



Kesit Akademi Dergisi

The Journal of Kesit Academy

ISSN: 2149 - 9225

Yıl: 3, Sayı: 7, Mart 2017, s. 190-207

Didem BARAN

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
ddmbrn@hotmail.com

Yrd. Doç. Dr. Özhan TUNCAY

İzmir Katip Çelebi Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü
ozhan.tuncay@ikc.edu.tr

GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN OPTİMİZASYONU

Özet

Ekonomik büyüme ve kalkınmayı amaçlayan ülkeler hem ülke içinde sermaye birikimini artırmak hem de yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek isterler. Yatırımcılar da birikimlerini dış ülkelere aktararak daha fazla gelir elde etmek isterler. Finansal serbestleşme süreci ile birlikte gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımları büyük bir hacme ulaşmıştır. Söz konusu sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi yatırımların finanse edilebilmesi ile ekonomik büyüme ve hayat standardının yükseltilmesi gibi avantajları ile parasal genişleme, enflasyon ve ulusal paranın aşırı değerlenmesinden kaynaklanan finansal krizler şeklindeki olumsuzluklarından literatürde sıklıkla bahsedilmektedir. Bu çalışmanın amacı ise; sözkonusu sermaye hareketlerinin avantajlı yönlerinden hareket ederek Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin optimizasyonuna yönelik bir uygulama yapılmasıdır. Geçiş olasılıkları matrisi yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda bir karar matrisi elde edilmiş ve Türkiye'nin sermaye hareketlerini kendisine çekebilme açısından enflasyon oranı ve kur değişimi kriterlerine göre diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: Finansal Serbestleşme, Kısa vadeli sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkeler, geçiş olasılıkları matrisi.

OPTIMIZATION OF SHORT TERM CAPITAL FLOWS IN DEVELOPING COUNTRIES

Abstract

Capital accumulation and foreign capital inflows are essential for all Countries which aim economic growth and development. In addition to that, investors send their savings to other countries for more yields. Financial Liberalization have triggered huge capital flows towards developing countries. It was often stressed in the literature that these capital movements might be helpful in financing domestic investments, increasing economic growth and standard of living. However these capital inflows might cause financial crisis originating from rapid monetary expansion, fueled inflation and real exchange rate appreciation. The aim of this paper is to optimize short term capital inflows to Turkey by using transition matrix. As a result of the analysis a decision matrix has been obtained. According to the analysis Turkey has disadvantage against other countries in terms of inflation rate and exchange rate but has advantage in terms of interest rate.

Keywords: Financial liberalization, Short term capital flows, Developing countries, Transition matrix

1. GİRİŞ

Ekonomik büyümenin sürekliliği gerek gelişmiş ve gerekse de gelişmekte olan ülkelerin temel kaygılarından birisini oluşturmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kalkınma amaçlarını gerçekleştirebilmesi açısından hem ülke içinde sermaye birikiminin artırılması; hem de yabancı sermayenin ülkeye çekilmesi önem taşımaktadır. Bu şekilde ülkeye gelen ve ülkeden çıkan fonlar sermaye hareketlerini oluşturmaktadır. Türkiye’de de 1989 yılında “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar”¹ ile sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin kaldırılması sermaye hareketlerini serbestleştirerek kısa vadeli sermaye girişinin önü açmıştır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen borç yapısı kısa vadeli olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri 1 yıldan daha az süreli kaynak girişi özelliği taşıdığı için üretken yatırımlara dönüşmemektedir. Bu durum sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye girişlerinin, makroekonomik değişkenler üzerinde olumsuz etki yapmasına yol açmaktadır. Ayrıca kısa süreli sermayenin aniden ülkeyi terk edebilmesi, piyasalarda dalgalanmaları artırarak finansal krizlere neden olabilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler çoğu zaman doğrudan yatırım çekmekte zorlandıkları görülmekte; bu nedenle kısa vadeli sermaye akımları ülkelerin kalkınma çabalarında ihtiyaç duydukları döviz girişini sağlama işlevi görebilecektir.

Kısa vadeli sermayenin belirtilen olası işlevinden hareketle çalışmanın amacı; küreselleşme ile artan sermaye hareketlerini araştırmak ve Türkiye ekonomisine ait 2014 verilerini analiz ederek gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroeko-

nomik etkilerini 2005 yılıyla kıyaslayarak göstermektedir. Üç bölümden oluşan çalışmamızın birinci bölümünde kısa vadeli sermaye hareketleri kavramsal çerçevede ve kuramsal temelleri yönünden ele alınmıştır. İkinci bölümde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkelerin makro ekonomik yapıları üzerine etkisi ve literatürde bu tip akımları kontrol etmeye yönelik alınabilecek başlıca önlemler üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin, Türkiye üzerine etkisi Olasılık matrisi yöntemi yardımıyla analiz edilmiştir. Sonuçta 2014 yılında Türkiye'nin enflasyon oranı ve döviz kuru açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı olduğu görülmüştür. Ayrıca diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek olası portföy sermayesi miktarı da tespit edilmiş ve bu veriler 2005 yılıyla karşılaştırılmıştır.

2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

İlk olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından ortaya konulan finansal serbestleşme kavramı 1980'li yıllardan itibaren sermaye hareketlerindeki büyük hacimli artışların temelini oluşturmuştur. Esasen Klasik ekonomik teoriye göre sermaye hareketliliği yararlıdır. Sermaye hareketi sayesinde ülkeler kısıtlı olan tasarruf hacimlerini yatırım yapmak için dış kaynak çekerek genişletecek, yatırımcılar farklılaştırdıkları portföyler sayesinde risklerini dağıtabileceklerdir.

