krizinin olduğunu biliyoruz. Bu krizle gelişmiş olan ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru hareket eden sıcak paranın hareket yönü ve büyüklüğünün sorgulandığı düşünülebilir. Diğer kırılma zamanı olan 2003 Kasım daha sonra medya da Kara Kasım olarak da adlandırılan İstanbul Sinagog ve HSBC bankasının bombalandığı Türkiye için önemli bir tarihtir. Sıcak paranın hareket mantığı incelendiğinde bu tarihin de anlamlı bir kırılma tarihi olduğu görülmektedir. Türkiye'deki güven ortamının bozulması ülkeye yönelik sermaye hareketlerinin yönünü ve büyüklüğünü ciddi anlamda etkilemesi kaçınılmazdır.

Çizelge 5.3: Lee-Strazicich çift-içsel ve Zivot-Andrews yapısal kırılmalı birim kök test sonuçları.

			Gecelik Faiz	**Sıcak para**
Zivot ve Andrews	**Model A**	Kırılma	Şubat 1998 (6)* [-2.6871]**	Temmuz1997 (2)* [2,9209]**
	Model C	Kırılma	Ekim 1996 (6)* [-2.2184]**	Kasım 2003 (2)* [-3.7995]**
Lee - Strazich	**Model A**	Kırılma 1	Nisan 2000 (5)* [-0.3697]**	Temmuz 2005 (2)* [-1.0405]**
		Kırılma 2	Temmuz2000(5)* [-1.7259]**	Mayıs 2008 (2)* [0.0906]**
	Model C	Kırılma 1	Nisan 2001 (4)* [-1.5353]**	Temmuz 2006 (0)* [3.5346]**
		Kırılma 2	Nisan 2006 (4)* [-7.9919]**	Ocak 2009 (0)* [-4.2272]**

Not: *Parantez içindeki değerler Akaike Bilgi Kriteri tarafından seçilen gecikme sayısını göstermektedir. ** test istatistiğini göstermektedir. Modeller için Zivot ve Andrews (1992)'den alınan kritik değerler Model A'da %1 ve %5 anlam seviyeleri için sırasıyla -5.34 ve -4.80, Model C'de %1 ve %5 anlam seviyeleri için sırasıyla -5.57 ve -5.08'dir. Lee-Strazicich (2003) Model AA için %1 ve %5 için kritik değerler sırasıyla -4.54 ve -3.842, Model CC için kritik değerler %1 ve %5 için sırasıyla -5.82 ve -5.74'tür.

Çizelge 6.2'den yapısal kırılmaları dikkate alarak kırılma noktalarının içsel olarak belirlendiği Lee- Strazicich (2003) sonuçlarını içeren tablo da faiz serisi incelendiğinde, Model C'ye göre ikinci kırılma tarihi olarak Nisan 2006 belirlenmiştir. Fakat bu tarihte hesaplanan t değerlerinin kritik değerden küçük olduğundan "yapısal kırılmalı birim kök vardır" hipotezi reddedilir bu da demek oluyor ki belirlenen tarihlerde kırılma yoktur. Diğer kırılma tarihleri incelendiğinde burada hesaplanan t değerlerinin kritik değerlerden büyük olduğu görülmektedir. Bu yüzden yapısal kırılmalar altında birim kök vardır hipotezi reddedilemez. Başka bir ifadeyle seriler kırılmalar altında durağan değildir. Kırılma tarihleri değerlendirildiğinde, 2000 ve 2001 Nisan ayları arasında Türkiye'de 2000 Kasım ve 2001 Şubat olmak üzere iki büyük ekonomik kriz meydana gelmiştir. IMF'nin

kredileri ertelemesi gibi belirtiler olmak üzere bu krizin öncüleri önceden ortaya çıkmış ve ekonomik aktörler bu zaman zarfında pozisyonlarını belirlemiştir.

