

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNE
ETKİLERİ; G 20 ÜLKELERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Bingöl ARTAN

DOKTORA TEZİ

Danışman: Prof. Dr. Selim İNANÇLI

ŞUBAT- 2025

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNE
ETKİLERİ; G-20 ÜLKELERİ VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

Bingöl ARTAN

Enstitü Anabilim Dalı: İktisat

**“Bu tez 13/02/2025 tarihinde yüz yüze olarak savunulmuş olup aşağıdaki isimleri bulunan
jüri üyeleri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.”**

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ
Prof. Dr. Selim İNANÇLI	Başarılı
Prof. Dr. Mustafa AKAL	Başarılı
Prof. Dr. Mustafa Cahit UNGAN	Başarılı
Prof. Dr. Ayhan ORHAN	Başarılı
Prof. Dr. Ferhat PEHLİVANOĞLU	Başarılı

ETİK BEYAN FORMU

Enstitünüz tarafından Uygulama Esasları çerçevesinde alınan Benzerlik Raporuna göre yukarıda bilgileri verilen tez çalışmasının benzerlik oranının herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve Etik Kurul Onayı gerektiği takdirde onay belgesini aldığımı beyan ederim.

Etik kurul onay belgesine ihtiyaç var mıdır?

Evet ☐

Hayır ☒

Etik Kurul izni gerektiren araştırmalar aşağıdaki gibidir:

- Anket, mülakat, odak grup çalışması, gözlem, deney, görüşme teknikleri kullanılarak katılımcılardan veri toplanmasını gerektiren nitel ya da nicel yaklaşımlarla yürütülen her türlü araştırmalar,
- İnsan ve hayvanların (materyal/veriler dahil) deneysel ya da diğer bilimsel amaçlarla kullanılması,
- İnsanlar üzerinde yapılan klinik araştırmalar,
- Hayvanlar üzerinde yapılan araştırmalar,
- Kişisel verilerin korunması kanunu gereğince geriye dönük çalışmalar.)

Bingöl ARTAN

13/02/2025

ÖN SÖZ

İktisadi ve teknolojik alanda yaşanan gelişmeler finansal küreselleşmenin hızlanmasına finansal ürün ve hizmetlerin çeşitlenmesine neden olmuştur. İktisadi analizlere dayalı olarak hazırlanmış Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri; G-20 Ülkeleri ve Türkiye Örneği isimli doktora tez çalışmamın her aşamasında bana yardımlarını, samimiyetini, güler yüzünü ve bilgisini hiçbir zaman esirgemeyen danışmanım Sayın hocam, Prof. Dr. Selim İNANÇLI'ya minnettar olduğumu ifade eder teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Akademik gelişim sürecinde, doktora tez çalışmasının hazırlanış aşamasında ekonometrik modellerin kurulması açıklanmasına sağlamış olduğu katkılarından dolayı tanımaktan şeref duyduğum Prof. Dr. Aziz KUTLAR'a, teşekkür ederim.

Yaşamım boyunca benim için her türlü maddi ve manevi fedakârlıktan kaçınmayan canım annem Fatma ALBUDAK'a sonsuz sevgi ve şükranlarımı sunarım. Doktora tezimle ilgili çalışmalarım süresinde her zaman yanımda olan, bana desteğini esirgemeyen değerli arkadaşım Dr. Nur Derya TÜRKSEVEN'e ve her biri birbirinden değerli arkadaşlarıma teşekkürler ederim.

Bingül ARTAN

13/02/2025

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	v
TABLO LİSTESİ.....	vii
ŞEKİL LİSTESİ	viii
GRAFİK LİSTESİ.....	ix
ÖZET	x
ABSTRACT	xi

GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, KAPSAMI, YAPISI, ÖZELLİKLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNE ETKİLERİ	2
1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı.....	2
1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi	4
1.2.1. Küreselleşme Olgusu ve Finansal Serbestleşme	6
1.2.2. Küresel Finansı Oluşturan Faktörler	8
1.2.3. Finansal Serbestleşmenin Kuramsal Temelleri	9
1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yapısı.....	10
1.3.1. Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi ve Sermaye Hareketleri	10
1.3.2. Uluslararası Para Piyasaları.....	15
1.3.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	22
1.3.4. Kredi Temerrüt Takası (CDS).....	23
1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	23
1.4.1. Çekici (Pull) Faktörler.....	24
1.4.2. İtici (Push) Faktörler	26
1.5. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Döviz Kuru Yaklaşımları	26
1.5.1. Geleneksel Cari Hesap Yaklaşımları.....	27
1.5.2. Kurları Açıklamaya Yönelik Modern Varlık Piyasası Yaklaşımları	27
1.5.3. Diğer Modern Yaklaşımlar ve Dinamik Modeller	29
1.6. Fiyat Dalgalanmaları ve Kriz Etkileri	30
1.6.1. Finansal Krizlere Neden Olan Asimetrik Bilgi Sorunları	31

1.6.2. Dış Borç Krizi	33
1.6.3. Bankacılık Krizleri	33
1.6.4. Sistemik Finansal Krizler ve Önlemeye Çalışan Reformlar	35
1.7. Teorik Kriz Modelleri.....	35
1.7.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri	35
1.7.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri	36
1.7.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri	37
1.8. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişme Yolundaki Ülkeler Üzerine Makro Ekonomik Etkileri	38
1.8.1. Tasarruf, Tüketim ve Yatırım Üzerine Etkileri	38
1.8.2. Enflasyon Üzerine Etkileri	39
1.8.3. Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri	40
1.8.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri	40
1.8.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri	41
1.8.6. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri	42
1.8.7. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri	42
1.8.8. İstihdama Etkisi.....	43
1.8.9. Ekonominin Genel Dengesi Üzerine Etkisi	43
1.9. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Risklere Karşı Önlemler.....	44
1.9.1. Uluslararası Sermaye Kontrolleri ve Riskten Korunma.....	44
1.9.2. Ulusal Sermaye Kontrolleri.....	45
2. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN VE G-20 GRUBU ÜLKE EKONOMİLERİ.....	49
2.1. G-20 Ülkeleri Ekonomileri.....	49
2.1.1. G-20 Ülkelerinde GSMH Değişimleri	50
2.1.2. G-20 Ülkeleri'nde Cari Denge	53
2.1.3. G-20 Ülkeleri'nde Enflasyon	55
2.1.4. G-20 Ülkelerinde Reel Faiz.....	57
2.1.5. G-20 Ülkeleri CDS Primleri.....	59
2.1.6. G-20 Ülkeleri Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notları	61
2.2. G-7 Grubu Ülkeleri ve Merkez Bankaları Para Politikaları	62
2.2.1. Avrupa Para Sistemi ve ECB	63

2.2.2. 2008 Küresel Finans Krizi.....	64
2.2.3. Büyük Merkez Bankaları Para Politikaları.....	65
2.3. Büyük Merkez Bankaları Genişleyici Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Ekonomileri Üzerindeki Etkileri	70
2.4. G-20 Ülkeleri İçinde Kırılgan Ülkeler ve Yaşanan Finansal Krizler	75
2.4.1. 1994 Meksika Krizi.....	75
2.4.2. 1998 Güney Doğu Asya Krizi.....	77
2.4.3. 1998 Rusya Krizi.....	79
2.4.4. 1999 Brezilya Krizi	80
2.4.5. 2002 Arjantin Krizi	80
2.5. G-20 Ülkeleri Sermaye Kontrolleri	81
3. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ	83
3.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Krizler.....	83
3.1.1. 1994 Krizi.....	85
3.1.2. 2000-2001 Krizi	86
3.1.3. 2008 Küresel Kriz Etkileri	87
3.1.4. 2018-2022 Krizi	88
3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’de Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkileri.....	89
3.2.1. Yatırım, Tasarruf ve Tüketim Üzerine Etkileri.....	89
3.2.2. Enflasyon Üzerine Etkileri	91
3.2.3. Döviz Kuru ve Faiz Üzerine Etkileri.....	94
3.2.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri	95
3.2.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri	99
3.2.6. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri	99
3.2.7. Kamu Dengesi Üzerine Etkileri	101
3.2.8. İstihdama Etkisi.....	102
3.3. Türkiye’nin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve CDS Primleri	103
3.4. Türkiye’ de KVSH’ni Kontrol Etmeye Yönelik Önlemler	105
3.5. Türkiye'nin G-20 Üyeliği	106

4. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN G-20 ÜLKELERİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN AMPİRİK OLARAK ANALİZİ	107
4.1. Literatür	107
4.2. Metodoloji ve Veri Seti	112
4.2.1. Panel Vektör Otomatik Regresyon Analizi	112
4.2.2. Panel Birim Kök Testi.....	114
4.2.3. Panel Eşbütünleşme Testleri	114
4.2.4. Veri Seti Tanıtımı.....	115
4.3. Yöntem ve Ampirik Uygulama	117
4.3.1. Değişkenlerin Zaman Yolu Grafikleri.....	117
4.3.2. Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri	120
4.3.3. Panel Birim Kök Testleri ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	121
4.3.4. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi.....	123
4.3.5. Eşbütünleşme Testleri ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	125
4.3.6. Etki Tepki Analizi ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	131
4.3.7. Granger Nedensellik/ WALD Testi ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	134
SONUÇ	136
KAYNAKÇA.....	141
ÖZ GEÇMİŞ	155

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AB	: Avrupa Birliği
AFI	: Finansal Tabana Yayılma Birliği
BIS	: Uluslararası Ödemeler Bankası
BİST	: Borsa İstanbul
BOE	: İngiltere Merkez Bankası (Bank Of England)
BOJ	: Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin
BRİCS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika
CDS	: Credit Default Swap, Kredi Temerrüt Takası
DDKT	: Dağıtık Defter-i Kebir Teknolojisi
DDY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması
EMS	: Avrupa Para Sistemi
EURIBOR	: Euro İnterbank Offered Rate
EURO	: Avrupa Para Birimi
FED	: Federal Rezerve, ABD Merkez Bankası
FIBOR	: Frankfurt İnterbank Offered Rate
FSB	: Finansal İstikrar Kurulu
FX	: Foreign Exchange Market (Forex)
G-8	: G-8 Ülkeleri
G-20	: Gelişmiş ve Gelişmekte olan 20 seçilmiş ülke
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülke
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
IFC	: International Finance Corporation
OECD	: Organisation for Economic Co-Operation and Development
SPB	: Sanal Para Birimleri
IMF	: International Monetary Fond,
ISDA	: Uluslararası Swap ve Türevler Birliği
KIBOR	: Karaçi İnterbank Offered Rate

KKM	: Kur Korumalı Mevduat
KVDB	: Kısa Vadeli Dış Borç
KVSH	: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
LIBOR	: London İnterbank Offered Rate
PMI	: Satın Alma Yöneticileri Endeksleri (Purchasing Managers' Indices)
REER	: Reel Döviz Kuru
MOVE	: Bond Market Oynaklık Endeksi (Merrill Lynch Option Volatility Estimate)
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
SIBOR	: Singapur İnterbank Offered Rate
VIX	: Volatility Estimate Index
WB	: World Bank, Dünya Bankası

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Yüksek Piyasa Değerinde Menkul Kıymet Borsaları	20
Tablo 2: G-20 Ülkeleri GSMH (Milyar US\$), 2000-2023 Değişim Oranları	50
Tablo 3: G-20 Ülkeleri 2000 - 2023 Cari Denge Rakamları (Milyar US\$).....	53
Tablo 4: G-20 Ülkeleri 1994- 2023 Cari İşlemler Dengesi / GSMH Oranları	54
Tablo 5: G-20 Ülkeleri 2000 – 2023 Yılları Tüketici Fiyat Enflasyonu	56
Tablo 6: S&P, Moodys, Fitch’ G-20 Ülkeleri Notları (2024 Yılı)	61
Tablo 7: G-7 Ülkeleri GSMH Rakamları (Milyar US\$).....	63
Tablo 8: Güneydoğu Asya Ülkelerinin BOP tanımlı Cari İşlemler Hesabı (%) *	77
Tablo 9: Güneydoğu Asya Ülkelerinin GSMH Büyüme Oranları (%)	78
Tablo 10: 2024 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi Denge Tablosu (Bin.TL).....	102
Tablo 11: Çalışmanın Örneklemine Oluşturan Ülkeler CAB (Milyar US\$).....	115
Tablo 12: Analizde kullanılan değişkenler	116
Tablo 13: Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri Tablosu	120
Tablo 14: Panel Birim Kök Testleri ve Durağanlık Testleri.....	122
Tablo 15: Bai ve Ng’ Yatay Kesit Bağımlılığı Unit Root Testleri (PANİC)	124
Tablo 16: Johansen Panel Cointegration Test	125
Tablo 17: Johansen Eşbütünleşme Analiz Sonuçları 1. Eşbütünleşme Tablosu	126
Tablo 18: KVSH’nin dışlandığı Johansen Eşbütünleşme Tablosu.....	127
Tablo 19: KSVH’nin ve Hükümet Harcamalarının Dışlandığı Eşbütünleşme Tablosu	128
Tablo 20: Vektör Hata Düzeltme Tahmini Tablosu (α ve β Vektör)	129
Tablo 21: Bağımlı Değişken LNGDP’nin Kısa Dönem Tahminleri	131
Tablo 22: VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests.....	134

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki Nedensellik Bağları ...	34
Şekil 2: ABD’deki Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi	65
Şekil 3: FED’in Para Politikaları ve Muhtemel Etkileri	69
Şekil 4: 1994-1995 Meksika Krizinde Olayların Dizilimi.....	76



GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: G 20 Ülkeleri Ağustos 2022 yıllık Enflasyon Oranları	57
Grafik 2: G-20 Grubu Gelişmekte Olan Ülkeler Reel Faiz (2010-2023) (%).....	58
Grafik 3: G-20 grubu, Gelişmekte Olan Ülkeler KVSH (2010-2022).....	59
Grafik 4: G-20 Ülkeleri Tüketici Enflasyonu ve CDS Primleri.....	60
Grafik 5: ABD Merkez Bankası Federal Rezerv 2000 - 2024 Yılları Bilançosu.....	68
Grafik 6: Gelişen Ülkelerde 2008- 2020 yılları arasında Reel Döviz Kuru.....	74
Grafik 7: Türkiye’de Enflasyon Görünümü (1990-2025).....	92
Grafik 8: Türkiye’de Sektörel Enflasyon Beklentileri(Aylık) (%)	93
Grafik 9: Türkiye’nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku 1989-2024 (Milyon US\$.....	95
Grafik 10: TCMB Resmi Rezerv Varlıklar (2000-2024).....	96
Grafik 11: TCMB Cari İşlemler Hesabı (1996-2024, Milyon US\$).....	97
Grafik 12: Cari İşlemler Dengesi / GSYH (Yüzde).....	98
Grafik 13: Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Portföyündeki Hisse Senedi ve Tahvil ...	100
Grafik 14: Türkiye’nin CDS Primleri (2008-2023)	104
Grafik 15: 21.01.2025 tarihli Türkiye’nin CDS Primi	105
Grafik 16: Değişkenlerin Zaman Yolu Grafikleri	117
Grafik 17: Etki Tepki Fonksiyonları	132

ÖZET	
Başlık: Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri; G 20 Ülkeleri ve Türkiye Örneği	
Yazar: Bingül ARTAN	
Danışman: Prof. Dr. Selim İNANÇLI	
Kabul Tarihi: 13/02/2025	Sayfa Sayısı: xi (ön kısım) + 155 (ana kısım)
Kısa vadeli sermaye hareketlerinin günümüzde ulaştığı hacim, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde çok yönlü etkilere sebep olmaktadır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının, uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları, küresel ekonomide artan para arzı ile oluşan fonlar gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye hareketi olarak giderek makroekonomik değişkenleri etkilemektedir. Tasarruf, cari ve bütçe açıklarının finansmanında önemli sorunlar yaşayan gelişmekte olan ülkeler, kısa vadeli sermaye girişleri ile borçlanma dinamiklerini sürdürülebilir kılmaya çalışmaktadır. Aynı zamanda ani sermaye çıkışları ile de mevcut finansman sorunları daha da artarak ekonomik ve finansal krizlere yol açmaktadırlar. Bu çalışmanın; birinci bölümde kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili teorik çerçeve açıklanmış ve değerlendirilmiştir. İkinci bölümde ise çalışmanın örneklemini olan G-20 grubu ülkelerinin makroekonomik göstergeleri tablolarla incelenmiştir. Bu grup içinde gelişmiş olan ülke merkez bankalarının genişletici para politikaları ile küresel ekonomide artan para arzı fonlarını, yine grup içinde cari açık veren, borçluluk oranları yüksek, gelişmekte olan ülke ekonomilerine etkileri incelenmiş, yaşanan krizler kısaca değerlendirilmiştir. Üçüncü bölümde de grup içinde yer alan Türkiye'nin finansal serbestleşme süreci ve yaşanan krizler açıklanmış, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlere etkileri tartışılmıştır. Dördüncü bölümde ise G-20 grubu ülkeleri içinde cari açık veren, borçluluk oranları yüksek gelişmekte olan Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Kore, Meksika ve Türkiye'nin kısa vadeli sermaye hareketleri, kişi başına milli gelir, cari açık, kamu harcamaları, enflasyon ve yatırımların 1990 - 2023 dönemi verileri kullanılarak PVAR ile analiz edilmiştir. Analizde serilerin durağanlığı, yatay kesit bağımlılığı, eş bütünleşme testleri, uzun dönem ve kısa dönem etkileri, etki-tepki analizi, nedensellik testi ile incelenmiş ve sonuçlar değerlendirilmiştir.	
Anahtar Kelimeler: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, G-20 Grubu, FED, Gelişmekte Olan Ülkeler, Cari Açık	

ABSTRACT	
Title of Thesis: The Effects of Short-Term Capital Movements on Developing Country Economies; The Example of G-20 Countries and Türkiye	
Author of Thesis: Bingöl ARTAN	
Supervisor: Prof. Dr. Selim İNANÇLI	
Accepted Date: 13/02/2025	Number of Pages: xi (pre text) + 155 (main body)
The volume of short-term capital movements today causes multifaceted effects on developing country economies. The funds generated by the increasing money supply in the global economy with the traditional and unconventional monetary policies implemented by the central banks of developed countries increasingly affect macroeconomic variables as short-term capital movements to developing countries. Developing countries, which experience significant problems in financing savings, current and budget deficits, are trying to make their borrowing dynamics sustainable with short-term capital inflows. At the same time, with sudden capital outflows, existing financing problems are further increased and lead to economic and financial crises. In the first part of this study, the theoretical framework regarding short-term capital movements is explained and evaluated. In the second part, the macroeconomic indicators of the G-20 group countries, which are the sample of the study, are examined with tables. The effects of the expansionary monetary policies of the central banks of developed countries within this group and the increasing money supply funds in the global economy on the economies of developing countries with high debt rates, which also have current deficits, are examined and the crises experienced are briefly evaluated. In the third section, the financial liberalization process and crises experienced by Turkey, which is in the group, are explained and the effects of short-term capital movements on macroeconomic variables are discussed. In the fourth section, the short-term capital movements, per capita national income, current deficit, public expenditures, inflation and investments of Argentina, Brazil, India, Indonesia, South Korea, Mexico and Turkey, which are developing countries with high debt rates and current deficits among the G-20 group countries, are analyzed with PVAR using the data for the period 1990 - 2023. In the analysis, the stationarity of the series, cross-sectional dependency, cointegration tests, long-term and short-term effects, impulse-response analysis and causality test are examined and the results are evaluated.	
Keywords: Short-Term Capital Movements, G-20, FED, Current Account Deficit, Investment	

GİRİŞ

Araştırmanın Konusu

Gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları, borçlu yapıları ve kaynak ihtiyacı sebebi ile 1990'lı yıllardan itibaren yüksek miktarda kısa vadeli sermaye akımlarının hız ve oynaklıklarının sebep olduğu finansal krizler dünya ekonomisini olumsuz etkilemiştir. Finansal krizlerin önlenmesi, küresel ekonomide istikrar sağlanabilmesi için sermaye akımlarını çeken gelişmekte olan bu ülkeler ile G-7 ülkeleri 1999 yılında G-20 grubunu oluşturmuştur. G-20 grubu içinde gelişmiş ülke merkez bankaları, FED'in para politikaları, dünya ekonomisinde artan para arzı ile oluşan fonların Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika ve Türkiye ekonomisinde büyüme oranları, kamu harcamaları, cari denge, enflasyon ve yatırımlara etkisi bu araştırmanın konusunu oluşturmaktadır.

Araştırmanın Amacı

G-20 grubu içindeki gelişmekte olan cari açık veren borçluluk oranları yüksek bu ülkelere gelen kısa vadeli sermaye akımlarının uzun ve kısa dönemde makroekonomik etkilerini ampirik olarak ölçmek ve değerlendirmektir.

Araştırmanın Önemi

Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin sürdürülebilir cari dengeye ulaşabilmeleri amacı ile üretimin, ihracatın desteklenmesi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumlu etkiler yaratabilmesi için gerek ulusal gerekse uluslararası politika yapıcılar tarafından uygulanacak para ve maliye politikaları ile gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarına ışık tutabilmektir.

Araştırmanın Yöntemi

G-20 ülkeleri içinde cari açıkları ve borçluluk oranları yüksek Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika ve Türkiye'nin 1990- 2023 dönemi verileri, PVAR analiz yöntemi ile serilerin durağanlığı, yatay kesit bağımlılığı, eş bütünleşme testleri, uzun dönem ve kısa dönem etkileri, etki-tepki analizi, nedensellik testleri incelenerek bulgular değerlendirilmiştir.

1. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI, KAPSAMI, YAPISI, ÖZELLİKLERİ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ ÜZERİNE ETKİLERİ

1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı

Faiz farkı ve arbitraj olanaklarından yararlanmak amacı ile ülkeler arasında hareket eden, sıcak para olarak tabir edilen geriye dönüş riski yüksek finansal hareketler, bankaların yurtdışından sağladıkları kısa vadeli krediler, kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH) olarak tanımlanmaktadır. Bankalar aracılığı ile gerçekleştirilen bu hareketler bir kalem olarak ödemeler bilançosunda yer almaktadır. Bazı çalışmalarda ödemeler bilançosunda bulunan Net Hata Noksan kalemindeki hareketleri de kısa vadeli sermaye hareketlerinin tanımı içinde yer almaktadır.

Alp, (2000), göre kısa vadeli sermaye hareketleri, finansman bonosu ve benzeri kısa vadeli borçlanma araçları, banka mevduatları, kısa vadeli banka kredileri ile diğer kısa vadeli borç ve alacaklardan oluşmaktadır.

Selimata, (2003), çalışmasında kısa vadeli sermayenin ödemeler dengesi açısından 1 yıldan az olan her türlü sermaye girişi olduğunu, ihracat ve ithalat işlemleri için finansman olarak firmalara verilen veya alınan vadesi 1 yıldan az olan ticari kredilerin kısa vadeli sermaye olarak işlem gördüğünü vurgulamıştır.

De Rivero, (2003), 1990'lı yıllardan beri yatırımcıların teknolojik ilerlemelerden dolayı neredeyse birlikte hareket ederek yüksek karlar peşinde koştuklarını, bu yatırımcıların azalan kar ile ilgili en az duyumlarda bile panik yaparak yatırımlarını hızla dövize çevirerek ülkelerine döndüklerini bu yatırımcıların kazançlarının girip çıktıkları ekonominin zarar görmesine sebep olduğunu bu yönüyle bu yatırımların spekülatif yatırımlar olarak adlandırıldığını ifade etmektedir.

Uzunoğlu, (1995), IMF gibi kuruluşların, ülkelerin Net Hata Noksan kalemlerini izlediğini, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabından hariç ülke ekonomisi içerisine giren ve çıkan sıcak para ile ilgili fikir sahibi olabildiklerine değinmiştir. Bu görüşte olanların yüksek faiz ve milli paranın değer kaybetmesinin yavaşlaması ile ülkeye gelen sıcak paranın ödemeler bilançosunun sermaye hesabında değil de “Net Hata Noksan” kaleminde izlenerek görülebileceğini açıklamaktadır.

Uzun vadeli sermaye yatırımcısı gittiği ülkede kalıcı yatırım yapmakta, fabrika, işyeri, şube ve ilgili kuruluş yatırımları ile uzun vadede kazanç sağlamayı amaçlamaktadır. Yatırım yaptığı ülke ekonomisinde istihdam sağlar, üretim artışı ile kar ederek büyümeye katkı yaratır. Oysa KVSH, bankalar tarafından uluslararası finansal sistemden ticareti finanse etmek amacıyla, sendikasyon kredileri yoluyla, kurumlaşmış reel sektör firmalarını işletme sermayesi ihtiyacı olarak yurtdışından sağladıkları krediler yoluyla, finansal getirisinin, faizin yüksek olması cazibesi ile portföy yatırımı olarak tahvil ve hisse senedi alımı ile ve bankalara yatırılan mevduat şeklinde gelmektedir. Kısa vadede geldiği ülke ekonomisinin tasarruf eksikliği, cari açığını kapatmaya yardımcı olur. Kısa vadeli sermaye, Gelişmekte Olan Ülkelerde (GOÜ) gerek dışsal gerekse içsel istikrarsızlıklar olduğu dönemlerde, özellikle yüksek faiz, düşük kur sebebiyle ithalatı, tüketimi, enflasyonu artırma riski de taşımaktadır. Kısa vadeli sermayenin spekülasyon yönü, geri dönüş kabiliyetinin yüksekliği ve oynaklık (volatilité) yaratması yönünden, ülke ekonomileri üzerinde olumsuz etkileri ile de uzun vadeli sermaye hareketlerinden ayrılmaktadır.

Sendikasyon kredileri, esnek sözleşmeler ile sermaye piyasası kaynaklarına kıyasla daha az prosedür içeren, daha hızlı ve kolay ulaşılabilen uluslararası kaynak türüdür. Bankalar tarafından kısa ve orta vadeli olarak yurtdışından sağlanan sendikasyon kredilerinin yurtiçinde kısa ve orta vadede üretimi ve ticaretin işletme sermayesini de fonlaması açısından kısa vadeli yabancı kaynak olarak değerlendirilebilmektedir. Sendikasyon kredileri organizasyonu ve düzenli bir yapı içerisinde bir araya gelen bankalar; yurtdışından sağladıkları krediler ile kredi maliyetlerini düşürme, riski paylaşma, etkin portföy yönetimi, yeni iş ilişkileri kurma, sermaye yeterliliği ile ilgili kanuni yükümlülüklerini yerine getirebilme gibi tek başlarına verilen kredilerden elde edemeyecekleri fırsatlardan, avantajlardan yararlanmaktadırlar. Bankalar bu kredileri finansman ihtiyacı içerisinde olan işletmelere plase ederek düşük kredi maliyetleri ile üretim ve işletme kredisi avantajı sunmaktadırlar.