Neo-klasik teoriye göre ise, sermaye kârlılık oranı geliştirmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre daha fazla olduğu için bu verimliliğin dengeli biçimde dağılması amacıyla sermaye akımları; sermayenin yoğun olduğu gelişmiş ülkelere, sermayenin yetersiz olduğu geliştirmekte olan ülkelere doğru gerçekleşir. Dolayısıyla, sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılarak sermaye hareketlerinin serbest dolanımı sağlandığında, sözkonusu sermaye hareketliliğinden zengin ülkeler ve geliştirmekte olan ülkeler yararlanabilecektir. Bu süreçte, dünya refahı artmış ve optimal kaynak dağılımı sağlanmış olacaktır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi çoğu zaman küreselleşme kavramı ile birlikte anılmakta ve "Sermayenin Küreselleşmesi"; sermayenin ülkeler arasında serbestçe giriş çıkış yapabilmesi, piyasada dolanabilmesi, aksine bir uygulama ve kısıtlama bulunmama olarak tanımlanmakta ve bu bakımdan küreselleşme, serbest ticarete dayanmaktadır (Karan, 2013: 47).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyük bir hacme ulaşmasında teknolojik gelişmelerin önemli payı olmuş; İletişim teknolojisindeki ilerlemeler, yatırımcıları gelişen piyasalara yönlendirmiştir (Şimşek, 2007: 13). Teknolojideki bu gelişmeler benzer şekilde kısa vadeli sermaye hareketlerini çeşitlendirmektedir. Ancak KVSH, kalıcı yatırımlara dönüşmediğinden ekonomiyi olumsuz etkileyebilmekte; yapacağı hızlı giriş çıkışlarla krizlere neden olabilmektedir (Akdiş, 2002: 22).

Kısa vadeli sermaye akımları, ödemeler bilançosunun denkleştirilmesinde özellikle geliştirmekte olan ülkeler açısından önemli bir işlevi yerine getirmektedir. Ekonominin genel dengesi için ödemeler bilançosundaki sermaye hareketleri dengesi ile cari işlemler dengesi beraber ele alınmalı; ekonominin genel dengesinde fazla/açık varsa bu farkı rezerv hareketleri hesabı ile denkleştirmek gerekmektedir (Dinler, 2005: 517). Sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi

arasındaki ilişkiyi özetlemek gerekirse; ülkenin cari işlemler dengesi açık vermişse, genellikle bu açığı sermaye girişiyle kapatmak tercih edilmektedir. Bunun için yabancı sermaye teşvik edilmekte veya ülke dışından kredi alınmaktadır. Sermaye girişleri, kamu/özel sektörlerinin uluslararası borçlarındaki artışı; ödemeler bilançosundaki hesabının fazla vermesini ifade etmektedir (Calvo vd., 1993: 108-150).

Kısa vadeli sermaye akımlarının ortaya çıkmasında döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişim önemli bir etkiye sahip olabilmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ülkede uygulanan döviz kuru rejimine göre ilgili ülkenin parası değerlendirilmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ülkede esnek kur sistemi uygulanıyorsa sermaye girişi ulusal parayı değerlendirirken, sabit kur sistemi uygulanıyorsa doğrudan uluslararası rezervler artmaktadır. Benzer şekilde, Faiz oranları yükseldiğinde ülkeye sermaye girişi artmakta, düştüğünde ülkeden sermaye çıkışı hızlanmaktadır.

Ülkelerin dış kaynak ihtiyacının karşılanmasında önemli bir yeri olan Kısa vadeli sermaye akımlarının girdikleri ülkelerde ciddi makro ekonomik etkilerinin olabildiğini de belirtmek gerekmektedir. Şöyle ki, sermaye akımları, üretime aktarılıyorsa; ülkenin istikrarlı biçimde büyümesine ve ödemeler dengesine olumlu katkı yapmaktadır. Fakat tüketimi finanse ediyorsa; ülkede kriz olasılığını arttırmakta, büyüme yerine resesyon yaşanmaktadır (Eset, 1997: 76).

Eğer ülkeye ilişkin makroekonomik faktörlerde belirsizlik varsa yatırım kararları olumsuz etkilenmekte, ülkeye sermaye girişi aksamaktadır (Demirçelik ve Bahşayış, 1995: 11). Örneğin; enflasyon oranının artması makroekonomik istikrarsızlığı arttıracak korkusuyla yabancı sermaye ülkeden çıkabilmektedir. Sermaye kaçışı ve ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları mevcut bir krizin derinleşmesine, yaygınlaşmasına sebep olmaktadır (Peck and Hallet, 2000: 515-544).

3. AMPİRİK ÇALIŞMA

3.1 Literatür İncelemesi

Literatürde Kısa vadeli sermaye akımları ile farklı makro değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamaya dönük olarak yapılan ve farklı analiz tekniklerinin kullanıldığı çalışmalarda özellikle 1990'lı yıllardan itibaren artış olduğu gözlenmektedir. Söz konusu çalışmalarda özellikle Türkiye başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin bu dönemde artış göstermesinin ve aynı zamanda yaşanan finansal krizlerin etkili olduğu söylenebilecektir.

Kaya (1998), Granger nedensellik testi ile sermaye hareketleri ve reel döviz kuru ilişkisini araştırmış; Sermaye girişlerinin reel döviz kuru değişimlerini açıklayabildiğini, reel döviz kuru sermaye girişlerindeki değişimleri açıklayamadığını saptamıştır. Kaya (1998)'nın Türkiye'ye yönelik çalışmasının sonuçları, Morande (1988)'nin Şili için bulduğu sonuçlarla benzer bulunmaktadır.

Akçoraoğlu (2000), Türkiye'de 1989:1-1999:4 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, sermaye akımlarının çeşitli kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi VAR modeli

yardımla araştırmış; sonuç olarak kısa vadeli sermayenin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı sonucuna varmıştır.

Çeviş ve Kadılar (2001), 1989: 10-1997: 09 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini VAR yöntemini kullanarak araştırmış; yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye girişlerinin arttığı ve kısa vadeli sermaye girişleri sonucu TL'nin aşırı değerlendirilerek cari işlemler dengesinin olumsuz etkilendiği sonucuna varmışlardır.