Sıcak para serisi de yapısal kırılmanın dikkate alındığı iki modelle incelenmiştir. Model A ve C de yapılan analizde hesaplanan değerlerin, kritik değerden büyük olması nedeniyle serinin birim kök içerdiği hipotezi reddedilememiş ve serinin hem düzeyde hem de eğimde durağan olduğu sonuca varılmıştır. Model A dikkate alındığında bulunan kırılma tarihleri 2005 Temmuz ve 2008 Mayıs aylarıdır. 2005 Temmuz'da ülkemizle sosyal ve ekonomik olarak birçok ortak özelliği barındıran gelişmekte olan Mısır'ın turistik şehirlerinde ve aynı ay içerisinde İngiltere'de terör örgütlerinin düzenlediği büyük saldırılar meydana gelmiştir. Model C dikkate alındığında, sıcak para sesinin yine düzeyde ve eğimde durağan olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Burada bulunan kırılma tarihleri 2006 Temmuz ve 2009 Ocak aylarıdır. 2006 Temmuz yılında İsrail Lübnan'a saldırmış ve bir ay süren savaş başlamıştır. Bu tarihlerin Türkiye'den ziyade dünya ile alakalı olması çok da anlamsız değildir, çünkü sıcak para ani hareket kabiliyeti dolayısıyla dünyada meydana gelen güven ortamını bozucu herhangi bir gelişmeye anında tepki vermekte ve gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışı gerçekleşmektedir. Bu yüzden bu tarihlerin tutarlı olduğu savunulabilir. 2009 Ocak ayından sonra Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri incelendiğinde 2011 Ocak ayı itibarıyla arada bulunan 24 ay süresince sadece Nisan 2011'de sermaye çıkışı gerçekleştiği, onun dışında devamlı artan bir sermaye girişi olduğu gözlenmektedir. Bunu da 2008 finansal kriz sebebiyle dünyada bankaların güven kaybederken Türkiye'nin banka yapısının sağlam olması, reel faizin görece yüksek ve kur arbitrajından dolayı sıcak para çektiği düşünülebilir.

5.3.3 Kejriwal-Perron yapısal kırılmalı eşbütünleşme test sonuçları

Kejriwal & Perron (2008) yapısal kırılmalı eşbütünleşme test sonucu Temmuz 2000 tarihi tek kırılma olarak elde dedilmiştir. Seriler arası ilişki Temmuz 2000 öncesi ve sonrası şeklinde iki dönemde incelenmektedir. Çizelge 6.3 de yer alan Kejriwal & Perron (2008) yapısal kırılmalı eşbütünleşme test sonuçları incelendiğinde sabit terimler c_1 ve c_2 ile ikinci döneme ait eğim parametresi δ_2 istatistiksel olarak anlamlı iken ilk döneme ait eğim parametresi δ_1 istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır.

Çizelge 5.4: Yapısal kırılmalar altında eşbütünleşik regresyon içeren Kejriwal-Perron test sonuçları.

Spesifikasyonlar			
y_t={logsp},z_t={1, reel faiz}, q=1, p=1, h=34, M=5, ε_1 =0.15			
Test Sonuçları			
Temmuz 2000 öncesi		Temmuz 2000 sonrası	
c_1	δ_1	c_2	δ_2
9.784 [0.031]	0.001 [0.028]	9.828 [0,001]	-0.009 [0.001]
R_1^2 =0.029		R_2^2 =0.452	

Not: BIC ve Değiştirilmiş Schwarz Kriteri (LWZ)'e göre seçilen kırılma sayısı 1 dir. yt, zt, q, p, h, ve M sırasıyla bağımlı değişkeni, regresorleri, farklı rejimlerde kırılmaya izin verilen I(1) değişkenlerinin sayısını, I(0) değişkenlerinin sayısını, her parçadaki en az gözlem sayısını ve en fazla kırılma sayısını göstermektedir.

Diğer bir ifadeyle Temmuz 2000 tarihinden önce Türkiye de sıcak para ile faiz arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken bu tarihten sonra negatif bir ilişki bulunmuştur. İkinci kısımda bulunan sonuç teoriyle ve daha önce yapılmış bazı ampirik çalışmalarla tutarlı çıkmıştır. Sermaye girişleriyle Türkiye'de faizler düşmüştür. 1991-2000 Temmuz ve 2000 Temmuz-2011 Mart tarihleri dünyada ve Türkiye'deki ekonomik gelişmeler göz önünde bulundurularak kendi içinde bütün olarak incelendiğinde elde edilen sonuçların dünyadaki ekonomik konjonktürün Türkiye'ye yansımaları görülecektir. 1991-2000 arası 1992-1993 Döviz Kuru Mekanizmasi (ERM), 1994 Meksika, Türkiye, 1997 Asya, 1998 Rusya ve 1999 Brezilya olmak üzere dünya da ekonomik kriz yılları olarak geçmiştir. Böyle istikrarsız bir ortamda sıcak paranın kendisine güvenli bir liman araması, dengelerin gelişmiş ülkeler tarafından belirlenmesi gibi sebeplerden dolayı zaten siyasi ve makorekonomik göstergeleri istikrardan yoksun olması nedeniyle Türkiye'de faiz oranları ile sıcak para arasında ilişki bulunamamasın bir sebebi olarak düşünülebilir.

Kırılmadan sonraki dönemi inceleyecek olursak, kırılmadan hemen sonra meydana gelen Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonrası alınan ciddi ekonomik kararların uygulanması, tamamen dalgalı kura geçilmesi, siyasi istikrarın sağlanması ve tabiî ki yine dünyadaki ekonomik gelişmeler elde edilen ilişkiyi açıklamak için yardımcı olmaktadır. Bu dönemde gelişmiş ülkelerin genişletici para politikası uygulaması ve buna bağlı olarak faiz oaranlarını düşürmesi, piyasadaki oluşan büyük miktardaki paralar görece yüksek faiz veren, Türkiye'nin de içinde bulunduğu

gelişmekte olan ülkelere yönelmişlerdir. Artan sermaye girişi "paranın fiyatı" olarak tanımladığımız faizlerin arz talep kanununca düşmesine sebep olmuştur.