Yüksek kar marjı cazibesi ile sermaye hareketleri gelişmiş ülke ekonomilerinden gelişen ülke ekonomilerine doğru akmaktadır. Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) yatırımlarını gerçekleştirebilmek için tasarruf yetersizliği içinde yabancı tasarruflara ihtiyaç duymaktadırlar. Yapısal sorunları nedeni ile uzun vadeli sermaye hareketlerini ülkelerine çekmekte zorlanan gelişmekte olan ülkeler, borçlu yapıları, cari açık, bütçe açığı, kamu

ve özel sektörün kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için döviz ihtiyacı sebebi ile kısa vadeli sermaye hareketlerine ihtiyaç duyarlar. 1990 yıllarında yükselen piyasa ekonomilerine yönelik net özel sermaye akımlarının yarısı portföy yatırımı olarak gerçekleşmiştir. 2000 li yıllarda teknolojinin gelişmesiyle birlikte yatırım enstrümanları ve sistemlerinin gelişmesi ve hedge fonlar ve türev ürünlerinin artışı ile sermaye akımlarının gelişen ve gelişmiş ülkeler arasında portföy yatırımı ve kısa vadeli sermaye hareketi olarak aktığı gözlemlenmiştir.

Kısa vadeli spekülasyon fonlar, ülkeye döviz olarak girmekte ve ülkenin döviz arzını artırarak ülke parasının değerlendirilmesine neden olmaktadır. Bu fonlar döviz tevdiat hesapları, hazine bonosu, bankaların repo işlemleri, ikinci el tahvil piyasası, hisse senedi piyasalarında, bankaların, yetkili finansal kuruluşların oluşturdukları fon hesaplarında değerlendirilmekte, kısa vadeli olarak girdiği ülkeden yatırımcıları tarafından dövizde çevrilip geldiği ülkeye veya daha karlı bulunduğu bir ülkeye gitme eğiliminde olmaktadır.

1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi

Petrol İhraç Eden Arap Ülkeleri Birliği (OPEC), 15 Ekim 1973 tarihinde İsrail ordusuna ABD'nin destek vermesine mukabil petrol ambargosu ilan etmiştir. OPEC, petrol fiyatlarını yükselterek üye ülkelerin döviz kaynaklarını artırmaya yönelik kararlar almıştır. Petrol ihraç eden ülkelerin Petro Dolarlarını bankalarında değerlendiren gelişmiş ülkeler önemli miktarlarda dış fazla vermişlerdir. Ancak bu durumdan olumsuz etkilenen petrol ithal eden az gelişmiş ve gelişen ülkeler olmuştur ve dış açıkları artmıştır. Bu dönemde döviz arzı ve talebinde dengesizlikler ortaya çıkmış ve dünya ekonomisinde borçluluk sorunu başlamıştır. Döviz ihtiyacı içinde olan gelişmekte olan ülkeler, uzun vadeli olduğu kadar, dış açıklarını karşılamak ve borçlarını ödeyebilmek için kısa vadeli finansmana ihtiyaç duymuşlardır. İletişim ve bilgi teknolojilerinin gelişiminde ilerlemeler sonucunda finansal piyasalar arasında uluslararası düzeyde de etkileşim ile artan işlem hacmi ve güçlenen piyasaların yeni finansal ürünler ile derinleşmesi, finansal serbestleşmeyi hızlandırmış, Parasal fonların dünya finans piyasalarında hareket kabiliyeti artmıştır. Gelişmekte olan ülkelere 1980 li yılların sonunda resmi kredilerde ve dış yardımlarda azalma olmasına rağmen, özel sektör yatırımlarında artış gözlemlenmiştir. 1987 yılının sonlarına doğru ABD'de yüksek miktarlarda spekülasyon sebebi ile New York Borsa'sının çöküşünü 1990 yılında Tokyo Borsa'sı ve diğer gelişmiş

ülke piyasaları izlemiştir. Ancak gelişmekte olan ülke piyasalarında bu dönemde finansal çöküş yaşanmamıştır. Bu durum, gelişmiş ülke piyasaları ile gelişen ülke piyasalarının birbiri ile bağlantılı olmadığını göstermekte, ancak gelişmiş ülke yatırımcıları için portföylerini çeşitlendirmek, gelişmekte olan ülke finansal piyasalarına yatırım yapmak cazip hale gelmiştir.

Sermaye fazlası veren ülkelerin borç verme isteği, sermaye açığı olan gelişen ülkelerin dış tasarruf ihtiyacı, uluslararası finans piyasaları ile sermaye piyasalarının gelişiminde önemli payı bulunmaktadır. Döviz açığı ve döviz borcu olan ülkeler için yurtdışı tasarruflardan faydalanmak, borç bulmak, yabancı sermaye bulabilmek zordur. Cari fazla veren ve fazla sermayeye sahip olan ülkeler için de para arzı fazlalığına bağlı dengesizlikleri ve ulusal paralarının değer kaybını önlemek için bu fon ve sermaye ihraç etmek de önemli bir ihtiyaçtır. Üstelik yabancı sermayeye ihtiyacı olan ülkelerde, üretimin, istihdamın, satın alma gücünün zayıflaması dünya ticaretini olumsuz yönde etkilemiştir. Gelişmekte olan ülkelerin cari açıkları, yetersiz üretimleri sebebi ile dışa bağımlı ekonomik yapıları ve aşırı talep baskısı ile dış ticaret açığında artışlar, yeniden borçlanmalarının nedenini oluşturmuştur. Mevcut borçların sürdürülmesi amacı ile alınan yeniden borçlanmalar ve faiz giderleri 2000’li yıllarda yaşanan uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedenleri arasında yer almış, süregelen cari açık sorununu çözmemiş gelişen ülkelerde yüksek faiz, düşük kur politikaları ile kısa vadeli spekülasyon sermayeye mecbur kalan ülkeler finansal krizlere maruz kalmışlardır. 2025 yılına gelindiğinde faizlerin, finansman maliyetlerinin yüksek olması sebebi ile gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarına odaklanmaları zorunluluk haline gelmiştir.

Kurumsal ve bireysel yatırımcılar, yüksek getiri sağlayabilmek amacı ile kısa vadede tahvil, bono, hisse senedi vb. yatırım araçlarını alıp satarak küresel finansal piyasalarda işlem yapmaktadırlar. Likiditesi yüksek finansal varlıklar, her büyüklükteki yatırımcıya, ileri teknolojiye sahip organize olmuş piyasalarda ileri teknoloji ürünleri ile kısa vadede alınıp satılmaktadır. Bugün Japonya’da yaşayan bir ev hanımı, mobil telefon aracılığı ile (trade online) Türkiye’deki yatırım araçlarını satın alabilmektedir. Almanya’da yaşayan bir Türk vatandaşı mobil telefonundan e-bankacılık hizmeti aracılığı ile Türk Euro Bond’u alabilmektedir. Bu fonların her an satılabilmesi ve konvertibl dövizle çevrilerek ülkeyi terk etmesi anlık işlemlerdir. Ülke ekonomilerini olumlu etkileyebilecek bu hizmetler iyi kullanılmaz ise gerek yurtiçi gerekse yurt dışında oluşabilecek ekonomik

ve siyasi istikrarsızlık, kısa vadeli sermayenin ülkeyi terk etmesine yola açabilmektedir. 1998 yılında uzak doğuda, 1999 yılında Rusya’da 2001 yılında Türkiye’de yaşanan kriz, finansal sistemden sıcak paranın kaçışını hızlandırmış, finansal sektörde başlayıp reel sektörü de olumsuz şekilde etkilemiştir.

2008 yılında ABD ekonomisi ve gelişmiş ülke ekonomileri başta olmak üzere, küresel ekonomiyi etkisi altına alan 2008 küresel finansal krizi, birinci dünya savaşında sonra yaşanan hacim ve derinlik açısından dünya ekonomisini en fazla etkileyen kriz olarak nitelendirilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası Federal Rezerve Bank (FED), QE1, QE2 niceliksel genişleme programları ile 2008 yılından 2013 yılına kadar yaklaşık 3,5 trilyon US\$ parasal genişleme yapmıştır. Bu kaynak, gelişmekte olan ülke ekonomilerine de kısa vadeli sermaye hareketi olarak akmıştır. Banka kredileri, sendikasyon kredileri ile kredi hacmini genişletmiş, gerek kamu gerekse özel sektör tahvilleri ve hisse senetleri ve diğer varlık alımlarını finanse etmiştir. 2008 krizinden etkilenen Avrupa Birliği ekonomisinde Avrupa Merkez Bankası (ECB), İngiltere Merkez Bankası (BOE) genişleyici para politikaları uygulamıştır. Düşük faiz ortamı ve genişleyici para politikaları uygulamaları ile gelişmiş ülke ekonomilerinde canlılık yaratması hedefine hizmet eden bu kaynaklar gelişmekte olan ülke ekonomilerine kısa vadeli sermaye hareketi olarak yeni finansman kaynakları yaratmıştır.

1.2.1. Küreselleşme Olgusu ve Finansal Serbestleşme

Küreselleşme, 2. Dünya savaşı sonrası, özellikle 1970’li yıllarda, toplumsal birikimlerin bir sonucu olarak yükselen bilimsel teknolojik, kültürel, ideolojik, politik, ekonomik boyutları ile birbirlerini etkileyen görece bir süreçtir.

Taylor, Sarno (1997) Küreselleşme sürecinin, kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılmasının (deregülasyonların), yeniliklerin (innovasyonların), sermaye ve para piyasalarında tam rekabet koşullarını, etkinliğini, oynaklığını belirleyen unsurlar olduğunu, bu unsurların belirleyiciliği kadar kısa vadeli sermaye hareketlerini de etkileyeceğini vurgulamıştır.

Acar (2009)’a göre küreselleşme; daha çok dünyanın zenginleri ile yoksulları arasında büyüyen gelir eşitsizliği, ulus devletler karşısında çok uluslu şirketlerin büyüyen gücü, kapitalizmin eski komünist ülkelere doğru yayılması, liberalizasyon ve serbest ticaret politikaları ile eş anlamlı olarak kullanılmakta olduğuna değinmiştir. OECD’nin küreselleşmeyi, endüstriyel faaliyetler ve hizmetlerin (araştırma geliştirme, girdi temini,

Üretim ve dağılımının) coğrafi olarak geniş alana yayılması, şirketlerin ortak girişimler kurarak varlıklarını paylaşarak sınır ötesi ağlar kurması, olarak tanımladığını, vurgulamıştır. Küreselleşmeyi teşvik eden dürtüler arasında; düşük işgücü maliyetleri ve dış ülkelerdeki öteki avantajlı faktör donanımlarından yararlanmak ile ticaretin önünde hala ayakta kalmış olan tarife ve tarife dışı engelleri kenarlarından dolaşmak suretiyle atlamak olduğunu belirtmiştir.

Yeldan, (2002), kapitalizmin “neoliberal” politikalar ile yeni atılımlar yaptığını, emeğin hakkına karşılık sermayenin de hakkını koruduğunu, azgelişmiş ülkeler için daha da zor bir sürece girildiğini, bu çerçevede piyasa olgusu karşısında kolektif yapıların çözülmesinin küreselleşmenin ayırt edici özelliklerinden birisi olduğunu vurgulamıştır.

Soros, (2003), küreselleşmenin sermayenin serbest dolaşımına ve ulusal ekonominin giderek küresel finans piyasalar ve çokuluslu şirketler tarafından güdülenmesi olgusuna işaret etmekte olduğunu belirtmiştir.

Seyidoğlu, (2003), genel bir ifade ile finansal serbestleşmenin, sermayenin verimliliği düşük olduğu bölgelerden yüksek olduğu bölgelere doğru akarak sermayenin verimliliğinin artmasını sağlayacağını vurgulamıştır. Böylelikle piyasa koşullarında gerçekleşen kaynak tahsisi kaynakların dağılımlıda etkinlik sağlayarak dünya üretim ve refahına katkı yaratacaktır.

Kazgan, (2005) Ekonomik serbestleşmenin piyasada fiyat ve miktar sınırlamalarının kaldırılması olarak tanımlanabileceğini, ticaretin serbestleşmesinin emtia piyasalarında serbest piyasa koşullarında reel döviz kuru politikası baz alınarak ihracat ve ithalatın serbestleşmesi olduğunu, finansal serbestleşmenin finans piyasalarının üzerinden sınırlama ve kontrolün kaldırılması, yolu ile sermaye üzerinde serbest piyasa koşullarının sağlanması, ülke ekonomilerinin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak tanımlamıştır.

Eğilmez (2009), kapitalist yaşam tarzı, serbest piyasa ekonomisinin, dış ticarete serbestliğin, tüketicinin, tüketimin önceliği dünya boyutunda yaygınlaşması olduğunda, emeğin kreselleşmediği ortamın kuşkusuz kapitalizmin en yüksek aşaması olduğunu kabul etmek gerektiğini vurgulamıştır. Dünya ticareti hacmi ile dünya finans sistemi borçluluk oranları hacmi arasının dengesiz bir şekilde misli oranda açıldığını, küresel kapitalist finansal sistem kaynakların finansal alana çekilmesinde çok ileri bir adım attığını, bunun aynı zamanda kriz tohumlarını atan bir mekanizma olduğunu belirtmiştir,

1.2.2. Küresel Finansı Oluşturan Faktörler

1970'lerden itibaren mal ve hizmet fiyatları ile birlikte varlık piyasalarında değişkenler artmıştır. Elektronik iletişim ile birlikte finansal enformasyon, yeni finansal araçlar, finansal piyasalarda işlem hacmini artırmıştır. Ayrıca, İkinci Dünya Savaşı sonrasında, parasal işbirliğini öngören IMF çalışmaları ile uluslararası para sistemine dâhil ülke paraları konvertibiliteye sahip olmuştur.