McLean ve Shrestha (2002), panel veri analizini kullandığı ve 40 gelişmekte olan ülke için 1976- 1995 dönemini araştırdığı çalışmalarında sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Yentürk ve Çimenoğlu (2002), Türkiye'de 1987:1 – 2001:4 dönemi üçer aylık verileri kullanarak uluslararası sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırım üzerindeki etkilerini analiz ettikleri regresyon çalışmasında, net yabancı sermaye akımlarının tüketim harcamalarını pozitif yönde etkilediğini belirtmişlerdir. VAR modeli aracılığıyla yabancı sermaye girişiyle yatırım ve tüketim arasındaki ilişki analiz edilmiş, net yabancı sermaye girişinin özel tüketim harcamaları üzerinde üç çeyrek dönem, özel yatırımlar üzerinde ise dört çeyrek dönem, yani 1 yıl pozitif etkisi olduğu saptanmıştır. Ayrıca yabancı sermaye hareketlerinin faiz oranlarına etkisi araştırılmış, sonuç olarak yabancı sermaye akımlarında ortaya çıkan artışın, Hazine'ye ait borçlanma faizini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Kara (2002), yurt içi yatırımlara, yabancı sermaye yatırımlarının alt kalemlerinin etkisini incelemiştir; kısa vadeli sermaye girişleriyle yurt içi yatırımların azaldığını bulmuştur.

Yeldan ve diğerleri (2002), Türkiye'nin sermaye hesabını serbestleştirmesinden sonraki dönem için kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde belirleyici olan etkenleri araştırmışlar, sermaye girişlerini bankacılık sektörünün kısa vadeli yabancı kredileri ve portföy yatırımları olarak sınıflandırmışlar; zaman serisi ekonometrisi yardımıyla 1992 – 2002 arası dönemde sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ortaya koymuşlardır.

İnsel ve Sungur (2003), 1989:3-1999:4 yılları arasında sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelemiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, aksine kısa vadeli sermaye akımlarından cari açıklara, DİBS faiz oranı artışına doğru bir nedensellik saptamışlardır. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlendirilmesine bağlı olarak ithalatın artmasına ve cari açığa neden olduğu sonucuna varmışlardır.

Emil ve Vehbi (2003), sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin Türk ekonomisi üzerindeki ekonomik etkilerini araştırmışlardır. Türkiye'de sermaye girişleri ve büyüme arasında güçlü korelasyon olduğunu tespit etmişlerdir.

Berument ve Dinçer (2004), Türkiye'de 1992.01-2001.06 döneminin aylık verilerini kullanarak VAR modeliyle sermaye akımlarının makroekonomik etkilerini incelemiştir. Buna

göre sermaye miktarındaki artış kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırmakta, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürmektedir. Ayrıca ulusal para reel olarak değerlendirilmektedir.

Aksaraylı ve Tuncay (2005), makroekonomik değişkenlerin kısa vadeli sermaye girişine etkisini incelemişler ve Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi optimizasyonu için temel kriterler belirleyerek, izlenmesi gereken politikalar hakkında öneriler getirmişlerdir. Türkiye'nin enflasyon oranı bakımından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı olmasına rağmen faiz ve kur değişimi bakımından avantajlı olduğunu analiz etmişlerdir.

Apak, Uçak ve Uzunoğlu (2006), 1991:1-2005:4 dönemi için Türkiye'de sıcak para girişleri, GSYİH ve reel döviz kuru arasındaki etkileşimi VAR ve Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak araştırmış; sıcak para girişlerinin, reel döviz kuru ve GSYİH üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Barışık ve Açıkgöz (2007), Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile incelemişler, Türkiye'de 1992-2005 döneminde, sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna varmışlardır.

Gürüş ve Kıran (2007), reel faiz oranı ile reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini sınır testi yaklaşımı ile araştırmışlardır. 1992:1-2005:4 yılları arası, Türkiye'de reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Şimşek (2007), Türkiye'de, 1992-2005 yılları arası VAR modeli ve Granger nedensellik testi kullanarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerle olan etkileşimi analiz etmiştir. Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaşandığı yıllarda Türkiye ekonomisinin büyüme kaydettiği, aksine kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış yaptığı yıllarda ise küçüldüğünü ortaya koymuştur.

Kıran (2007), reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkileri incelemiştir. Kısa vadeli sermaye hareketinin, uzun vadeli sermaye hareketine göre reel döviz kurunda meydana gelecek değişmeye daha duyarlı olduğunu göstermiştir.

Keskin (2008), Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin; faiz oranı, cari işlemler dengesi ve döviz kuru üzerine etkisini 1992:1-2007:7 yılları arası aylık veriler ile sınır testi ve ARDL yaklaşımını kullanarak araştırmış; kısa vadeli sermaye girişinin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır.

Örnek (2008), Türkiye'nin 1996:4-2006:1 üçer aylık dönemleri için, yurtiçi tasarruflar ve yabancı sermaye girişleriyle ilgili zaman serileri aracılığıyla, iki değişkenin birbirini nasıl etkilediğini incelemiştir. Kısa ve uzun vadede doğrudan yatırımların yurtiçi tasarrufları olumlu etkilediğini, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarrufları olumsuz etkilediğini tespit

etmiştir. Ayrıca doğrudan yatırımların ve kısa vadeli sermaye girişlerinin büyümeyi pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Erataş ve Öztekin (2010), kısa vadeli sermaye akımlarına, Türkiye'deki reel faiz ve nominal döviz kurunun etkisini ARDL testi ile araştırmıştır. 1995-2009 dönemine ait çeyrekli verileri ele alarak yapılan bu çalışmada değişkenler arasında uzun dönemde koentegre ilişki saptanmış; reel faiz oranı yükseldikçe, Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye girişinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Kurun yüksek olması risk teşkil ettiğinden yatırımcıları caydıracak, nominal döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketlerini olumsuz etkileyecektir.

Vergil ve Karaca (2010), 1980-2005 dönemi için gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerine etkilerini analiz etmiş; portföy ve doğrudan yabancı yatırımların, ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini ortaya koymuştur.