5.3.4 Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçları

Nedensellik test sonuçlarını içeren çizelge 6.4 incelendiğinde sıcak paradan Türkiye'deki gecelik faiz ve gecelik faizden sıcak paraya doğru nedensellik görülmektedir.

Çizelge 5.5: Toda-Yamamoto nedensellik test sonuçları.

Hipotez	Gecikme uzunluğu	MWALD	p-değeri	Nedensellik
SP→Gecelik Faiz	3*	4,87	0.000	Kabul
Gecelik Faiz→SP		4,18	0,002	Kabul

*Değerleri Olabilirlik Oranı (LR), FPE, AIC, Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterlerine göre seçilen gecikme uzunlukları göstermektedir.

Bu tabloda yer alan nedensellik analiz sonuçları, bir değişkenin diğer değişkendeki değişmelere nasıl tepki vereceğini göstermez. Bu sadece değişkenlerin birbirinin nedeni olup olmadığını tespit eder. Dolaysıyla sıcak paradan gecelik faiz oranına ve gecelik faiz oranından da sıcak paraya doğru bir nedensellik vardır.

6. SONUÇ

Küreselleşme sürecinin ilk adımı olarak sanayi devrimini kabul edersek ikinci aşama olarak da 1970'li yıllarda başlayan finansal dönüşümü kabul edebiliriz. İkinci küreselleşme evresinin ana kaynağı gelişmiş ülkelerdeki ekonomik büyümenin artmasıdır. Hızla büyüyen gelişmekte olan ülkeler kabına sığmaz hale gelmiş ve gelirlerini arttırmanın yoluna gitmişlerdir. Kendi ülke sınırları içinde daha fazla kar elde etme imkânı kalmayan girişimciler çareyi dünyaya açılmakta bulmuştur. 1970 sonrası gelirlerini artırmak için dünyayı yeni bir oluşuma sürüklemişlerdir. Aşamalı olarak ekonomik serbestleşme adımları atılmıştır. Bu aşamada ilk olarak reel sektörde özelleştirmelerle gerçekleşen bu adımları finansal serbestlik izlemiştir. Bu adımların atılmasıyla reel sektör getirileri ile de yetinmeyen çoğunluk sermayesini elinde bulundan spekülatörler finansal piyasalara ağırlık vermişlerdir. Bu kişilerin daha çok gelir elde etme ve gelişmekte olan ülkelerin nakit sıkıntısını aşma isteği dünyada kısa vadeli sermaye hareketlerinin hacminin her geçen gün büyümesine sebep olmuştur.

Bu büyük sermaye hareketlerinin yönünü belirlerken içsel ve dışsal faktörler göz önüne alınmaktadır. Kamu borcunun azlığı, borç kredibilitesi, faiz oranları ve döviz rezervleri gibi makro ekonomik göstergelere olan güven ülkeyi sermaye girişleri için caiz hale getirmektedir. Bunun yanında diğer bir faktörse ABD ve Japonya başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin faiz oranları ve bu ülkelerdeki ekonomik büyümedir. Küreselleşmenin etkisiyle finansal piyasalarda uygulanan kısıtlamaların kaldırılması, bilgi teknolojisindeki hızlı ilerleme ile para ve sermaye piyasalarında oluşan tam rekabet şartları finans piyasalarında oynaklığı ve verimliliği etkileyen önemli faktörlerdendir.

Başlangıçta sermaye hareketlerinin dünyadaki ekonomik gelişmeye katkı sağlayacağı, gelişmekte olan ülkeler lehine denge sağlayacağı tezleri savunulmuştur. Büyüme için ihtiyaç duyulan yatırımların gerçekleşmesi için finansman desteğinin bu yolla kapatılacağı böylece bu ülkelerde refahın artacağı düşünülmüştür. Fakat sermaye hareketlerinin gelişmiş ülkelerdeki ekonomik durumdan daha çok

etkilenmesi gelişmekte olan ülkelerde dalgalanmalara sebep olmaktadır. Sermaye hareketleri gittikleri ülkelerde uzun vadeli reel yatırımlara destek vermemiş, ekonomik ve siyasi konjonktüre göre bulunduğu ülkeden ani çıkışlar gerçekleştirmiştir. Bu durumda beklentilerin aksine gelişmekte olan ülkelerin aleyhinde sonuçlanmıştır. Ülkelerin enflasyon, büyüme ve ödemeler dengesi gibi makroekonomik dengelerini doğrudan veya dolaylı olarak olumsuz etkilemiş böylece ülke ekonomileri üzerinde yıkıcı etkilere neden olmuştur.