Uluslararası Yerleşim Bankası ve AB girişimleriyle finansal piyasaların düzenlenmesi için bir kurum oluşturulmuştur. 1973 yılında ABD dolarının devalüasyonu sonucunda kurların dalgalanmaya bırakılması ile dalgalı döviz kurları uygulanmaya başlanmış, lider konumunda gelişmiş ülkeler, finansal piyasalarını çeşitli kontrollerden ve sınırlandırmalardan arındırmışlar, Dünya bankası ve uluslararası bankaların konsorsiyum oluşturup finansman yaratarak, sermaye yatırımı gerektiren projeleri desteklemişlerdir. 1980'li yıllarda iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ile bankacılık sektöründe maliyet düşüşleri olmuştur.

Bankacılık sektöründe yeni gelişmeler yaşanmış, türev ürünler dâhil olmak üzere ileri teknoloji ürünleri, bilgisayarlar, yeni ürün ve hizmetler ile karlar artmıştır. Bankaların karlılıkları, teknolojik gelişimleri, finansal ürünlerin çeşitliliği ile de finansal küreselleşmeye katkıları önemli olmuştur.

Serbest Piyasa Ekonomisi içinde finansal piyasaların da serbestleşmesi sonucunda, finansal kuruluşlar arasında rekabet hızlanmıştır. Böylece bankaların, finansal kuruluşların sunduğu ürün ve hizmetler hem nicelik hem de nitelik yönünden artış göstermiştir.

Ekonomik büyümede artışlar, tasarruflarda, reel faiz oranlarında ve uzun dönemli finansal varlık alımlarında artan hacmiyle boğa piyasaları oluşmuştur. Finansal piyasalarda düzenlemeler ve liberalizasyon yolu ile karşılaştırmalı üstünlük sağlamak için ulusal finansal sistemin modernizasyonu teşvik edilmiş, finans piyasalarının uluslararası rekabete açılmaları, enformasyon teknolojilerinde gelişme ile birlikte uluslararası finansal işlemlerde zaman ve mekân yaklaşması sağlanmıştır.

Future, Opsiyon, Swap gibi finansal araçların çeşitliliğinde hızlı artışlar, riskten korunma, Hedging imkânlarının sağlanması sonucunda riskli ve büyük finansal yatırımlar, teşvik edilerek yapılabilir düzeye gelmiştir. Ticari işlemler üzerinden serbestlik teşvik edilmiş, kontrol ve sınırlandırmalar kalkmıştır. Sigorta şirketlerinin fonları, kurumlaşmış yatırım

ortaklıkları, yatırım fonları, emekli sandıkları gibi kaynak toplayan kurumsal yatırımcıların finansal piyasalardaki rolleri artmış, uluslararası piyasalarda kurumsal yatırımcılar faaliyetlerini artırarak küresel finansın oluşumuna katkıda bulunmuşlardır. Son yıllarda bireysel yatırımcılar da finansal kurumlar aracılığı ile kolaylıkla uluslararası finans piyasalarından varlık alıp satabilmektedirler.

Küresel finansı oluşturan faktörler ise; finans piyasalarını ayıran sınırların olmaması, finans piyasalarının konvertibiliteye açık olması, dalgalı kur rejimi ile uluslararası sermaye akımlarında işlem hacimlerinin artması ve hız kazanması, faiz oranları üzerinde kontrollerin kaldırılması veya sınırlandırılması, bankacılık sektörü üzerinden denetim ve kısıtlamaların kaldırılması veya azaltılması, finansal sektördeki kuruluşların özellikle bankaların Basel Kriterleri ile uluslararası kurallara uygun standartlarda hizmet vermesi, yeni finansal araçların finans piyasalarında kullanımının artması, en büyük sermayeden en küçük yatırıma kadar ulaşılabilir altyapının gerçekleştirilmesi olarak açıklanabilir.

1.2.3. Finansal Serbestleşmenin Kuramsal Temelleri

Neo Keynesyen ler GOÜ'lerde önemli ölçüde finansal istikrarsızlık yaşandığını, bu nedenle finansal serbestleşmenin tasarruf ve yatırımları her zaman artırarak büyümeyi hızlandıracağı ve enflasyonu düşüreceği fikrine karşı olarak, yatırımların finansmanında gerekli kaynakların bulunmasının yeterli olmadığı dönemlerde etki eden bir fonlamanın yapılmasının gerekli olduğunu savunmaktadırlar. Atıl olan fonların artması halinde büyümenin yavaşlayacağını, GOÜ'lerin finansal piyasalarında mali baskıların olabileceğini, finansal piyasalarda istikrarın sağlanabilmesi için devletin kurumsal ve yasal düzenlemeleri yapması gerektiğini, piyasalara müdahale etmesinin zorunlu olduğunu öne sürmektedirler.

Kinnon ve Shaw (1973) GOÜ'lerde faiz oranlarını serbest piyasa unsurları dışında belirleyen politikaların terk edilmesi gerektiğini, hükümet müdahaleleri ile belirlenmekte olan kredi tahsis ve faiz oranlarının ekonomide kaynak dağılımını olumsuz olarak etkilediğini vurgulamıştır. Para ve kredi piyasalarına müdahale olmaması sonucunda pozitif reel faiz oluşacağını, faiz oranlarının yükselmesi ile banka mevduatları çekici duruma gelerek tasarruf ve yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi hızlanacağını savunmuşlardır.

Artan tasarruflar, tüketimi azaltıcı etki yapacak, enflasyonist baskılar ortadan kalkacak, faiz oranlarının yükselmesi ile üretken olmayan yatırımlar zarar ederek, yükselen reel faiz ile artan tasarruflar karlı yatırımlara yönelerek, kaynak dağılımı etkin ve verimliliği arttıracaktır.

1970’li ve 1980 li yıllarda finansal serbestleşme politika uygulamalarının devamında birçok krizin yaşanması ile Mc Kinnon ve Shaw yaklaşımının görüşlerine yönelik duyulan kuşku sonucunda finansal baskının ölçülü düzenleme ve denetlenme politikaları ile Keynesyen içerikli uygulanması Yeni Yapısalcılar tarafından savunulmuştur.

2008 Küresel Finans Krizi, piyasa koşullarında oluşan faiz oranlarının bazen istikrarsızlığa yol açacağı, finansal serbestleşmenin finansal baskı politikaları ile yürütülmesinin zorunlu bir süreç olduğunu göstermiştir. Faiz oranlarında artış Neo klasik teoriye göre tasarrufları ve yatırımları artırarak büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği ileri sürülmektedir.

Fakat Yeni Yapısalcılar, faizde artışın enflasyon artışını yaratarak yatırımları düşüreceğini, stagflasyon krizine yol açabileceğini öngörmüşlerdir. Ödemeler bilançosu açıkları döviz kuru artışlarına karşı faiz oranlarının bir tek savunma aracı olarak görülemeyeceğini, döviz kurunun arttığı zaman faiz oranlarını artırıcı politikalar geliştirmek uzun vadede istikrar ve gelişim açısından çok önemli sorunlar yaratabileceğini savunmuşlardır. Yeni yapısalcılar da bu sorunlara dikkat çekmektedirler.

1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yapısı

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yapısı, Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi ve Sermaye Hesabı kalemleri dikkate alınarak, Ulusal ve Uluslararası Para ve Sermaye Piyasaları, Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Kredi Temerrüt Takası (CDS) çerçevesinde açıklanmıştır.

1.3.1. Merkez Bankası, Ödemeler Dengesi ve Sermaye Hareketleri

Ödemeler Dengesi, bir akım tablosu olarak ekonomide dış faaliyetler sonucun meydana gelen, belirli bir dönem içerisinde gerçekleşen, ülke içinde yerleşikler ve yerleşik olmayanlar arasında mal, hizmet ve gelir akışlarını gösteren sistematik bir tablo, bilanço kayıdır.

Ödemeler bilançosu; Cari Hesap, Sermaye Hesabı, Resmi Rezerv Hareketleri Hesabı, Net Hata Noksan Hesabı olarak dört ana kalemden oluşmaktadır. Ödemeler Bilançosu ana kalemleri ve tali istatistiki hesapları aşağıda kısaca açıklanmıştır.

1.3.1.1. Cari İşlemler Hesabı

Cari işlemler hesabı, Ödemeler Dengesi hesapları içinde yer alan mal ve hizmet ticareti ile birincil ve ikincil gelir hesaplarını kapsayan ana hesaptır. Bir ülkede mal, hizmet ve faktör ihracatı ile elde ettiği döviz gelirleri, mal ve hizmet ithalatı karşılığında ödediği dövizler cari işlemler hesabına kaydedilmektedir. Ayrıca yatırımların gelir ve giderleri ile karşılıksız olarak ülkeye giren ve çıkan mal, hizmet, faktör ve dövizlerin kaydedildiği hesaptır.

1.3.1.2. Sermaye Hesabı

Ödemeler dengesi bilançosunda kamu kurumları ve özel kuruluşlarca gerçekleştirilen kısa ve uzun vadeli sermaye akımlarının izlendiği ana hesaptır.

Vadelerine göre; vadesi bir yıldan uzun olan sermaye akımları Uzun Vadeli Sermaye İşlemleri, vadesi bir yıla kadar olan sermaye akımları Kısa Vadeli Sermaye İşlemleri olarak adlandırılmaktadır.

Uzun vadeli işlemlerde, Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY), Yabancı Tahvil ve Hisse Senedi gibi Menkul Kıymetlerin alım- satımı da Portföy Yatırımı yer almaktadır.

Kısa Vadeli Sermaye İşlemleri ise; hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri, muhabirlerdeki açıklar gibi özel nitelikli ve yüksek faiz oranlarından ve döviz kurundaki değişimlerden faydalanmaya yönelik sermaye akımlarını oluşturmaktadır.

Seyidoğlu (2013) göre, bir ülkede yerleşik olmayanların bu ülkede sermaye varlıklarında oluşan artış sermaye girişi, bu ülkede yerleşik olanların yabancı ülkedeki sermaye varlıklarında artışlar sermaye çıkışı olarak kaydedilmektedir.

Ödemeler dengesine Sermaye hareketleri kaydı yapılırken, yabancı bir ülkeden gelen sermaye (+), ülkeden yabancı ülkeye sermaye çıkışı (-) olarak kaydedilir.

Sermaye hesabı içinde; finansal hesap, doğrudan yabancı sermaye yatırımı, portföy yatırımları, hisse senetleri, uzun vadeli borçlanma senetleri, kısa vadeli borçlanma senetleri, finansal türevler, vadeli sözleşmeler, opsiyon sözleşmeleri izlenmektedir.

Finansal Hesap

Bir ekonomide finansal varlık ve yükümlölükleri kaydederek, bütün ekonomik sektörlerde karşılıklı gerçekleştirilen işlemleri stok ve akım şeklinde sunan bir istatistiki hesap çeşididir.

Merkez Bankası, Genel Hükümet (Merkezi Yönetim, Mahalli İdareler, Sosyal Güvenlik Fonları), bankalar ve diğer sektörler (diğer finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlar, hane halkları ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar) tarafından gerçekleştirilen kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarının kaydedildiği bir hesaptır. Temel olarak, bir ülkenin dış finansal varlıkları ve yükümlölüklerindeki değişimler ile bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir.

Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımı

Yatırımcının yerleşik olduğu yabancı ülkedeki bir işletmenin yönetimini kontrol ettiği veya yönetimde söz sahibi olduğu uzun vadeli bir yatırım şeklidir. Doğrudan yatırım şeklinde bir yatırımcının işletmenin sermayesinde % 10 ya da daha fazla paya, oy hakkına sahip olmasını veya yönetimde söz sahibi olmasını gerektirmektedir.

Durgan, (2016) göre; ülkeye giren DYSY'nın yükümlölük artışı yaratması ile ödemeler dengesi hesabında (+) olarak kaydedilen ülkeler, DYSY girişlerini cari hesap açıklarının finansman kaynağı olarak görmekte olduklarını açıklamıştır.

DYSY girişlerini artıracak politikalara önem verdiklerini, üstelik DYSY'nın ithal ikamesi sağlayarak ödemeler dengesi ithalat ödemelerinin yükünü azaltması, yapılan üretimin bir kısmının ihracatı artırması etkisi ile ödemeler dengesini olumlu yönde etkilemektedir. DYSY'nın ihracatı artıran, ithalatı azaltan etkisi ile birlikte dış ticaret hacmi, cari işlemler ve ödemeler dengesini pozitif yönde etkilediği ifade edilmektedir.

Portföy Yatırımları:

Menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanabilecek portföy yatırımları, şirketler tarafından hisse senetleri adı altında ihraç edilen pay senetleri ve şirketler tarafından ihraç edilen borç senetleri olan tahvil ve bonolar ile devlet tarafından devlet tahvili ve hazine bonusu, diğer para piyasası araçları olmak üzere kar payı veya faiz getirisi sağlayan uluslararası sermaye piyasası işlemlerinden oluşmaktadır.

Sektörel bazda; Net Varlık Edinimi ve Net Yükümlülük Oluşumu ana başlıkları ile hisse senetleri ve yatırım fonu payları ile borç senetleri olmak üzere kısa vadeli ve uzun vadeli olarak sınıflandırılmaktadır. Portföy yatırımları, kolaylıkla paraya çevrilebilir, likiditesi yüksektir. Kazanç elde etmenin esnek bir yolu olarak sahipleri tarafından alınıp satılabilirler. Portföy yatırımları risk ve getiri ödünleşimi içermektedir.

Hisse Senetleri (Pay Senetleri)

Anonim şirketler sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler, özel kanunla kurulmuş kamu kuruluşları tarafından çıkarılan, sermayenin belirli bir bölümünü temsil eden, sahibine ortaklık haklarından yararlanma imkânı veren menkul kıymetlerdir.