Ekinci (2011), sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi araştırmıştır. Büyüme ve yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşırken, diğer sermaye hareketleriyle toplam sermaye hareketleri ve büyüme ilişkisinde anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Şengönül ve Değirmen (2012), Ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayenin büyüme üzerine etkisi olup olmadığını, varsa; hangi finansal kanal aracılığıyla etkilediğini araştırmışlardır. Farklı kanallardan ve kısa süreli olarak ülkeye gelen yabancı sermayenin, tüketim ve özel yatırım aracılığıyla sanayi üretimine etkisini incelemişler ve bu etkinin süresinin, sermayenin ülkeye girdiği kanallara bağlı olarak farklılık gösterebileceğini belirtmişlerdir.

Direkçi ve Kaygusuz (2013), Türkiye'de 1990Q1-2012Q4 arası dönemde yaşanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerden; faiz ve enflasyon oranı, cari açık ve milli gelire olan etkileşimini ARDL testiyle analiz etmişlerdir. Kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye'de ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun vadede önemli ölçüde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Karahan ve Evren (2013), Türkiye ekonomisi için 1989-2011 yıllarının verilerini analiz ederek ülkeye gelen yabancı sermaye hareketlerinin gelişimini hacimsel ve kompozisyonel açıdan değerlendirmişlerdir. Türkiye'ye yönelik olan sermaye girişlerinin ekonomide hassasiyet yaratıcı niteliklere sahip olduğunu gözlemlemişlerdir.

Aslan, Terzi, Siampan (2014), Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin, döviz kuru ve ekonomik büyüme ile olan ilişkisini araştırmış; kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYİH'ı etkilediğini ancak GSYİH'nın kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklamadığını, ancak kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kuru arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Literatürde yapılan çalışmalar değerlendirildiğinde kısa vadeli sermaye hareketleri ile çeşitli makro büyüklükler arasındaki etkileşimin farklı ülkeler yada ülke grupları için çeşitli analiz yöntemlerinden yararlanılarak tespit edilmeye çalışıldığı görülmektedir. Bu çalışmada ise

Aksaraylı ve Tuncay (2005) tarafından da yararlanılan “Geçiş Olasılıkları Matrisi” yönteminden yararlanılarak ve kısa vadeli sermaye akımlarının geldiği ülkeye dış kaynak ihtiyacının karşılanması açısından olumlu etkiye sahip olduğu kabul edilerek Türkiye için bir optimizasyon modeli oluşturulmaya çalışılmıştır.

3.2 Model ve Bulgular

Çalışmada kısa vadeli sermaye bağımlı değişken olarak ele alınmış; faiz ve enflasyon oranında, kur değişiminde yaşanan değişmelerin fonksiyonu olarak kabul edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye = f (faiz oranı, enflasyon oranı, kur değişimi) (1)

Bu fonksiyon ile faiz oranını arttıran ülkenin sermaye miktarının artacağı, enflasyonun düşük olmasının dış rekabet gücünü koruduğu, döviz kurlarının değişmemesinin sermaye hareketlerini teşvik ettiği kabul edilmiştir.

Tablo 1. Ülkelerin 2014 Yılı İstatistikleri

ÜLKELER	FAİZ ORANI	ENFLASYON ORANI	KUR DEĞİŞİMİ	2014 PORTFÖY SERMAYESİ (milyar Dolar)
ÇİN	5.6	2.00	6.1	51,915.79
ENDONEZYA	12.6	6.39	11865.2	3,259.25
ÇEK CUMHURİYETİ	4.6	0.34	20.8	270.19
MACARİSTAN	4.4	-0.22	232.6	-341.16
RUSYA	11.1	7.81	38.4	-12,922.26
ŞİLİ	8.1	4.40	570.3	2,320.65
MEKSİKA	3.6	4.02	13.3	4,833.44
HİNDİSTAN	10.3	6.35	61.0	12,369.28
GÜNEY AFRİKA CUMHURİYETİ	9.1	6.38	10.9	2,550.56
TÜRKİYE	11.75	8.85	2.2	2,559.00

Kaynak: OECD (1-2), WORLD BANK (1-3)

Tablo 1’de gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye girişlerinin temel kriterleri olan faiz, enflasyon, kur değişimi oranları ve portföy sermayesi, OECD ve Dünya Bankası veri tabanlarından alınmıştır. Değişkenlerin belirlenmesinde sermaye akımlarını etkileme gücünün yüksekliği esas alınmıştır. Analizde 2014 yılına ait veriler kullanılmıştır. Değişkenlerin belirlenmesinde verilere ulaşılabilirlik esas alınmıştır.

Ülkelere ait 2014 yılı portföy sermayesi değeri, pozitif bir değerse sermaye girişini, negatif bir değerse sermaye çıkışını göstermektedir. Bu amaçla karar modeli oluşturulmuş, modelde yatırımcıların ülke tercihinde bulunurken bu üç değişkeni ele aldığı kabul edilmiş; sermaye hareketlerinin açıklanmasında her bir değişkenin eşit derecede belirleyici olduğu varsayılmıştır. Çalışmada, tüm ülkelere giren toplam sermaye miktarının belirleyici faktörlerin birinde, bir kısmında veya tamamında oluşacak değişiklikler karşısında değişiklik göstereceği kabul edilerek bu durumun diğer ülkeler ile birlikte Türkiye’ye nasıl yansıtacağı araştırılmıştır.

Öncelikle, ele alınan ülkelerin faiz, enflasyon ve kur değişimi oranları ile Türkiye'nin ilgili oranları arasındaki ilişkiye dayanan matris elde edilmiştir. Matris; Türkiye ve diğer ülkelerin ilgili değişken değerlerinin farkları alınarak oluşturulmuştur.