Ekonomik sıkıntılar ve büyüme için ihtiyaç duyulan kaynağın sağlanması amacıyla atılan adımlar altyapısını henüz tamamlanmamış olan Türkiye'de istenilen sonuçları doğurmamıştır. Ekonomik sıkıntılara bir de siyasi istikrarsızlık eklenince sıcak para ülke ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Büyük miktardaki sermaye girişleri ulusal paranın değer kazanarak ithalatı artırıp ihracatı düşürmüştür. Gelen para gerektiği gibi döviz getirici yatırımlara dönüşmezken tüketimi arttırmış böylece enflasyonist baskı oluşturmuştur. Sıcak para dünyada veya Türkiye'de meydana gelen bir ekonomik bozulmada ülkeyi hızla terk etmekte ulusal parada ani değer düşüşüne yol açmaktadır. Bu durum Türkiye'de 1994 ve 2001 olmak üzere iki büyük krize sebep olmuştur. Sermaye kaçışları sonucu gecelik faizler fırlamış ulusal para devalüasyona uğramış ve birçok şirket kapanmıştır.

Teorik olarak sermaye girişlerinin faizleri düşürmesi beklenmekteydi ama bu durum beklentilerin aksine birçok gelişmekte olan ülkede faizlerin yükselmesiyle sonuçlanmıştır. Büyük miktarda gerçekleşen sermaye girişlerinin ulusal paranın değerlenmesi ve enflasyonist baskı gibi olumsuz etkilerinden kurtulmak için başvurulan sterilizasyon politikaları faizlerin daha da yükselmesine sebep olmuştur. Faizlerin yükselmesiyle sermaye girişleri artarak devam etmiş, böylelikle bir kısır döngü oluşmuştur. Ancak sermaye girişlerini döviz getiren alanlara yönlendiren ve kredi kanallarını kontrol eden bazı ülkeler istenilen sonuca ulaşabilmişlerdir.

Bu çalışmada dünya ile ekonomik entegrasyonunu tamamlamış Türkiye'nin Aralık 1991 ile Mart 2011 tarihleri arasındaki gecelik faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri asındaki ilişki ekonometrik yöntemler kullanılarak incelenmiştir. Faiz ve sıcak para serilerin arasındaki ilişkiyi incelemeden önce serilerin durağanlık dereceleri belirlenmiştir. Seriler arasındaki ilişkiden sağlıklı sonuç elde edebilmek için yapılan bu testler sonucu iki serinin de birinci dereceden durağan olduğu tespit edilmiştir. Yapısal kırılmalı birim kök testleri sonucunda sıcak para serisinin Asya

krizinin meydana geldiği 1997 Temmuz ayında kırılma gösterdiği tespit edilmiştir. Faiz serisinin kırılma tarihleri ülkenin içinde bulunduğu ve siyasi veya ekonomik dönüşümü gerçekleştiği tarihleri vermektedir. Bunlardan biri 2001 yılıdır. 2001 krizinden sonra Türkiye 'acı reçete' olarak adlandırılan ekonomik reformları hayata geçirtmiştir. Uzun dönemde bu iki serinin birlikte hareket edip etmediğini test etmek için Kejriwal ve Perron (2008) yapısal kırılmalı eşbütünleşme analizi yapılmıştır. Test sonucunda tek kırılma olarak Temmuz 2000 tarihi bulunmuştur. Bu tarihten önce sıcak para ile faiz arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu durum 1991 ve 2000 yılları arasında dünyadaki ve Türkiye'de ki ekonomik konjonktürle ilişkilidir. Bu dönemde Türkiye'de siyasi ve ekonomik açıdan istikrarın tam bulunmaması güven eksikliğine sebep olmaktadır. Buna ek olarak dünyada birçok gelişmekte olan ülkede krizler meydana gelmiştir. Sermaye hareketlerinin dış faktörlerden daha çok etkilendiği göz önünde bulundurulduğunda anlamlı bir ilişki çıkmaması kabul edilebilir. Temmuz 2000'den sonra aradaki ilişki negatif olarak bulunmuştur. Dolaysıyla sermaye girişleri gerçekleştiği dönemlerde faizler düşmüş, sermaye kaçışlarının olduğu dönemde faizler artmıştır. Son olarak faiz ile sıcak para arasındaki nedensellik ilişkisi Toda- Yamomato testi ile sınanmıştır. İki seri arasında çift yönlü nedensellik elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle sıcak paradan faize, faizden de sıcak paraya doğru bir nedensellik vardır. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkileri inceleyen Türkiye'de ve diğer ülkelerde yapılmış daha önceki çalışmaları hatırlayacak olursak, araştırmaların farklı sonuçlar verdiği görülmektedir. Şili, Kore ve Türkiye'de yapılmış bazı çalışmalarda KVSH ile faiz oranları arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Diğer taraftan Türkiye, Fransa ve Amerika'da iktisat teorisine uygun teorik ve ampirik sonuçlar elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle bu ülkelerde yapılan bazı çalışmalarda da ilişki negatif yönlü bulunmuştur. Bu sonuçlara ek olarak Reinhart vd., (2001) ve Calvo vd.,(1993) KVSH ile uluslararası faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Uluslararası faiz oranlarının sermaye hareketliliğinin asıl belirleyici oldudğu kanatine varmışlardır. Bu çalışmada elde edilen sonuçları daha önceki çalışmalar ışığında değerlendirirsek; Temmuz 2000 den önce Türkiye'de KVSH ile gecelik reel faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunamaması Reinhart vd., (2001) ve Calvo vd.,(1993)'de çıkarılan sonuçla açıklanabilir. 1990'lı yıllarda gelimekte olan ülkelerde birçok ekonomik kriz olaması ve bu dönemde Türkiye'nin ekonomik ve siyasi istikrardan yoksun olduğu bilinmektedir. Bu etkenler ve KVSH'ın kendini