Uzun Vadeli Borçlanma Senetleri

Hisse senedine dönüştürülebilen tahviller, kara katılmayan tercihli hisse senetleri, Sıfır kuponlu tahviller ve diğer indirimli tahviller, Endeksli tahviller, Varlık destekli menkul kıymetler olarak çeşitlenmiştir.

Kısa Vadeli Borçlanma Senetleri

Hazine bonosu, banka kabulleri, mevduat sertifikaları, kambiyo senetleri, ticari belgelerdir.

Finansal Türevler

Gösterge veya emtiaya bağlı olan, bu bağlı olduğu araçtan bağımsız olarak piyasada alınıp satılabilen, faiz riski, döviz riski, kur riski gibi belirli finansal risklerle doğrudan bağlantılı finansal araçlardır. Vadeli ve Opsiyon sözleşmeleri olarak bilinirler.

Vadeli Sözleşmeler

Fiyat ve miktar açısından belirlenmiş bir sürede önceden belirtilen bir varlığı, menkul kıymeti, malı, kıymetli madeni, döviz, alıp satma yükümlülüğü veren sözleşmelerdir.

Opsiyon Sözleşmeleri

Bir miktar opsiyon primi karşılığında, opsiyon alan tarafa belirli bir vadede veya güne veya tarihe kadar önceden belirlenmiş fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik ve finansal

varlığı, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni, veya dövizini alıp satma hakkı veren, satan tarafı yükümlü kılan sözleşmelerdir.

1.3.1.3. Rezerv Varlıklar

Ödemeler dengesinin finansman ihtiyacının karşılanması ve ihtiyaç olan bazı dönemlerde döviz kuruna müdahalede bulunabilmek üzere ekonomilerde ülkenin para birimine güven duyulması ve dış borç ödemeleri için bir kaynak oluşturulması vb. amaçlar doğrultusunda para otoritelerince temin ve kontrol edilebilen dışsal varlıklardır. Döviz varlıklarından ve gerçek olan reel varlıklardan oluşan Ödemeler Dengesi ana hesabıdır. Rezerv varlıklar; ülke merkez bankasının yönetiminde olan parasal altın, özel çekme hakları (Special Drawing Rights-SDR), IMF nezdinde bulunan rezerv pozisyonu, döviz rezervleri ve diğer alacak haklarıdır.

Kısa Vadeli Dış Borç (KVDB) Yaklaşımı

Rezerv yeterliliğinin yalnızca ithalatı karşılama açısından değerlendirilmemesi görüşüyle oluşturulmuştur. Sümmenoğlu (2010: 134), Yurtiçi ve yurtdışı yerleşiklere bir yıllık dönem içerisinde vadesi gelecek yabancı para yükümlülüklerini karşılamaya yetecek kadar rezerv bulundurulması hedeflenir. Rezerv seviyesinin yeterliliğini ölçmek ve krizlerin öncü göstergelerinden bir olarak önemle izlenir. Ülkenin uluslararası sermaye piyasalarından borç alamaması riski gözetilerek borçlarını ödeyebilme gücünü göstermektedir. Bussiere ve Mulder (1999)’a göre, rezervin KVDB’na oranı, dış kaynağa erişilemediği durumlarda ülkenin kısa vadeli yükümlülüklerinin ne kadarlık kısmını yerine getirebileceğini göstermekte olduğunu vurgulamıştır. Oranın yüksek olması durumunda ülkenin kırılganlığını, risk primini (CDS)’i düşüren etki yaptığını, bu nedenle yatırımcılara güven verebilmesi için en az KVDB miktarını karşılayacak düzeyde rezerv bulundurulması gerektiğini belirtmiştir. Cinel (2015), Greenspan (1999) Rezervlerin 1 yıldan kısa vadeli dış borcu karşılaması gerektiği literatürde çoğunlukla kabul görmüştür. “Greenspan-Guidotti Kuralı”. Gelişen ülkelerde özel sektörün borçlanma maliyetleri yüksektir, bu nedenle gelişmiş ülkelere kıyasla kısa vadeli olarak borçlanmak avantajlı bulunmaktadır. Küresel likiditenin daraldığı ve risk iştahının düşük olduğu dönemlerde gelişmekte olan ülkeler, borçlarını ödeyebilmekte ve sermaye piyasalarından düşük maliyetli kaynak temininde sıkıntı yaşamamaktadırlar.

Diğer Yatırımlar

Ödemeler Bilançosunda DDY, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv varlıklar dışında ülkede gerçekleşen diğer tüm kısa vadeli finansal hareketler ve yatırımlar, Merkez Bankası Ödemeler Bilançosu Diğer Yatırımlar kaleminde yer almaktadır. Yükümlülük ve varlık ayırımının yapıldığı bu kalemde yatırımlar sektörüne ve türlerine göre alt gruplara ayrılmıştır. Bunlar; Mevduatlar, krediler, sigorta, emeklilik ve standardize garanti şemaları, İthalat ve İhracat için açılan ticari kredi ve avanslar, diğer alacak ve borç hesaplarıdır.

1.3.1.4. Net hata ve Noksan Hesabı

Ödemeler bilançosunun dengede olması gerekir Ancak, kaynak verilerindeki eksiklikler, derleme hataları, henüz bilançoya kaydedilememiş değerler, vb. sebepler ile denge sağlanamayabilir. Bu dengesizlik farkları ödemeler bilançosu için normal görünmekte, Net Hata ve Noksan (İstatistik Farkları) hesabı altında denkleştirici hesapta izlenmektedir. Eksiklik, hata giderildiğinde Net Hata ve Noksan hesabında muhasebeleştirilen değer gerçek kalemine alınarak düzeltilmektedir.

IMF (2009), Net Hata ve Noksan hesabının (+) değer alması halinde;

- ✓ Cari Hesap ve Sermaye Hesabındaki borçluluk değerlerinin yüksek olduğunu,
- ✓ Finansal Hesapta Varlıklarda net artış değerinin yüksek olduğunu,
- ✓ Finansal Hesapta Yükümlülüklerin net artış değerlerinin çok düşük olduğunu göstermektedir.

Net Hata ve Noksan Hesabının (-) değer alması bu oluşumların tersini ifade etmektedir.

1.3.2. Uluslararası Para Piyasaları

Uluslararası finans sistemi içerisinde para piyasaları açısından en yüksek pay yüksek gelir grubuna sahip gelişmiş ülkelere ait olup, bu gelişmiş ülkelerin sahip oldukları finansal altyapı ve gelişmiş yatırım araçları ile uluslararası para piyasasını yönetebilme, yön verme üstünlüğüne sahip olmuştur. Bu gelişmiş finans ve para piyasalarına sahip ülkeler ekonomik konjonktürün uygun olduğu dönemlerde gelişen ülkeler yüksek miktarlarda kredi vererek fon açığı içinde ülke ve firmalara kaynak tahsis ederler.

Uluslararası para ve sermaye piyasaları, döviz piyasaları, kredi ve mevduat piyasaları, hisse senedi piyasaları, tahvil piyasaları ve EURO piyasaları ile açıklanmaktadır.

Döviz Piyasaları

Yabancı ülke paralarının alım satımının yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalarda ulusal paranın yabancı bir ülke parasına dönüştürülmesi ve/ veya yabancı bir ülkenin parasının diğer yabancı bir ülke parasına dönüştürülmesini sağlamaktadır. Bu işlemlerin yapılabilmesi için ilgili ülke parasının döviz piyasasında değerinin olması, konvertibl dövizler olması gerekmektedir. Konvertibl döviz kurları ve gösterge amaçlı konvertibl olmayan döviz kurları, merkez bankaları tarafından ilan edilmektedir. Efektif işlemler, anında yapılabilen nakit işlemler olup döviz işlemleri banka havaleleri, kambiyo senetleri, mevduat kredi, garanti, teminat mektubu, akreditif bedeli gibi nakdi olmayan işlemler döviz işlemleri olarak tanımlanır. Döviz piyasalarında konvertibl dövizler efektif alış-satış kuru üzerinden doğrudan anında alınıp satılabilir. Yabancı paranın bulundurulması maliyeti değerlendirilerek efektif kuru döviz kurundan biraz daha maliyetlidir. Ödeme emirleri, banka havaleleri, döviz üzerinden kambiyo senetleri, mevduat sertifikaları, vb. varlıklar üzerinden yapılan işlemler döviz alış satış kuru üzerinden fiyatlanarak yapılabilir. Döviz piyasaları ticareti kolaylaştırıcı özellikleri ile beraber risk unsuru da taşımaktadır. Kur riski taşımaktadır. Hedging yöntemleri kullanılarak, Vadeli Opsiyon Sözleşmeleri ile kur riskinden korunmak mümkündür.

Anında (Spot) Teslim İşlemleri

Döviz alım satımının eş zamanlı olarak, anında gerçekleştiği işlemlerdir. Efektif döviz üzerinden nakit alışveriş ile gerçekleşir. Kur riski mevcut değildir.

Vadeli (Forward) Teslim İşlemleri

Kur Riskinden korunmak amacı ile alım satım taahhüdüne dayalı vadeli işlemlerden oluşmaktadır. Yerli para teslimi ile yabancı para teslimi arasında mevcut olan bir süre vardır. Döviz piyasasında, genelde finans kuruluşunda alıcı ve satıcının ihtiyaç duydukları vade ve döviz miktarına göre vade sonunda taahhütlerini yerine getireceklerine dair, birbirlerine alım- satım taahhüdünde bulunarak yaptıkları işlemlerdir. Dış ticaret yapan ihracatçının, ithalatçının kur riskinden korunmak amacı doğrultusunda bankası ile yapmış olduğu Opsiyon Sözleşmeleri vadeli işlemlere örnek sözleşmelerdir.

Swap İşlemleri

Swap işlemlerinde de amaç kur riskinden korunmaktır. Karluk (2013), anında teslim işlemi ile vadeli bir teslim işleminin aynı zamanda yapıldığı işlem olarak tanımlamıştır. Taraflardan biri döviz anında teslim eder, diğeri belirli bir vade sonunda aynı cins döviz veya başka döviz cinsinden bir varlık ile geri verilmektedir.

Kredi ve Mevduat Piyasaları

Fon fazlası olan uluslararası yatırımcıların faiz geliri elde etmek amacıyla tasarruflarını bankaya yatırmaları ve fon açığı olan finansal kaynak ihtiyacında ekonomik birimler faiz gideri masrafları karşılayarak ve bankalardan kredi kullanması şeklinde gerçekleşir. Uluslararası finans kuruluşları tarafından uluslararası fon arz ve talep edenlere yapılan işlemler günümüzde son derece gelişmiş, organize olmuş piyasalardır. Bankaların uluslararası piyasalardan sağladığı Sendikasyon Kredileri de bu tür kredi piyasaları içinde gösterilebilir.

Ticari Banka Kredileri

Finansal küreselleşmenin artması ile birlikte bankalarda mevduat ve kredi hacminde ve çeşitliliğinde de artışlar olmuştur. Az gelişmiş ve gelişen ülkelerde dış tasarruflara ihtiyaç sebebi ile borçluluğun artması şeklinde kendini göstermekte, kredi mevduat oranı yüksek seyretmekle birlikte bu artış, gelişmiş ülkelerde kredi mevduat oranları açısından daha makul düzeyde bulunmaktadır.

Kara (2003), uluslararası mali işlemler çerçevesinde kısa vadeli banka kredileri genellikle bankaların dış ticaretin finansmanı amaçlı çok uluslu şirketlere, hükümetlere ve diğer kuruluşlara risk oranı düşük, likiditesi yüksek kredilerdir.

Ticari bankalar verdikleri veya aldıkları krediler ile ilgili olarak, kredi veren banka, verilen para birimi, kullanan açısından farklılaşmaktadır.

- ✓ Türkiye’de faaliyet gösteren yerli bir banka, ulusal para cinsinden Türkiye’de faaliyet gösteren yabancı bir bankaya kredi vermesi durumunda,
- ✓ Yurt dışında yatırım yapmak için finansal kaynak ihtiyacında yerli yatırımcının yerli bir bankadan döviz kredisi kullanması durumunda,
- ✓ Yurt içinde yatırım yapmak isteyen yabancı firmanın yerli bir bankadan döviz kredisi kullanması durumunda,

- ✓ Yurt içinde faiz oranlarının yüksek olması sebebi ile yerli bir firmanın veya bankanın faizin düşük olduğu ülkedeki bir bankadan kredi kullanması durumunda, farklılık göstermektedir

Bu işlemlerden bir tanesi yabancı ülke ile ilgili ise, kredi uluslararası nitelik taşımaktadır. Bankaların uluslararası piyasalardan sağladığı Sendikasyon Kredileri de bu tür nitelik taşımaktadır.

Ticari Krediler (Trade Credit):

Kriz dönemlerinde kaynak ihtiyacında olan ancak bankalardan ve finansman bonusu ile piyasadan kaynak bulma zorluğu çeken kredibilitesi zayıf firmaların iktisadi faaliyetlerine devam edebilmek için tedarikçilerden vadeli, kredi mahiyetine mal alırlar. Bu tip vadeli mal alımı ile gerçekleşen krediler ticari kredi olarak adlandırılmaktadır. Bu işlemler güvene dayalıdır. Özellikle gelişen ülkelerde müşterilerini bankalardan daha iyi tanıyan tedarikçiler müşterilerinin borç ödeme alışkanlıklarını bildikleri ve güvendikleri için kredili mal satmaya devam etmektedirler. Müşterileri ile uzun vadeli ilişkilerinin devam etmesini isteyen tedarikçiler darboğazların yaşandığı finansal kriz dönemlerinde müşterilerine ticari kredi sağlayarak krizin daha da derinleşmesini önlerler. Vadeli mal alımı yapan firma ile tedarikçi firmanın farklı ülkelerde olmaları bu piyasaya uluslararası nitelik kazandırmaktadır. Dış ticarete mal mukabili yapılan işlemler bu tür işlemlere örnek olarak gösterilebilir. Uluslararası ticarete bankacılık sistemi ile birlikte güvene dayalı bir kredi çeşidi olarak ticari kredinin önemi artmaktadır.