Δ_{f_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki faiz oranı farkı

Δ_{e_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki enflasyon oranı farkı

Δ_{k_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki kur değişimi farkıdır ($i=1,2,\dots,9$; Diğer ülkeler).

$$\Delta_{f_i} : (\text{FaizOranı})_i - (\text{FaizOranı})_{\text{Türkiye}} \quad (2)$$

$$\Delta_{e_i} : (\text{EnflasyonOranı})_i - (\text{EnflasyonOranı})_{\text{Türkiye}} \quad (3)$$

$$\Delta_{k_i} : (\text{KurDeğişimi})_i - (\text{KurDeğişimi})_{\text{Türkiye}} \quad (4)$$

5 numaralı eşitlik olan ΔK ; kısa vadeli sermaye girişi için "karşılaştırma matrisi" olarak tanımlanmıştır. Matris; faiz, enflasyon ve kur değişimi farklarından oluşmakta; açık şekli 6 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta K = \begin{bmatrix} \Delta_{f_i} & \Delta_{e_i} & \Delta_{k_i} \end{bmatrix}_{1 \times 3} \quad (5)$$

$$\Delta K = \begin{bmatrix} \Delta_{f_i} & \Delta_{e_i} & \Delta_{k_i} \\ -6.15 & -6.85 & 3.90 \\ 0.85 & -2.46 & 11863 \\ -7.15 & -8.51 & 18.6 \\ -7.35 & -9.07 & 230.4 \\ -0.65 & -1.04 & 36.20 \\ -3.65 & -4.45 & 568.10 \\ -8.15 & -4.83 & 11.10 \\ -1.45 & -2.5 & 58.8 \\ -2.65 & -2.47 & 8.7 \end{bmatrix}_{9 \times 3} \quad (6)$$

No	Ülkeler
1	ÇİN
2	ENDONEZYA
3	ÇEK CUMHURİYETİ
4	MACARİSTAN
5	RUSYA
6	ŞİLİ
7	MEKSİKA
8	HİNDİSTAN
9	GÜNEY AFRİKA

6 numaralı eşitliğin verildiği ΔK matrisinde, Δ_{f_i} değişkenine ait negatif değerler faiz oranının Türkiye'de daha yüksek olduğunu; Türkiye'nin daha avantajlı olduğunu göstermektedir. Δ_{e_i} değişkenine ait negatif değerler enflasyon oranı bakımından Türkiye'nin daha dezavantajlı olduğunu, Δ_{k_i} değişkeni bakımından negatif değerler Türkiye'de ulusal paranın diğer ülkeye nazaran ABD Doları karşısında daha çok değer kazandığını göstermektedir. Bu açıdan Türki-

ye'nin Çin karşısında faiz oranı % 6.15 daha yüksek; enflasyon oranı Çin'den % 6.85 daha yüksek ve ulusal parası ise Çin ulusal parası karşısında % 3,9 oranında değer kaybetmiştir.

Ülkeler arası kısa vadeli sermaye hareketleri için ülkelere ait portföy yatırım miktarı değerlerinin mutlak değeri (milyar dolar) alınmıştır. Çalışmadaki hesaplamalarda P matrisi kullanılmış, bu matris mutlak portföy değerlerini ifade etmektedir. 7 numaralı eşitlik P matrisini ve P matrisi ile ilgili değerleri göstermektedir.

$$P = \begin{bmatrix} \text{Mutlak Portföy} \\ 51.91 \\ 3.26 \\ 0.27 \\ 0.34 \\ 12.92 \\ 2.32 \\ 4.84 \\ 12.37 \\ 2.55 \end{bmatrix}_{9 \times 1} \begin{array}{c} \text{No} \\ 1 \\ 2 \\ 3 \\ 4 \\ 5 \\ 6 \\ 7 \\ 8 \\ 9 \end{array} \begin{array}{c} \text{Ülkeler} \\ \text{ÇİN} \\ \text{ENDONEZYA} \\ \text{ÇEK CUMHURİYETİ} \\ \text{MACARİSTAN} \\ \text{RUSYA} \\ \text{ŞİLİ} \\ \text{MEKSİKA} \\ \text{HİNDİSTAN} \\ \text{GÜNEY AFRİKA} \end{array} \quad (7)$$

Elde edilen değerlerden hareketle Türkiye'nin kısa vadeli sermaye girişi modeli için, Türkiye ve gelişmekte olan diğer ülkeler karşılaştırılmış, elde edilen fark verileri Türkiye'nin diğer ülkelere göre avantajlı olup olmadığı bakımından değerlendirilmiştir. "Karar Matrisi" elde edilmiş ve Türkiye'nin avantajlı olduğu durumlar "1", avantajlı olmadığı durumlar "0" olarak tanımlanmıştır. 8, 9, 10 ve 11 numaralı eşitliklerde kullanılan kavramlar ve kısa vadeli sermaye girişi oluşturulan karar matrisi ile gösterilmiştir.

a_{f_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki faiz üstünlük katsayısı,

a_{ε_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki enflasyon üstünlük katsayısı,

a_{k_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki kur değişimi üstünlük katsayısıdır.

$$a_{f_i} = \begin{cases} 1, & \Delta_{f_i} < 0 \\ 0, & \Delta_{f_i} \geq 0 \end{cases} \text{ ise} \quad (8)$$

$$a_{\varepsilon_i} = \begin{cases} 1, & \Delta_{\varepsilon_i} > 0 \\ 0, & \Delta_{\varepsilon_i} \leq 0 \end{cases} \text{ ise} \quad (9)$$

$$a_{k_i} = \begin{cases} 1, & \Delta_{k_i} < 0 \\ 0, & \Delta_{k_i} \geq 0 \end{cases} \text{ ise} \quad (10)$$

$$A = \begin{bmatrix} a_{f_i} & a_{e_i} & a_{k_i} \\ 1 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \\ 1 & 0 & 0 \end{bmatrix} \begin{array}{cc} \text{No} & \text{Ülkeler} \\ 1 & \text{ÇİN} \\ 2 & \text{ENDONEZYA} \\ 3 & \text{ÇEK CUMHURİYETİ} \\ 4 & \text{MACARİSTAN} \\ 5 & \text{RUSYA} \\ 6 & \text{ŞİLİ} \\ 7 & \text{MEKSİKA} \\ 8 & \text{HİNDİSTAN} \\ 9 & \text{GÜNEY AFRİKA} \end{array} \quad (11)$$

11 numaralı eşitlikte Türkiye faiz oranı kriteri bakımından Endonezya hariç diğer 8 ülkeden avantajlı, ancak enflasyon oranı ve döviz kuru kriterleri bakımından diğer 9 ülke karşısında dezavantajlı görülmektedir.