güvenli limanlar aradığı göz önüne alındığında Türkiye'de KVHS ile faiz oranları arasında anlamlı bir ilişki elde edilememesi açıklanabilir. Temmuz 2000'den sonra elde edilen KVSH ile gecelik reel faiz oranları arasındaki ilişki Türkiyenin ekonomik ve siyasi olarak yakaladığı istikrar ile dünyadaki ekonomik konjektür etkisiyle iktisat teorisine uygun şekilde negatif yönlü elde edilmiştir. Bu sonuç Türkiye de olsun dünya da olsun daha önce yapılan birçok ampirik ve özellikle teorik çalışmalarla uyumludur.

Sonuç olarak Türkiye'de meydana gelen krizlerde çok miktarda sermaye çıkışı gerçekleşmiş ve bunun sonucu olarak faizler aşırı yükselmiştir. Bu da ülkenin daha yüksek seviyelerden borçlanmasına neden olarak ekonomik istikrarın bozulmasına sebep olmuştur. Ülkenin sıcak paranın bu olumsuz etkisinden kurtulması için ani hareketleri kısıtlayıcı önlemler alması gerekmektedir. Literatürde Tobin vergisi olarak adlandırılan sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi bu durumun tahrip etkisini azaltabilir.

KAYNAKLAR

Aklan, N.A. (t.y.). Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı, alındığı tarih: 07.11.2010, adres: http://sbe.balikesir.edu.tr/dergi/edergi/c5s7/makale/c5s7m3.pdf,

Aklan, N. A. (2007). Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği, *Akdeniz Üniversitesi İİBF Dergisi*, Sayı:13, ss. 222-251.

Akpunar, B. S. (2004). Hukuki Açıdan Faiz, alındığı tarih: 15.08.2011, adres: http://www.turkhukuksitesi.com/makale_170.htm.

Aktaş, C., Yılmaz, V. (2008). Gümrük Birliği Sonrası Türkiye'nin İhracat Fonksiyonunun Tahmini, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Yıl: 7 Sayı: 13, ss. 89-104.

Alkin, E., Yıldırım, K., Özer, M. (2003). *İktisata Giriş*, no:1472, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.

Arat, K., (2003). Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi, *TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlılık yeterlilik Tezi*, (ss. 38- 43).

Atamtürk, B. (2003). Finansal Liberalizasyonun Etkileri. *İktisat Dergisi*, Sayı 438, ss. 42-46.

Ay, A., (Ed.). (2007). *Türkiye Ekonomisi Makroekonomik sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Konya: Çizgi.

Bağımsız Sosyal Bilimciler. (2008). *2008 Kavşağında Türkiye Siyaset, İktisat ve Toplum*, İstanbul, Yordam.

Bank for International Settlements. (2009). Capital Flows and Emerging Market Economies, *Committee on the Global Financial System Papers*, Sayı 33.

Berument H. ve Dinçer, N. (2004). Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance In Emerging Markets?: The Turkish Experience, alındığı tarih: 23.11.2010, adres: http://www.bilkent.edu.tr/~berument/emft04.pdf

Blanchard, O. (2006). *Macroeconomics*, Fourth Edition,, New Jersay: Pearson Prentice Hall.

Boratav, K. (2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri, *İktisat, İşletme ve Finans*, Eylül 2001.

Calvo, G. A. (1990). The Perils of Sterilization, *IMF Working Paper*, Sayı 13.

Calvo, G.A., Leiderman, L., Reinhart, C.M. (1993). Capital Infows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *IMF Staff Papers*, Cilt : 40 (1), ss. 108–151.