Finansman ve Hazine Bonoları

Kısa vadeli borçlanma senetleridir. Nominal değer üzerinden piyasaya vadesi de belirlenmiş senet ihraç edilir. Bono'nun vadesi ile bononun alınıp satıldığı tarih arasında faiz hesaplanır, nominal değerden düşülerek bononun işlem yapılacağı günkü değeri tespit edilir. Vade sonunda bononun değeri üzerinde yazılan nominal değerdir.

Özel sektör şirketi tarafından ihraç edilen bir bono, Finansman Bonosu olarak nitelenmektedir. Devlet tarafından ihraç edilen bonolar Hazine Bonosu olarak nitelenir. Bono ihraç eden kuruluşun kamu veya özel sektör firmalarının uluslararası para piyasalarından bu araçlar ile fon bulabilmesi için kredibilitesinin yüksek olması maliyet açısından avantaj sağlar.

Tahvil Piyasaları

Tahvil, uzun vadeli borçlanma senedir. Kaynak ihtiyacı olan hükümetler devlet tahvili çıkararak ihraç ederler. Özel sektör şirketleri tahvil ihraç ederek fon sağlarlar. 1960 lı yıllara kadar sadece hükümetler tarafından ihraç edilmekteyken, finansal varlıkların çeşitlenmesi le birlikte özel şirketler de ulusal ve uluslararası piyasalara tahvil ihraç ederek kaynak bulamaktadırlar. Aracılar vasıtası ile alış satış işlemleri yapılmaktadır. Uluslararası tahviller, yabancı bir ülkede bir hükümetin veya hükümet kuruluşunun veya özel kurumlaşmış bir şirketin o ülkenin para birimi üzerinden döviz olarak çıkardığı uzun vadeli senede dayalı borçlanma aracıdır. Çıkarıldıkları ülkenin mevzuatına uygun olarak ihraç edilmektedir. Almanya'da Türkiye Cumhuriyeti'nin özellikle Türk vatandaşlarının yatırımlarına sunulmak için ihraç ettiği tahviller örnek gösterilebilir. İhraç edildikleri ülkeye göre farklı isimler alabilirler. Samurai Japonya'da, Yankee Amerika Birleşik Devletleri'nde, Bulldoğ İngiltere'de ihraç edilen tahvillerdir. Uluslararası finans kuruluşları tarafından kredi sendikasyonu olarak Bankalarca oluşturulan konsorsiyumlar aracılığı ile tahvil ihraç edilebilir.

Hisse Senedi Piyasaları

Kurumlaşmış şirketlerin mevzuat çerçevesinde halka açıklık oranında pay senetlerinin ikinci elde alınıp satıldığı piyasalar menkul kıymet piyasalarıdır. Borsaya kote edilmiş şirketler uzun vadeli yatırımlarını büyütebilmek amacıyla birincil piyasalarda ihraç ettikleri hisse senetleri ile kaynak temin ederler.

Birincil piyasalar, şirketlerin pay senetlerini ilk ihraçlarında yetkilendirilmiş bankalardır. Birincil piyasada ihraç edilen bu senetlerin ikincil piyasa menkul kıymet borsalarında arz ve talep koşullarında alınıp satıldığı fiyatı, şirketin piyasa değerini oluşturmaktadır. Birincil piyasadaki pay ihracı, pay senedinin piyasadaki değerinden oluşmaktadır.

Hisse senetleri diğer finans kaynakları ile karşılaştırıldığında nispeten daha ucuz maliyetli yatırım imkânı sağlamaktadırlar. Hisse senedinin değerinin yükselip düşmesi, işletmenin üretim, yönetim ve başarısını göstermektedir. Yöneticiler bu doğrultuda hedeflerini belirleyebilir.

Hisse senedinin getirisi kâr payı, hisse senedinin mevcut fiyatının yüzdesi olarak hissedarlara yapılan temettü ödemesi şeklinde tanımlanır. Ancak, kısa vadeli sermaye akımları gelişen piyasalara spekülâtif atak şeklinde gelebilmektedirler. Şayet, spekülâtif

bir atak söz konusu olduğunda hisse senedi değerinde yükselme ve düşmeler sürü davranışının sonucu olarak gerçekleşmektedir.

Menkul kıymet borsalarında hisse senetleri yatırımcıların hizmetine endeksler ile tanıtılmaktadır. Bu endeksler sanayi endeksi, bankacılık endeksi, teknoloji endeksi, turizm endeksi, vb. endeksler olabildiği gibi, çeşitli kriterler ile değerlendirilerek “30 endeksi”, “50 Endeksi” “100 “endeksi” vd. endeksler ile yatırımcının şirketler ve piyasalar hakkında bilgilenmesi sağlanmaktadır.

Borsa Adı		Ülkesi	Merkezi	Piyasa Değeri (Milyar US\$)	Aylık İşlem Hacmi (Milyar US\$)
1	New York	ABD	New York	19,223	1,520
2	NASDAQ	ABD	New York	6,831	1,183
3	Londra	İngiltere	London	6,187	165
4	Tokyo	Japonya	Tokyo	4,485	402
5	Shanghai	Çin	Shanghai	3,986	1,278
6	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong	3,325	155
7	Euronext	Avrupa Birliği	Amsterdam, Brüksel, Lizbon Londra, Paris	3,321	184
8	Shenzhen	Çin	Shenzhen	2,285	800
9	TMX	Kanada	Toronto	1,939	120
10	Deutsche Börse	Almanya	Frankfurt	1,762	142

Tablo 1: Yüksek Piyasa Değerinde Menkul Kıymet Borsaları

Kaynak: Monthly reports, January 2015, World Federation of Exchanges.

New York, NASDAQ Teknoloji Endeksi, DOW JONES Sanayi Endeksi, STANDARD AND POORS 500 ENDEKSİ, Londra Borsası (LSE), Tokyo Borsası NİKKEİ, SHANGHAI Endeksi, Hong Kong HENG SENG ENDEKSİ, EURONEXT, Çin SHENZHEN Endeksi, TMX, DAX Gelişmiş ülke borsalarıdır. Hisse senedi alım satımının yapıldığı dünyanın en büyük borsaları, bu borsaların piyasa değerleri ve aylık işlem hacimleri Tablo 1’de gösterilmiştir.

Euro Piyasaları

Bir ülkede yabancı ülke paraları üzerinden kredi verilmesi, mevduat kabulü, finansman bonosu, tahvil, hazine bonosu ve hisse senedi ihraç edilmesine imkân veren piyasalardır. İkinci Dünya savaşıdan sonra Avrupa'nın yeniden inşası için ABD sermayesinin Avrupa'ya yatırım yapması, soğuk savaş döneminde Rus yatırımcıların dolar mevduatlarının Avrupa bankalarına yatırması ile bu dönemde dolar mevduatlarının Avrupa'da artmasına yol açmıştır. Artan ticaret hacmi ile dolar üzerinden kredi piyasasının da işlerlik kazanması ve hacim artışı sebebi ile Avrupa'da dolar üzerinden yatırım araçları gelişmiştir. İngiltere'nin dolara bağlı mevduat faizlerinde daha iyi imkânlar sunması bu piyasanın gelişmesinde etkili olmuştur. Bu dönemde Avrupa'daki dolar piyasası anlamına gelen "Euro-Para Mevduat", "Euro Para Kredi", "Euro Hisse Senedi", "Euro Tahvil" isimleri ile çeşitlenerek Euro Piyasalar olarak adlandırılmıştır.

Euro-Para Mevduat

Ticari bir bankanın yabancı ülke para birimi üzerinden kabul ettiği mevduat Euro Para Mevduat olarak tanımlanır. Uluslararası finans merkezlerinde Euro- Bank adı verilen büyük ticari bankalar euro mevduatı kabul eder. Bireyler, kurumlar, özel şirketler, devlet bu bankalarda Euro Para Mevduat Hesabı açabilir. Bu hesap, ihracat yapan firmalar için önemlidir. İhracat gelirlerini bu bankalara yatırarak faiz geliri ile nemalandırabilirler. Euro-banklar kendi aralarında Euro Interbank aracılığı ile para ticareti yaparlar. Uluslararası fonlar için cazibe merkezi olması sebebi ile birçok ülke tasarruflarının yurtdışına çıkmasını engellemek için yurt içinde bankacılık sistemine benzer esneklikler getirmiş, mevduat hesapları açmasını kolaylaştırmıştır.

Euro-Para Kredi Piyasaları

Ticari bir bankanın döviz cinsinden verdiği krediler Euro-Para Krediler olarak tanımlanır. Euro banklar tarafından fon fazlası olan bireylerden, kurumlardan, özel şirketlerden devletlerden toplanan euro mevduatlar fon eksikliği olan uluslararası kurumlara, özel büyük şirketlere, devletlere euro kredi olarak tahsis edilmektedir. Geçerli olan faiz oranları Londra Bankalar arası faiz oranı (LİBOR), Karaçi (KİBOR), Singapur (SİBOR), Frankfurt (FİBOR), AB, Euro interbank faiz oranı (EURİBOR) faiz oranlarına fon talep edenin kredibilitesine göre bir marj eklenerek (LİBOR + %1 gibi) kredi faizi tespit

edilmektedir. Ülkelerin CDS primleri bu faiz oranlarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır.

Euro-Tahvil Piyasaları

Devletin veya özel bir şirketin, Amerikan Doları, Japon Yeni gibi tam konvertibiliteye sahip yabancı para cinsinden piyasaya sürmüş olduğu tahvillerdir. Türkiye Cumhuriyeti'nin US\$ üzerinden çıkardığı ve dünya piyasalarına ihraç ettiği tahviller bu kapsamda değerlendirilir. Genellikle 5- 30 yıl vadeli olup, uzun vadeli olarak ihraç edilirler. Uzun vadeli olması sebebi ile belirli dönem aralıklarında faiz ödemeli olabilmesi amacıyla kuponlu olarak ihraç edilirler. Kuponlar genelde sabit faizli olmaktadır, ancak değişken faizli olarak da ihraç edilebilirler. Türkiye'de dolar üzerinden ihraç edilen tahviller altı ayda bir. EURO üzerinden ihraç edilen tahviller yılla bir kupon faiz ödemesi yapılmaktadır. Euro- Tahviller, yurt içinde devletler, uluslararası kalkınma bankaları, uluslararası ticaret yapan şirketler ve yurtiçindeki büyük şirketler tarafından ihraç edilir, Faiz oranı LIBOR faiz oranı ile değerlendirilmektedir. Bu tahvillerin, kupon faiz ödemeleri, farklı vade seçimlerine imkân sağlaması, vergi avantajları sunması sebebi ile tercih edilmektedir. Global tahviller, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda aynı anda satılabilen EURO-Tahvil türüdür. Euro tahvillerden farkı, borsaya kayıtlı menkul değerler olmasıdır.

1.3.3. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Kredi derecelendirme kuruluşları yurtdışı piyasalardan borçlanmak isteyen ülkelerin, finansal kuruluşların ve şirketlerin anapara ve faiz ödemelerini zamanında yerine getirip getiremeyeceklerini araştırarak derecelendirmektedir. S&P, MOODY'S, FITCH gibi derecelendirme (rating) kuruluşları kredi derecelendirme piyasasının % 95 ini kontrol etmektedir. Bu kuruluşların yatırımcılara bilgi sağlamada rolleri çok önemlidir. Pay ve borçlanma senedi ihraç edenlerin rating kuruluşlarından aldıkları yatırım yapılabilir. Kredi notu, yatırımcıların yatırım kararları için olumlu olmaktadır. Bazı kurumsal yatırımcılar belirli bir kredi notunun altındaki menkul kıymetlere yatırım yapmaktan men edilmiş olabilir. İhraç edilen bir menkul kıymetin risk derecesi yükseldikçe, söz konusu kâğıda ait kredi rating oranı düşer. 1998 yılında Güney Kore, Tayland ve Endonezya'da likidite krizi başlamışken rating kuruluşlarının kredi notlarını yatırım yapılabilir

derecesinden spekülâtif dereceye düşürmesi ile derinleşen krizde daha fazla sermaye çıkışına sebep olmuştur.

1.3.4. Kredi Temerrüt Takası (CDS)

Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap- CDS) finansal kurumların, şirketlerin küresel ekonomide faaliyetleri, borçlanmaları arttıkça finans piyasalarının önemli unsuru olarak yatırımcıya, borçlunun temerrüdüne karşı koruma satın almalarını sağlayan sigortalama imkânı sunan sigorta sözleşmeleridir. Alıcının satıcıya ödediği CDS primi karşılığında temerrüt riski gerçekleşirse alıcının satıcıdan zararı tazmin etme, tazminat alma hakkı doğar. (Reuters 2023) Uluslararası Swap ve Türevler Birliği'ne (ISDA) göre CDS piyasaları 2022 yılında yaklaşık 3,8 trilyon US\$ değerine ulaşmıştır. Chan, vd., (2009) CDS piyasasının %80'i özel sektör, %20'si gelişmekte olan ülke tahvillerine ilişkili kredi türevlerinden olmak üzere temelde iki sektörden oluşmaktadır. Borçlanmak için tahvil ihraç eden ülke ekonomisinde yaşanabilecek politik ve ekonomik şoklar, o ülkenin CDS primlerinin, borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olur. CDS primleri ülke riski yükseldikçe artma eğilimindedir. Ayrıca, riskin yüksek olduğu piyasalarda getiri oranlarının da yüksek olması CDS primlerinin artmasına etken olabilir, Pan vd. (2024) uluslararası yatırımcılar temerrüt riskinin arttığını bilerek spekülasyon güdüsü ile daha yüksek prim ödemeye razı olduklarında da CDS primleri yükselebilmektedir.