Kısa vadeli sermaye girişlerini etkilediği kabul edilen üç değişkenin, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde karar verilmesi açısından eşit derecede etkili olan modelde oluşturulan matristen yola çıkarak mevcut sermaye girişini araştırmak için 14 numaralı eşitlikteki C_i matrisi elde edilmiştir. Her bir değişkenin eşit ağırlıklı şekilde kabul edilmesinin nedeni sermaye ithali bakımından hepsinin birbiriyle aynı oranda önemli olmasıdır. Örneğin, faiz oranının yüksek ancak döviz kurunun faiz oranı ile eşit oranda depresyasyonunun geçerli olduğu ekonomide faiz arbitrajı imkânı kalmayacaktır. Benzer şekilde döviz kurunun değişmediği ancak enflasyonun yüksek olduğu ekonomide finansal kırılganlık ve cari açık maksimum seviyeye vararak para krizlerine sebep olabilecektir.

Yatırımcıların diğer ülkelere aktardıkları portföy yatırımlarının Türkiye'ye girişinin sağlanması için ilgili kriter üstünlüklerini dikkate alan karar matrisi temelinde iki kritere göre değerlendirmeler yapılmıştır. Bunlar c_1 ve c_2 olarak 12 ve 13 numaralı eşitlikler ile elde edilmişlerdir.

$$c_1 = \begin{cases} 1 & a_{f_i} = 1 \& a_{e_i} = 1 \& a_{k_i} = 1 \text{ ise} \\ 0 & \text{diğer durumlarda ise} \end{cases} \quad (12)$$

$$c_2 = \frac{a_{f_i} + a_{e_i} + a_{k_i}}{3} \quad (13)$$

c_1 : Ele alınan tüm değişkenlerce diğer ülkelere üstünlük sağlanması durumunda portföy sermayesinin Türkiye'ye girişinin sağlanabileceğine ilişkin kriter.

c_2 : Ele alınan değişkenlerin yatırımcılar üzerinde eşit ağırlıkta olduğu varsayımıyla diğer ülkelere üstünlük sağlanan değişken sayısına bağlı olarak diğer ülkelerden portföy sermayesinin Türkiye'ye girişinin sağlanabileceğine ilişkin kriter.

Kriterlere göre diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarlarını veren hesaplama 14 numaralı eşitlikte verilmiştir.

$$[TP]_{1 \times 1} = [C_i]_{1 \times 9}^T \times [P]_{9 \times 1} \quad (14)$$

Hesaplamalar 15 ve 16 numaralı eşitliklerde verilmiştir. 17 numaralı eşitlikte verilen matrise göre; 15 numaralı eşitlikte de gösterildiği gibi c_1 kriterine göre diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi 0 olarak elde edilmiştir. Benzer şekilde c_2 kriterine göre diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 29.18 milyar \$ olarak elde edilmiştir.

$$[TP_1]_{1 \times 1} = [C_1]_{1 \times 9}^T \times [P]_{9 \times 1} = 0 \quad (15)$$

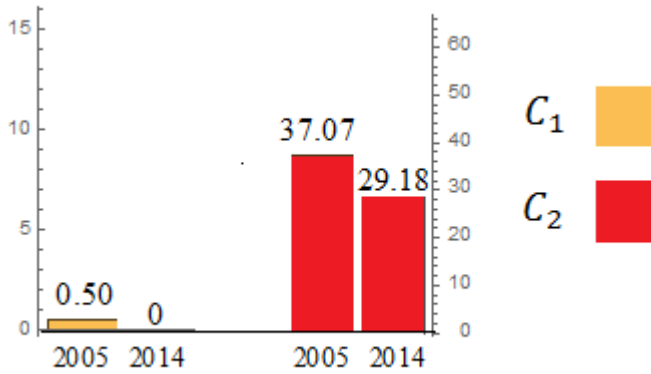
$$[TP_2]_{1 \times 1} = [C_2]_{1 \times 9}^T \times [P]_{9 \times 1} = 29.18 \quad (16)$$

$$C_i = \begin{bmatrix} c_1 & c_2 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \end{bmatrix} \begin{matrix} No \\ 1 \\ 2 \\ 3 \\ 4 \\ 5 \\ 6 \\ 7 \\ 8 \\ 9 \end{matrix} \begin{matrix} \text{Ülkeler} \\ \text{ÇİN} \\ \text{ENDONEZYA} \\ \text{ÇEK CUMHURİYETİ} \\ \text{MACARİSTAN} \\ \text{RUSYA} \\ \text{ŞİLİ} \\ \text{MEKSİKA} \\ \text{HİNDİSTAN} \\ \text{GÜNEY AFRİKA} \end{matrix} \quad (17)$$

Ulaşılan sonuca göre, Meksika, Çin, Macaristan, Rusya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %33'ünü elde edebilecektir. Endonezya ise bütün şartları sağlasa bile portföy sermayesini elde edemeyecektir.

Aksaraylı ve Tuncay (2009) tarafından 2005 yılı verilerine dayalı olarak ve mevcut çalışmada yer alan ülkelerin de aralarında yer aldığı gelişmekte olan 16 ülke için yapılan analiz ile karşılaştırıldığında; Rusya bütün şartları sağladığında daha önce portföy sermayesinin tamamını elde edebiliyorken 2014 yılında %33'ünü elde edebilmektedir. Meksika, Çin, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika 2005 yılında bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %67'sini elde edebiliyorken 2014 yılında %33'sünü elde edebilmektedir. Endonezya bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin tamamını elde edebiliyorken 2014 yılında avantajını tamamen kaybetmiştir. Şili bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %33'ünü elde edebiliyorken 2014 yılında yine %33'ünü elde edebilmekte; avantajını aynı oranda sürdürmektedir.

Türkiye açısından bir karşılaştırma yapıldığında ise, Grafik 1'de görüldüğü gibi C_1 kriterine göre 2005 yılında diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 5 milyar \$ iken, 2014 yılında bu miktar sıfırlanmıştır. C_2 kriterine göre 2005 yılında diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 37 milyar \$ iken, 2014 yılında 29.18 milyar \$'a düşmüştür.