Calvo, G. A., **Leiderman, L., ve Reinhart, C. M**. (1996). "Inflows of capital to developing countries in the 1990s: Causes and effects" , *Journal of Economic Perspective*, Cilt.10, Sayı:2 ss. 123-129.

Caner, A. (2007) "Finansal Serbestleşme ve Yoksulluk İlişkisi Üzerine", İktisat, İşletme ve Finans, Yıl: 22, Sayı: 254, ss. 5-17

Cebula, R. (1997). The Net Impact of Net International Capital Inflows on Nominal Long- Term Interest Rate in France. *AEJ,* Cilt: 25, Sayı: 2.

Chambers, N. (1997). Paranın Zaman Değerinin Hesaplanması, *Muhasebe Finans Dergisi*, Yıl 6, Sayı 7, ss. 99-116.

Cihan, Ö. (2005). Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, *Uzmanlık Tezi*, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Ankara.

Çevis, İ ve Kadılar, C. (2001), The Analysis Of The Short-Term Capital Movements By Using The VAR Model: The Case Of Turkey, alındığı tarih: 02.01.2011, adres: http://yunus.hacettepe.edu.tr/~kadilar/pakistan.pdf

Çil Yavuz, N. (2006). Türkiye'de turizm gelirlerinin ekonomik büyümeye etkisinin testi : Yapısal kırılma ve Nedensellik analizi, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 7 (2), ss. 162-171.

Dağdelen, İ. (2004). Liberalizasyon, alındığı tarih:12.10.2010, adres: www.insanbilimleri.com.

Danışoğlu, A. (1999). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye üzerindeki etkileri, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tez*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Demir, G. (1993). Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı ve Faiz Oranları, *Eskisehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt.XI, Sayı:1-2, ss.87-108.

Demir, M., Sever, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* Yaz 2009, Cilt:8, Sayı:29, ss.214-239.

Dickey, D. A. and Fuller, W . A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Journal of the American Statistical Association,* Cilt:74, Sayı:366, ss.427-431.

Durusoy, S. (2004). Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri, alındığı tarih:12.12.2004, adres:www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGİ/tem2000/finans.htm.

Ergin, F. (1983). *Para ve Faiz Teorileri*, İstanbul: BETA.

Esen, Ö. (2008). Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.

Fern´andez-Arias, E. (1994). The New Wave Of Private Capital Inflows: Push Or Pull? The World Bank International Economics Department Debt and Intermationial Finance Division June" , *Policy Research Working Paper*, Sayı: 1312.

Gerlach, S., Gerlach- Kristen P. (2006). Monetary Policy Regimes and Macroeconomic Outcomes: Hong Kong and Singapore, *Bank for International Settlements Working Papers*, Sayı: 204.

Goodfriend M., Prasad E. (2006). Monetary Policy Implementation in China, *BIS Papers chapters,* in: Bank for International Settlements, Monetary policy in Asia: approaches and implementation,Cilt: 31, ss. 25-39.

Gürbüz, R. (2006). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.

Güvenek, B. Alptekin, V. Çetinkaya, M. (2010). Enflasyon ve Dolaylı Vergilerden elde Edilen Gelirler Arasındaki İlişkinin Var Yöntemiyle Analizi, *Kamu-İş*; Cilt:11, ss. 3.

Hanedar, A. Ö., Gümüş, S. (t.y.). Zaman Serisi Analizi ve Yapısal Kırılma, alındığı tarih:15.02.2011,adres: http://www.deu.edu.tr/userweb/onder.hanedar/dosyalar/KIRILMA.pdf

Holmes J. M, Smyth, D.J. (1977). Relation Between International Capital Flows and İnterest Rates: A theoretical Analysis, *De Economist, Cilt* 125, Sayı 1, ss.95-109.

İnandım, Ş. (2005). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleriyle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, *TCMB Uzmanlık Tezi*, Ankara.

İnsel, A., Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV. Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni.

Jittrapanun T., Prasartset S. (2009). Hot Money and Capital Controls in Thailand, *TWN Global Economy Series 15*.

Kahyaoğlu, H., Duygulu, A. (2005). Finansal Varlık Fiyatlarındaki Değişme – Parasal Büyüklükler Etkileşimi, *D.E.Ü.İ.İ.B.F.Dergisi*, Yıl:2005, Cilt:20 Sayı:1, , ss. 63-85.

Kamar, B., Bakardzhieva D. (2003). Economic Trilemma and Exchange Rate Management In Egypt, *10th Annual Conference of the Economic ResearchForum for the Arab countries*, Iran and Turkey.

Kaminsky, G.L., Schmukler, S.L. (2003), Short-run Pain, Long-run gain: The Effects of Financial liberalization, *NBER Working Paper*,Sayı: 9787, alındığı tarih: 05.03.2011,adres: http://www.nber.org/papers/w9787

Kar, M., Taş, S. (2003). İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri. (ss.159-195). *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin.