IMF, (2013) kurumsal ve bireysel yatırımcılar CDS kullanarak bir ülkenin kredibilitesi ile ilgili riskten korunarak (hedge) küresel sistemde finansal istikrarı artırmış olurlar. CDS'lerin ekonomik değişkenler ile ilişkilerini iyi tespit ve tahlil edebilmek ekonomistler ve politika yapıcılar için önemli olmaktadır. Yatırımcılar CDS primlerini ekonominin yatırım yapılabilirliğine ilişkin çok önemli gösterge olarak izlemektedir. CDS primlerinin düşük olduğu gelişmekte olan ülkenin finansal piyasalarına kısa vadeli sermaye hareketleri gerek portföy yatırımları gerekse kısa ve orta vadeli kredi olarak kaynak girişi artmaktadır.

1.4. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Finansal serbestleşme ve teknolojik ilerlemeler sonucunda gelişen ülkelere yönelen uluslararası sermaye hareketlerinin artış eğiliminde olması literatürde kabul görmekle beraber bu hareketlere sebep olan faktörler ile ilgili görüş birliği bulunmamaktadır.

Sermaye hareketlerinde dalgalanmalar hem (dışsal) itici faktörlerden hem de (içsel) çekici faktörlerden meydana gelmektedir.

İnandım (2005) göre, sermaye hareketlerinde artış, çekici ve itici faktörlerde iyileşmeden kaynaklanacağı gibi, güçlü bir birleşmeyi de yansıtabileceğidir. 1970 yıllarından beri çekici ve itici faktörlerin bazı göreceli etkin olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelişen ülkelerde altyapı yatırımları, mevzuat ile ilgili olumlu yasal düzenlemeler, makroekonomide istikrar sağlanması, mali piyasaların liberelizasyonu ile ilgili adımlar, ekonomik büyümenin gerçekleşiyor olması ile gelişen ülkelere yönelik olarak daha önce oluşturulan fonların, doğrudan yatırımların yüksek getiriler sunması beklentileri yatırımcı güvenini artıran temel faktörlerdir.

1.4.1. Çekici (Pull) Faktörler

Gelişen ülkelerde gerek genel ekonomide gerekse mali piyasalarda serbest piyasa ekonomisi koşullarının daha etkin ve verimli olabilmesi için yapılan düzenlemeler ile gerçekleşecek olan ilgili ülkenin piyasa koşulları çekici faktörler olarak değerlendirilir.

Alp (2002) bu faktörlerin ilgili ülkenin kendi mekanizması tarafından düzenlenmiş olduğu için çekici faktörler olarak tanımlandığını, bu faktörlerin yabancı sermaye hareketlerini çekme yönünden ileride açılacak olan itici faktörlere nazaran etkin olduğunu belirtmiştir.

Çekici faktörlerin fiyat istikrar programları, döviz kuru politikaları, yatırımcıyı koruyucu önlemler, iletişim teknolojilerinde gelişmeler, özelleştirme uygulamaları olarak tespit edilebilir.

Fiyat İstikrar Programları

Merkez bankasının özerkliği ve uyguladıkları fiyat istikrarı ve finansal istikrar programları, ülkedeki enflasyon ortamı çekici faktörler arasında ilk sıralardadır. Yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkelerdeki fiyat istikrarını dikkate alırlar. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde yüksek faiz, düşük kur politikaları uygulansa bile, kur riski, döviz riski olabileceğini hesap ederek, ülkeye kısa vadeli portföy yatırımı yapmak istemezler. Bu durumda döviz ihtiyacı içindeki ülkenin CDS primleri yüksek seyredeceğinden uluslararası piyasadan talep edilen kredi maliyetleri yüksek olacaktır. Uluslararası finansal kuruluşlar kredi vermekten imtina edecektir.

Döviz Kuru Politikaları

Döviz kuru politikaları yabancı sermaye yatırımcıları için önem taşımaktadır. Yabancı yatırımcılar serbest piyasa koşullarında döviz kurunun istikrarlı olarak belirlenmesini tercih etmektedir. Sabit kur sistemi veya müdahale edilen kur sisteminde yapısal sorunlar sebebi ile devalüasyonlar olabileceği riski ile ülkeye gelmek istemezler. Belli bir yatırım dönemi sonunda yabancı yatırımcının konvertibl bir dövize çevirmek isteyeceği, döviz kurlarının genel fiyat seviyesi veya faiz oranına göre daha fazla artmış olabileceği durumunda, yatırım yaptığı ülkenin parası cinsinden getiri oranı yüksek olsa bile, söz konusu yatırım diğer dövizlere dönüştürüldüğünde alternatif karın azalacağı, anaparadan dahi azalma olabileceği riskine karşı kur riski taşıyan ülkelere yatırım yapmak istemez, istikrarlı döviz kuru olan ülkelere yatırım yapmayı tercih ederler.

Yatırımcıyı Koruyucu Önlemler

Yabancı sermaye çekmek isteyen gelişme yolundaki ülkeler, yatırımcıların yatırım ortamlarının güvenli ve istikrarlı olmasını sağlayıcı önlemler alırlar. Bu konuda dönemin gereklerine göre ilgili hukuksal altyapıyı oluşturarak mevzuat düzenlemelerini yaparlar. Hizmet verecek finansal kuruluşların kurulması, izinlerini, denetlenmesine yönelik mevzuat düzenlemelerini gerçekleştirirler. Yatırımın istikrarlı ve verimli şekilde ülkeye gelmesinin, istediğinde ülkeden rahatlıkla gidebileceğine dair güven ortamının sağlanması yatırımcının korunmasına yönelik önlemler çekici faktörler olarak değerlendirilmektedir.

İletişim Teknolojilerindeki Gelişmeler ve Bilgi Akışının Hızlanması

Gelişmekte olan ülke piyasalarında iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve bilgi akışının sağlanması çekici faktörler arasındadır. Uluslararası yatırımcılar yatırımlarını yapacakları ülkelerin iletişim teknolojilerindeki gelişmeleri, IFC (İnternational Finance Corporation)'ın gelişen piyasalar ile ilgili veri tabanı hazırlanmış olan piyasaları takip ederler.

Özelleştirme Uygulamaları

Özelleştirme uygulamaları ülkede menkul kıymet stokunda artış sağlanmasında, mali piyasaların gelişmesine, derinleşmesine katkıda bulunan, finansal piyasaları çekici kılan

faktörlerdendir. Ayrıca, ülke ekonomisini kamu müdahalelerinden arındırıp, serbest piyasa koşullarında, rekabetçi piyasa ortamında olmasını sağlamaktadır.

1.4.2. İtici (Push) Faktörler

Ekonomik, siyasi istikrarsızlıklar, doğal afetler gibi sebeplerden bir ülke veya bölgenin yatırım yapılabilecek koşulların bozulması sonucunda kısa vadeli sermaye akımlarının daha istikrarlı ülke piyasalarına doğru hareket etmesi ile daha istikrarlı olan bu ülkenin sermaye akımlarından itici, dışsal olarak faydalanmasını ifade etmektedir.

Mody, vd., (2001), 1990-2000 dönemi otuz iki gelişmekte olan ülke verileri ile yaptıkları çalışmada kısa dönemde sermaye akımları üzerinde dışsal ekonomik gelişmelerin daha belirleyici olduğunu, sermaye akımlarının yönünü belirlemede ABD faiz oranlarının ve reel ekonomik aktivitelerin etkili olduklarını belirtmiştir.

Calvo, vd., (1993), bir ülkenin yabancı sermaye çekmesinde içsel faktörler ile beraber dışsal faktörlerin de rol oynadığını, dışsal faktörlerin yatırım yapılacak ülke koşullarının aynı kalmakla beraber, yatırıma konu olabilecek diğer ülkelerin koşullarının bozulması sonucunda istikrarını koruyan daha iyi durumda olan ülkenin göreceli olarak daha iyi konuma geçmesini ifade ettiğini belirtmiştir. Bu faktörler;

- ✓ Uluslararası portföy kazançlarının dağıtılması, gelişmiş ülke yatırımcılarının kazançlarında artış olmasıyla bu yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere yönelmesi,
- ✓ Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik göstergelerde düşüş, cari açıklarında artış olması, düşük faiz oranları, beklentilerde düşüş sermayenin gelişmelerde olan ülkelere yönelmesinin dışsal bir sebebi olmaktadır.
- ✓ Bölgesel ticaret anlaşmaları o bölgede bulunan ülkeler için yatırımcı beklentilerinin yükselmesine, sermaye hareketlerinin o bölgedeki ülkelere yönelmesine sebep olmaktadır.

1.5. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Döviz Kuru Yaklaşımları

Döviz kurlarının belirlenmesinde rolü olan sosyal ve ekonomik faktörlerin çeşitliliği, karşılıklı etkileşimleri döviz kurlarını bir tek teori çerçevesinde açıklamamaktadır. Geleneksel döviz kuru yaklaşımı statik temele dayanmaktadır.

Modern döviz kuru yaklaşımları dinamik yöntemle dayanmakta, ülkelerin teknolojik yapıları, döviz piyasaları, uluslararası finansal sistemde kaydedilen değişimleri dikkate almaktadır.

Geleneksel yaklaşımlar döviz kurları belirlenmesi için teorik temel oluştururken, modern yaklaşımlar geleneksel olan yaklaşımların eksik yönlerini gidererek döviz piyasalarında oluşan gelişimleri her yönü ile günün koşullarına uyarlanmış biçimi ile açıklamaya çalışmaktadır.

1.5.1. Geleneksel Cari Hesap Yaklaşımları

Geleneksel yaklaşımların sabit kur sisteminin yaygın olduğu, sermaye hareketlerinin fazla olmadığı dönem karakteristiğine uygun olup, uzun dönem belirleyicilerinin ön planda olduğu tarihsel bir konjonktürde ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşım,

- ✓ Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı,
- ✓ Satın Alma Gücü Paritesi yaklaşımı olarak incelenebilir.

1.5.2. Kurları Açıklamaya Yönelik Modern Varlık Piyasası Yaklaşımları

Öztürk, vd., (2010) Küreselleşmenin ekonomik dinamikler içerisinde hızlı, çok boyutlu etkileşim yarattığını, dış dünyada faiz oranlarında oluşan bir artışın ulusal ekonomideki sermaye çıkışını hızlandırarak yatırımların azalmasına, ekonomide para piyasalarını, reel sektör firmalarını etkileyerek, işsizlik oranının artmasına sebep olabileceğini, bu koşullarda geleneksel yaklaşımın döviz kurlarını açıklamakta yetersiz kaldığını açıklamıştır.

Mundell-Fleming Modeli

IS-LM-BP modeli olarak da bilinmektedir. Robert Mundell ve Marcus Fleming tarafından geliştirilmiştir. IS-LM modeli faiz oranı ve çıktı arasındaki kapalı bir ekonomiyi açıklamakta, IS-LM-BP modeli, küçük ve açık bir ekonomide nominal döviz kuru, faiz oranı ve çıktı arasında kısa vadeli ilişkiyi açıklamakta, aynı anda sabit döviz kuru, serbest sermaye hareketi ve bağımsız bir para politikası sürdüremeyeceğini savunmaktadır. Mundel Fleming modeli olarak bilinen bu modelde bir ekonomi aynı anda bu üçünden yalnızca iki tanesi ile sürdürülebilir.

Balak (1998) esnek kur sistemi ile ödemeler bilançosunun her zaman dengede olduğunu, bir kalemdeki açığın, diğer hesaptaki fazla olarak giderildiğini açıklamıştır.

Öztürk, vd. (2010) esnek kur sisteminde genişletici para politikası ile sermaye çıkışı ulusal paranın değer kaybı ile ihracatın artmasına ve faiz oranının düşmesine, ekonomide genişlemeye neden olduğunu vurgulamıştır. İç ve dış dengesizlik ile yüz yüze kalan küçük ve dışa açık ülkelerde sabit kurun sürdürülemediğini, finansal liberelizasyonun ve uluslararası ekonomik bütünleşmelerin bağımsız ekonomik politikalar uygulama olanaklarını kısıtladığını açıklamıştır.

Parasalcı Yaklaşım

Ekonomide istikrarsızlığın çoğu parasal kökenli olup para politikasının iktisadi sorunlara karşı diğer iktisat politikası araçlarından daha etkili olduğu, çağdaş iktisadi sorunlardan enflasyonun ana nedeni olarak para arzının gereksiz ve aşırı olarak hükümetlerce artırılmasını belirtmektedir.

Parasalcılar, enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğunu iddia etmektedirler.

Krueger (1983) 1970'li yıllarda Robert Mundel ve Harry G. Johnson tarafından geliştirilen parasalcı yaklaşım, kurların oluşumunu belirleyen öncelikli faktörün para piyasası dengesi olduğunu öne sürmekte, parasalcı yaklaşımın ödemeler bilançosunu, uluslararası finansal boyutta parasal bir olgu olarak ele aldığını, parasal kavramlar ile açıklamaya çalıştığını vurgulamıştır.

Ay (2001) varlıkların akım değerinden çok stok değerleri ile dikkate alındığını, para arzı, döviz rezervi ve yurtiçi kredilerin bir fonksiyonu iken para talebinin faiz oranları, gelir düzeyi, uluslararası fiyat düzeyi, döviz kuru ve döviz kurları ile ilgili gelecekteki beklentilerin bir fonksiyonunu ifade ettiğini açıklamıştır.