Grafik 1: 2005- 2014 Portföy Sermayesi Değişimi

4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Sermaye hareketlerinin giderek serbestleştirilmesi sonrasında , finansal piyasaların entegrasyonu, teknolojik ilerlemeler ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin giderek kaldırılması ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları önemli bir boyuta ulaşmıştır. Özellikle kalkınma için gerekli olan kaynaklara erişmekte güçlük çeken gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli sermaye önemli bir kaynak işlevi görmektedir. Nitekim çoğu zaman, faiz oranlarını aşırı derecede yükseltip spekülative saldırılara ortam yaratmadan ülkenin kalkınmak için ihtiyaç duyduğu kaynakları kontrollü şekilde ülkeye çekmesi için faiz oranlarının diğer ülkelere göre biraz daha yüksek tutulması ekonomi için çok zararlı görülmemektedir. Öte yandan böyle bir politika enflasyonun önlenmesi amacına da hizmet edebilecektir.

Sermaye hareketleri içerisinde, faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen, spekülative amaçlı, kısa vadeli sermaye

hareketlerinin payı giderek artmış ve bu hareketlerin ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. Son dönemde yapılan çalışmalarda, yabancı sermayenin dünya ekonomisinin gelişiminde önemli paya sahip olması nedeniyle yabancı sermaye akımlarının makroekonomik etkileri en çok analiz edilen konular arasında yer almış; bu tür akımların serbestleştirilmesini savunan yazarlar, gelişmekte olan ülkelerin dış denge açısından ihtiyaç duyduğu döviz girişini sağlama yönü üzerinde dururken; diğer grupta yer alanlar ise dış dengesizliği artırarak finansal kriz riskini artırıcı yönü üzerinde durmuşlardır.

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınma sorununun çözümünde güvenilir bir kaynak olarak doğrudan sermaye yatırımlarının önemi yadsınamaz. Ancak, bu tür yatırımların ülkeye çekilebilmesinde başka faktörlerin de etkili olması nedeniyle gelişmekte olan ekonomiler açısından kısa vadeli sermaye akımlarına bağımlılık artmaktadır. Buradan hareketle çalışmamızda kısa vadeli sermaye hareketlerinin geldiği ülke açısından avantajlı olduğu noktadan yola çıkarak ve geçiş olasılıkları matrisi yöntemi kullanılarak kısa vadeli sermaye hareketlerinde belirleyici olduğu kabul edilen değişken değerlerinin farkları alınarak bir karar matrisi elde edilmiştir. Karar matrisine dayanarak, ithal edilebilecek olası sermaye miktarları araştırılmıştır. Bu analiz sonucunda Türkiye enflasyon oranı ve kur değişimi açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı görülmektedir. Bu görünüm Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini teşvik edecektir.

2014 yılının verileri yardımıyla elde edilen sonucun daha önce Aksaraylı ve Tuncay (2009) tarafından benzer analiz yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen çalışma ile karşılaştırılması ilgili dönemler arasında ortaya çıkan değişimlerin izlenebilmesi imkanını vermiş; buna göre, 2005 yılında elde edilen sonuçlara göre Türkiye'nin enflasyon oranı açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz ve kur değişimi açısından avantajlı olduğu görülmüştür. Ayrıca ele alınan gelişmekte olan ülkeler açısından da farklılıklar saptanmış; buna göre Meksika, Çin, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika ve Endonezya'nın sahip oldukları avantajlarını yitirdikleri, Şili'nin avantajını aynı oranda sürdürdüğü görülmüştür. Ayrıca 2014 yılında diğer ülkelere Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarının 2005 yılına göre azaldığı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak Türkiye'nin Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını çekmeye yönelik politikaları kararlılıkla sürdürmesinin önemi tartışılmaz. Ancak, ekonominin ihtiyaç duyduğu döviz girişinin sürdürülebilmesi ve bu arada finansal kriz riskinin en aza indirilebilmesi açısından Türkiye'de istikrar kazandırılmış bir esnek kur sisteminin uygulanması, mali disiplinin sürdürülmesi ve faizlerin dış dünya ekonomilerinde izlenen politikalar ile uyumlu olarak değiştirilmesinin uygun olacağı düşünülmüştür.

KAYNAKLAR

- Akçoraoğlu, A. (2000). International capital movements, external imbalances and economic growth: the case of Turkey. *Yapı Kredi Economic Review*, 11(2), 21-36.
- Aksaraylı, M., & Tuncay, Ö. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(1), 105-122.
- Akyüz, Y., Held, G., & CEPAL, N. (1993). *Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries*. SRV Impresos.
- Akyüz, Y. (1993). *Financial liberalization: the key issues* (No. 56). UNCTAD.
- Akdiş, M. (2004). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı finansal krizler ve bu krizleri önlemede kullanılabilecek araçlar: Tobin Vergisi. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 6(36), 36-48.
- Akdiş, M. (2002). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler. *Dış Ticaret Dergisi*, 7(26), 1-45.
- Apak, S., Uçak, A., & Uzunoğlu, S. (2006). Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı*.
- Ariyoshi, M. A., Kirilenko, M. A., Ötker, M. I., Laurens, M. B., Kriljenko, M. J. I. C., & Habermeier, M. K. F. (2000). *Capital controls: country experiences with their use and liberalization* (No. 190). International Monetary Fund.
- Aslan, N., Terzi, N., & Siampan, E. (2014). Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuru ile ilişkisi.
- Bailliu, J. N. (2000). *Private capital flows, financial development, and economic growth in developing countries*. Ottawa: Bank of Canada.
- Balkan, E., Biçer, G., & Yeldan, E. (2002). *Patterns of financial capital flows and accumulation in the post-1990 Turkish economy*. mimeo, METU, Ankara.
- Barışık, S., & Açıkgöz, E. (2007). Türkiye’de Uluslar arası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: 1992–2005 Dönemi VAR Analizi. *TİSK Akademi Dergisi*, 2(3).
- Bayar, F. (2008). Küreselleşme kavramı ve küreselleşme sürecinde Türkiye. *Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi*, 32, 25-34.
- Berument, H., & Dincer, N. N. (2004). Do capital flows improve macroeconomic performance in emerging markets?: the Turkish experience. *Emerging Markets Finance and Trade*, 40(4), 20-32.
- Borensztein, M. E., Jeanne, M. O., Mauro, M. P., Zettelmeyer, M. J., & Chamon, M. M. (2005). *Sovereign debt structure for crisis prevention* (No. 237). International Monetary Fund.