Karluk, R. (1996). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim*, 4.baskı, İstanbul: Beta.

Kasman, A., Ayhan, D. (2008). Avrupa Birliği'nin Genişleme Sürecinde Satın Alma Gücü Paritesi Sağlanıyor Mu?, *2. Ulusal İktisat Kongresi*, DEÜ İİBF İktisat Bölümü, İzmir, 20-22 Şubat, ss.1-14.

Kayacan, M. (2004). Finansal Liberalleşme ve Finansal Sınırlama Politikaları Üzerine Tartışmaların Temeli. *Maltepe Üniversitesi İİBF Ekonomik Toplumsal ve Siyasal Analiz Dergisi*. 1(1), ss.35-43.

Kejriwal, M. (2008). Cointegration with structural breaks: an application to the Feldstein-Horioka Puzzle. Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics, Cilt: 12, Sayı:1, ss. 1-37.

Kejriwal, M., **Perron, P**. (2008). Testing for multiple structural changes in cointegrated regression models, West Lafayette, Indiana, Krannert School of Management, Purdue University, Sayı:. 1216. Alındığı tarih: 19.05.2011,adres: http://www.krannert.purdue.edu/programs/phd/Working-paper-series/Year-2008/1216.pdf

Kepenek,Y., Yentürk, N. (2005). *Türkiye Ekonomisi*, 18.Basım, İstanbul: Remzi.

Keskin, N. (2008). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı:526, ss.17-37.

Kızılgöl, Ö., Erbaykal, E. (2008). Türkiye'de turizm gelirleri ile ekonomik Büyüme İlişkisi: Bir Nedensellik Analizi, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt.13, Ssyı:2 ss.351-360. Alındığı tarih: 27.02.2011, adres: http://iibf.sdu.edu.tr/dergi/files/2008_2_20.pdf

Kim, Y. (2000), Causes of Capital Flows in Developing Countries, *Journal of International Money and Finance*, Cilt:19,Sayı:2 ss. 235-253.

Kumhof, M. (2004). Sterilization of short-term capital inflows—through lower interest?, *Journal of International Money and Finance*,Cilt:23, Sayı: 7-8, ss. 1209-1221.

Lee J. Y. (1996). Implication of Surge in Capital Inflows: Avaliable Tools and Consequences for the Conduct Monetary Policy, *IMF Working Paper* Sayı:53.

Lee, J., Strazicich, M. (2003). Minimum LM unit root test with two structural breaks, *Review of Economics and Statistics* 85(4), ss. 1082-1089.

Liu, W. (2007). Short-Term Foreıgn Funds, A Comparative Study Between China and Victim Countries Of 1997 Asian Financial Crisis, *Global Journal of Finance and Banking* Issues, Cilt: 1, Sayı: 1.

López-Mejía, A. (1999). Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses, *IMF Working Paper*, Sayı:99/17.

Mahlebiciler, Ö. (2006). Türkiye Cumhuriyeti Merkezi Bankasının Rezerv Yönetim Politikaları ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi, *TCMB Uzmanlık Yerterlilik Tezi*,TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.

McCauley, R. N. (2006). Understanding Monetary Policy in Malaysia and Thailand: Objectives, Instruments and Independence, *BIS paper*,Sayı :31.

Mishkin, S. F. (2004). *The Economics Of Money, Banking and Financial Markets*, İstanbul: Çaglayan.

Mishkin F. S. (2011). Monetary policy strategy: Lessons from the crisis, *NBER Working Paper*,Sayı: 16755.

Montiel, P., Reinhart, C. M. (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital flows? Evidence from the 1990S, *Journal of International Money and Finance*, Cilt:18, Sayı:4, ss. 619–635.

Özata, E., Esen, E. (2010). Reel Ücretler İle İstihdam Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 10, Sayı:2, ss. 55–70.

Özgen, F. B. (1998). Globalleşme Sürecinde Gelişmekte olan Ülkelerde Finans Piyasaları, iç.*Ege Maliye Bölümü Araştırma Görevlileri Sempozyumu,* Dokuz Eylül Üniversitesi yayını,İzmir,26-28 Kasım, ss. 47-79.

Parasız, İ. (2009. *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, İstanbul: Ezgi.

Pazarlızoğlu,V. M., Gülay, E. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği- 1992.1-2005.4, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 9, Sayı:2.

Ralhan, M. (2006). Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis, *Econometrics Working Paper*, EWP0601, ss.1-15.

Rana P. B. (1998). Controls on Short-Term Capital Inflows the Latin American Experience and Lessons for DMCS, *EDRC Briefing Notes* number 2

Reinhart C. M., **Reinhart V. R**. (2001). What Hurts Most? G-3 Exchange Rate or Interest Rate Volatility, *NBER Working Paper,* Sayı: 8535.