- Celasun, O., Denizer, C., & He, D. (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System: The Turkish Case, 1989-97 (Vol. 2141). World Bank Publications.
- Çeviş, İ., & Kadilar, C. (2001). The Analysis of the Short-term Capital Movements by Using the VAR Model: The Case of Turkey. *The Pakistan Development Review*, 187-201.
- Çimenoğlu, A., & Yentürk, N. (2003). Impacts of International Capital Inflows on the Turkish Economy. ERCMETU VI. International Conference in Economics Symposium Proceedings.
- De Grauwe, P. (2000). Controls on capital flows. *Journal of Policy Modeling*, 22(3), 391-405.
- Demirçelik, A., & Bahşayış, T. (1995). Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Dinler, Z. (2005). İktisada Giriş (11 b.). Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.
- Direkçi, T. B., & Kaygusuz, S. (2013). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 5(9).
- Edwards, S. (1999). How effective are controls on capital inflows? An evaluation of Chile's experience. Mimeograph, UCLA, June.
- Eichengreen, B., Tobin, J., & Wyplosz, C. (1995). Two cases for sand in the wheels of international finance. *The Economic Journal*, 105(428), 162-172.
- Ekinci, A. (2011). Sermaye Hareketleri Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği. In *Anadolu International Conference in Economics II*, Eskişehir.
- Emil, M. F., & Vehbi, M. T. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kalkınma: Türkiye Örneği. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(48), 1-23.
- Erataş, F., & Öztekin, D. (2010). Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, II/2.
- Eset, U. (1997). Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi. *İktisat Dergisi*, 75-78.
- Fischer, S. (1999, April). The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons. In Speech delivered at the conference of the Economic Strategy Institute, Washington, DC, www.imf.org/external/np/speeches/1999/042899.htm (Vol. 1).
- Fischer, S. (2003). Globalization and its challenges. *The American economic review*, 93(2), 1-30.
- Foreman-Peck, J., Hallett, A. H., & Ma, Y. (2000). A monthly econometric model of the transmission of the Great Depression between the principal industrial economies. *Economic Modelling*, 17(4), 515-544.
- Glick, R. (1998). Capital flows and exchange rates in the Pacific Basin. FRBSF Economic Letter.

- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *Staff Papers*, 40(1), 108-151.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139.
- Frederic, M. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. *NBER Working Papers*.
- Güriş, B., & Kiran, B. (2007). Reel faiz oranı ve reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketlerine etkileri: Sınır testi yaklaşımı. *İktisat İşletme ve Finans*, 22(255), 85-94.
- İnsel, A., & Sungur, N. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999: IV (No. 2003/8). Discussion Paper, Turkish Economic Association.
- Kar, M., & Kara, M. A. (2003). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *Dış Ticaret Dergisi*, 8(29), 46-80.
- Laws, R., & Outlook, R. E. (1997). Capital flow sustainability and speculative currency attacks. *Finance & Development*.
- Karaca, S. S. (2010). Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kriz Sonrası Görünüm.
- Karahan, Ö., & İpek, E. (2013). Türkiye'ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 21, 237-262.
- Karan, M. B. (2011). Yatırım analizi ve portföy yönetimi. *Gazi Kitabevi*.
- Kaya, Y. T. (1998). Sermaye hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin modellenmesi: Türkiye örneği. *Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları*, 2487, 33-43.
- Keskin, N. (2008). Finansal serbestleşme sürecinde uluslararası sermaye hareketleri ve makroekonomik etkileri: Türkiye örneği (Doktora Tezi, DEÜ Sosyal Bilimleri Enstitüsü).
- Kıran, B. (2007). Türkiye'de reel döviz kuru ile kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri ilişkisi. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22(1), 269-283.
- Kıvılcım, F. (2013). Küreselleşme Kavramı Ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 5(1).
- Machlup, F. (1950). Three concepts of the balance of payments and the so-called dollar shortage. *The Economic Journal*, 60(237), 46-68.
- McLean, B., & Shrestha, S. (2002). International financial liberalisation and economic growth. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.
- Morande, F. G. (1988). Domestic currency appreciation and foreign capital inflows: What comes first?(Chile, 1977-1982). *Journal of International Money and Finance*, 7(4), 447-466.
- OECD (1), <https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm> (erişim tarihi: 11.08.2016)

- OECD (2), <https://data.oecd.org/drf/private-flows.htm> (erişim tarihi: 5.09.2016)
- Örnek, İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *AÜ SBF Dergisi*, 63(2), 199-207.
- Şimşek, A. R. (2007). Kısa vadeli sermaye hareketleri ve Türkiye ekonomisine etkileri.
- TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>, 2011
- Türsoy, T. (2011). Sermaye hesabı liberalizasyonu: teorik bir inceleme. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(2), 217-231.
- Vergil, H., & Karaca, C. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi1/The Effects of International Capital Movements through Developing Countries on Economic Growth: The Panel Data Analysis. *Ege Akademik Bakis*, 10(4), 1207.
- Yeldan, E. (2005). Sıcak para akımları, dış borçlar ve reel kur. Erişim Adresi: www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf [06.07. 2006].
- Yentürk, N. (1997). Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(2), 131-156.
- WORLDBANK (1).(2016)
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FP.CPI.TOTL.ZG&country> adresinden erişildi.
- WORLDBANK (2). (2016) <http://archive.data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND> adresinden erişildi.
- WORLDBANK (3) (2016) <http://data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD> adresinden erişildi.