Rudiger, D. ve Fischer, S. (1998). *Macroekonomics*,New York*:* McGraw-Hill.

Sarfati, M. (2003). Finansın Liberalizasyonu. *İktisat Dergisi*. Sayı:438, ss. 38-41.

Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat:Teori Politika ve Uygulama*, İstanbul: Gizem Yayınları.

Soydemir, S. (1998). *Türkiye'de Finansal Fon Akımları* ,Ankara: SPK.

Shadler,S. (1994). Surges in capital inflows: Boon or curse?,*Finance and development,* March, ss.20-23.

Şahin, H. (2006). *Türkiye Ekonomisi*, Yenilenmiş 8. baskı, İstanbul: Ezgi.

Şenel,K.,Yanık, S. (2002). Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz, alındığı tarih: 25.04.2011, adres: http://www.tspakb.org/docs/egitim_notlari/finans_matematigi_temel.pdf.

Şengönül, A., Altıok, M., ve Gürbüz, R. (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:22, Sayı 252, Mart, ss. 26-48.

Şimşek, A. R. (2007). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri*,Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitütüsü, Balıkesir.

Taylor, M. P., ve Sarno, L. (1997). Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants, *The World Bank Economic Review,* Cilt:11, ss. 451–70.

Teker, S., Gümüşsoy, L. (2004). Faiz Oranı Eğrisi Tahmini:T.C. Hazine Bonosu ve Eurobonds Üzerine Bir Uygulama, *8. Ulusal Finans Sempozyumu*, 27-28 Ekim, İstanbul.

Temurlenk, M.S., Oltulular, S. (2007). Türkiye'nin Temel Makro Ekonomik Değişkenlerinin Bütünleşme Dereceleri Üzerine bir Araştırma, *8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi – İnönü Üniversitesi*.

Terada-Hagiwara, A. (2004). Rezerv Accumulation, Sterilization and Policy Dilemma, *ERD Policiy Brief,* Sayı:31, ss. 5.

Türkiye Cumhiriyeti Merkez Bankası. (2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri, T.C.Merkez Bankası, Banknot Matbaası Genel Müdürlüğü, Ankara.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2008). Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, alındığı tarih: 03.05.2011,adres: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/dundenbugune_TCMB.pdf.

Türkiye İstatistik Kurumu, 2011., alındığı tari 12.04.2011, adre: http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=17&ust_id=6

Türkiye Ekonomi Kurumu (1998). *Türkiye Ekonomisi Sektörel Analiz*, 1. Baskı, Ankara: Turhan.

Uzunoğlu, S., Alkin, K., ve Gürsel, F. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*, No:6, Haziran, İstanbul: İMKB.

Ünsal, E. (2009. *Makroiktisat*, 8.baskı, Ankara: İmaj.

Venet, B. (2003). Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme. *İktisat Dergisi*Sayı: 438, ss. 60-70.

Warnock, E. F., Warnock, V.C. (2009). International Capital Flows and U.S interest Rates, of International, *Journal Money and Finance*,Cilt:28,ss. 903-919.

Yay, T. (2003). Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme. *İktisat Dergisi*. Sayı:438 ss. 16-33.

Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim.

Yeldan, E. (1996). Az Gelişmiş Ülkelere Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkenler Üzerine Gözlemler, *İktisat Dergisi*, Sayı:360-361 Ekim-Kasım, ss.49-57.

Yılancı, V. (2009). Yapısal Kırılmalar Altında Türkiye için İşsizlik Histerisinin sınanması, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10 (2), ss. 324-335.

Yiğit, S. (2002). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası [Elektronik versiyonu]. Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliğ, No:6,

Williamson, J. ve Mahar, M. (1998). A Survey of Financial Liberalization, Assay in International Finance.

Zivot, E. ve Adrews, D. W. K. (1992). Further Evidence on the Great Crash, The Oil Price Shock, and the Unit Root Hypothesis, Journal of Business & Economic Statistics, Cilt:10, Sayı:3.

Zeytinoğlu, E. (2005). Para Borçlarında Temerrüt Hallerinde Munzam Zarar, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,* Yıl:4 Sayı: 8Güz /2 ss.253-263.

ÖZGEÇMİŞ

Ad Soyad: Hakan KARA

Doğum Yeri ve Tarihi: Kahramanmaraş 1984

Adres: Selçuklu mah. Buhara bulvarı. Site Apt. no: 112/19. Malatya Merkez

E-Posta: hakan.kara@inonu.edu.tr

Lisans: Boğaziçi Üniversitesi, Anadolu Üniversitesi

Yüksek Lisans : İstanbul Teknik Üniversitesi

Mesleki Deneyim : İnönü Üniversitesi Araştırma Görevlisi