Krueger (1983) Döviz kurunun belirlenmesinde sadece arz ve talep koşullarının değil, geleceğe yönelik beklentilerin de dikkate alındığını, spekülâtörler dışında diğer ekonomik aktörlerin haber, bilgi, tahminlere göre beklenti pozisyonunda bulunabildiğini, piyasa koşulları altında beklentilerin faiz oranlarını belirlediğini vurgulamıştır.

Cengiz (2018) döviz kuruna yönelik beklentilerin de, söz konusu paraya bağlı menkul kıymetlerin talebinde değişmelere neden olarak denge kurunu etkileyebileceğini vurgulamıştır.

Portföy Dengesi Yaklaşımı

Risk unsurunu da hesaba katarak döviz kurlarında meydana gelen değişimleri yabancı varlıkların arz ve talebine bağlı olarak açıklamaya çalışmaktadır. Plihon (1995) Finansal varlıklar arasında tam ikameyi öngören parasalcı yaklaşımı reddeden portföy dengesi yaklaşımı, finansal varlıklara yönelik risk farklılıklarını dikkate almakta, döviz kurunu belirleyen faktörlerin parasal ve finansal varlıkların arz ve talebini etkileyen işlemler olduğunu açıklamıştır.

Para İkamesi Yaklaşımı

Bir ülkede yerleşiklerin ulusal para yerine yabancı para bulundurma tercihlerini ifade eden para ikamesi yaklaşımının, kambiyo işlemlerinde uluslararası boyutun ön plana çıktığı, ekonomide aktörlerin, optimal bir bileşim oluşturarak çeşitli dövizlerden oluşan nakit portföyü bulundurmaya tercih ettiğini öne sürmekte, para talebinin küresel ölçekte bir hareketi ifade ettiğini, herhangi bir dövizde olan talebin yalnız yurtiçi faiz oranının değil, yurtdışı faiz oranları da fonksiyonu olduğunu vurgulamakta, dövizlerin birbiri ile ikame olanağının geliştiğinde döviz kurlarının daha kararsız hale geldiğini, böylece ekonomi politikalarının yönlendirilmesi açısından belirleyici olduğunu vurgulamaktadır.

1.5.3. Diğer Modern Yaklaşımlar ve Dinamik Modeller

Finansal küreselleşme sürecinin artan etkisi, döviz kurlarını belirleyen faktörleri de etkilemiş, daha karmaşık ve daha dinamik bir yapıya yöneltmiştir. Bu dönemde, finansal sektör ve reel sektör faktörlerinin etkileşimi ile beraber geleceğe yönelik beklentiler, psikolojik etkenler döviz kurlarını belirleyen, yeni yaklaşımları oluşturmuştur.

Bu yaklaşımlar;

- ✓ Faiz Oranı Paritesi
- ✓ Döviz kurlarında hedef aşma,
- ✓ Etkin piyasalar,
- ✓ Uyarlanmış beklentiler,
- ✓ Rasyonel Beklentiler,
- ✓ Güvenli Sığınak Etkisi,
- ✓ Spekülatif Kabarcıklar,
- ✓ Döviz Piyasasının Mikro Yapısı yaklaşımlarıdır.

1.6. Fiyat Dalgalanmaları ve Kriz Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerde yeterince derinleşememiş olan, sıkı sermaye piyasalarında hızlı ve yüksek miktarda kısa vadeli yabancı sermaye girişleri finansal varlıkların oynaklığını artırmaktadır.

Spekülatif alımlar ve yatırım araçları fiyatlarının aşırı artması varlık fiyatlarında balonlaşma etkisi yaratarak fiyat dengesizliklerine neden olmaktadır. Piyasadan ani çıkışlar ülkede resesyona sebep olabilmektedir.

Finansal kurumların önemli kayıplar ile karşı karşıya kalması, likiditenin daralması, borçlanma maliyetinin yüksekliği, belirsizlik, ekonominin baskı altında kalmasına yol açmaktadır. Şok dalgalanmalar finansal varlık fiyatlarında oynaklık yaratmakta, diğer varlık piyasalarına sirayet ederek, “bulaşma” (contagion) etkisi gösterebilmektedir. Bu durumda güvenini kaybeden yatırımcılar bulaşma etkisi ile aynı coğrafi bölgede benzer ekonomik yapıda olan risk gördükleri ülkelere bu ülkelerin makroekonomik göstergeleri iyi olsa dahi bu ülkenin finansal piyasalarından çıkmaktadır. Bir tür sürü davranışı olan bu tutum, yatırımcıların aynı bilgi kaynaklarını kullanmalarından ve asimetrik bilgidir kaynaklanmaktadır.

Stiglitz (2009) yüksek faiz, düşük kur politikasının krizleri de beraberinde getirdiğini, krizin faturasını en ağır şekilde ödeyenlerin en alt gelir grubunda yer aldığını vurgulamıştır. Asya krizinin Tayland’da işsizliği ikiye katladığını, Güney Kore’de ise üçe katladığını, çalışanların ücretlerinin düştüğünü, 1998 krizi sebebi ile Tayland’da %14, Güney Kore’de % 22, Endonezya’da % 25 oranında yaşam standartlarının gerilediğini belirtmiştir.

Kısa vadeli dış borçlanma oranlarının uluslararası rezervlerine göre yüksek olan ülkelerin finansal krizlere daha açık riskli ülkeler oldukları söylenebilir. Finansal krizler tanımlanırken milli paranın değer kaybı, rezervlerin azalması, sermaye hareketlerinde keskin bir ters dönüş önemli kriterler olup, net özel sermaye akımlarının GSYH’sinin %5’i veya daha fazla oranda azaldığında kriz ortaya çıkması muhtemel görülmektedir.

Ülke rezervlerinin seviyesi, kredi genişlemesi, reel döviz kuru, enflasyon, kamu kredileri, dış borçlar önemli göstergelerdir. Rezervler ile kısa vadeli dış borç oranı, likidite sorunu gösterebileceği, sermaye akımlarının ani çıkışları ile başlayabilecek finansal bir krizin işaretçisi görülebilir. Gelişmekte olan ülkelerde likidite sorunu çıkabileceği düşüncesi panik havası oluşturmaktadır.

Kibritçioğlu (2001) finansal krizlerin finans piyasalarında şiddetli fiyat dalgalanmaları, bankacılık sisteminde ödenmeyen kredilerin artması, likidite sorunları ile yaşanan ekonomik sorunlar olarak kabul edildiğini belirtmiştir.

Eraslan (2014), ekonominin işleyişinde ahlaki sorunlar ve finansal piyasaların işleyişinde bozulmalar reel sektörün finansmanında doğacak sıkıntılar ile devam eden süreçte reel krizleri de beraberinde getireceğini vurgulamıştır.

Konjonktürel krizler kapitalist ekonomik sistemin doğal işleyişinden kaynaklanmaktadır. Yapısal krizler az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde zayıf ekonomik yapılarından kaynaklanan krizler olarak kendini göstermektedir.

Delice (2003), finansal krizlerin dört başlık altında; para krizleri, bankacılık krizleri, dış borç krizleri, sistemik finansal krizler olarak dört başlıkta incelendiğini açıklamıştır. Para krizlerinin, döviz kuru ve ödemeler dengesi krizleri olarak iki başlık altında incelendiğini, Sabit döviz kur sisteminde para krizleri ve ödemeler dengesi krizlerinin ortaya çıktığını, esnek döviz kur sisteminde döviz krizi olarak çıktığını belirtmiştir.

1.6.1. Finansal Krizlere Neden Olan Asimetrik Bilgi Sorunları

Mishkin (1996) finansal krizlere neden olan asimetrik bilgi sorunlarını; faiz oranlarında artış, belirsizliklerde artış, varlık fiyatlarında değişiklikler ile finansal olmayan bilançoların bozulması, banka panikleri olarak sınıflandırmıştır.

Faiz Oranlarında Artış

Faiz oranlarının yükselmesi kredi hacminin daralmasına, dolayısıyla toplam ekonomide yatırımlarda daralma yaratacaktır. Mishkin (1996) faiz oranlarının yükselmesi ile iyi kredi talep edenlerin, faizlerin yüksek olması sebebi ile kredi talep etmeyeceklerini, kredi verenlerin yüksek riskli yatırım projelerine, kötü kredi riskine ödünç vereceklerini, ters seçim sorunda borç verenlerin daha az kredi vermek isteyeceklerini, yatırımlarda ve toplam ekonomik aktivitenin hacminde daralma olacağını açıklamıştır.

Belirsizliklerdeki Artış

Belirsizlik, olayların gerçekleşme olasılığının bilinmediği durumları anlatmaktadır. Gerek içsel gerekse dışsal koşullar sebebi ile beklentilerin bozulması sonucunda yatırım kararlarının alınmadığı, yatırımın gelecekte alacağı değerlerinin önceden tahmin

edilememesidir. Siyasi ve ekonomik istikrarsızlıkların artması ile belirsizliklerde artış ülkenin ihtiyacı olan sermayenin, finansmanın temin edilememesi, döviz ihtiyacı finansal kriz sebepleri arasındadır.

Varlık Fiyatlarında Değişikliklerin Bilançolar Üzerindeki Etkisi

Tasarruf ihtiyacında olan gelişen ülkelerde, yüksek enflasyon ile yerel para biriminin gelecekteki değeri tahmin edilememekte, yüksek ve değişken enflasyon oranları sebebi ile varlık fiyatlarında değişiklikler öngörülememekte, borç sözleşmeleri kısa vadeli olarak yapılmaktadır. Yerel paranın değersizleşmesi, yüksek döviz kuru ile birlikte ülke ekonomisini finansal krize sürüklemektedir. Kronikleşmiş enflasyon ile mücadele etmekte zorlanan gelişmekte olan ülkede firmaların nakit akışlarında bozulma, bilançolarının zayıflaması ve banka panikleri, kredi piyasasında ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin artması ile finansal sistemde başlayan kriz reel sektörü de etkileyerek ciddi ekonomik krizlere neden olmaktadır.

Banka Panikleri

Bankalar ekonomide reel sektörü fonlama, finans sektörü ile birlikte ekonominin tamamına bankacılık hizmeti sunma konusunda önemli rol üstlenirler. Banka panikleri asimetrik bilgidan kaynaklanmaktadır. Likidite sıkıntıları, mevduat sahiplerinin bankacılık sektörüne güven kaybı banka paniklerine sebep olan unsurlardır.

Para (Likidite) Krizi Belirleyicileri

Kibritçioğlu (2001), para ve döviz krizlerinin belirleyicilerini beş grup altında toplamıştır.

- ✓ Yanlış iktisat politikaları ile makroekonomik göstergelerde kırılganlık,
- ✓ Zayıf ve yetersiz, sığ finansal piyasalar,
- ✓ Ahlaki riskler ve asimetrik bilgi,
- ✓ Kredi verenlerin asimetrik bilgidan kaynaklanan ters seçim sorunu,
- ✓ Siyasi istikrarsızlığı tetikleyen beklenmedik, tesadüfi olaylar.

Likidite krizi öncesi bu göstergelerden bir kaçının yaşanması ülke parasına karşı spekülative ataklar gerçekleşmesine sebep olabilir.

Döviz talebi artar, aşırı değerlenme olmaması için döviz üzerinde ciddi baskılar uygulanabilir. Dövizin aşırı değerlenmesini önleyebilmek için Merkez Bankası

Rezervleri döviz satımı için kullanılarak ciddi azalışlara veya yurtiçi faiz oranlarında artışlara neden olacaktır. Bu süreçte geciken ve ya yanlış uygulanan ekonomi politikaları ile kriz daha da derinleşebilir.

1.6.2. Dış Borç Krizi

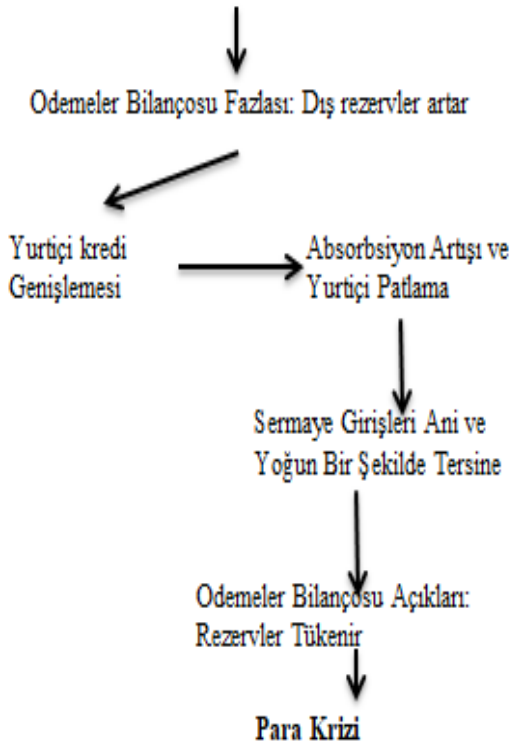
Dış borç krizi, kamu veya özel sektöre ait dış borçların anapara ve faiz ödemelerinin vadesinde ödenememesinden kaynaklanır. Ülkenin Kredi Risk Primi artışı ile borç veren kreditorlerin kredi vermek istememesi, ülkenin yüksek faiz oranlarına maruz kalması, krizin derinleşmesine neden olacaktır. Cari işlemler açığı dış borç krizini tetikleyen diğer bir etkidir. Kaminsky (2003), Cari işlemler açığının artması ile finansal piyasalarda istikrarın sürdürülemez olacağını, yerli paraya karşı spekülasyon atakları ile sermaye çıkışının hızlanacağını, hisse senedi piyasasının çökeceğini, artan cari işlemler açığının bankaların yurtdışından borçlanması ile finanse edilmesi bankacılık sisteminde krizi tetikleyeceğini vurgulamıştır.

1.6.3. Bankacılık Krizleri

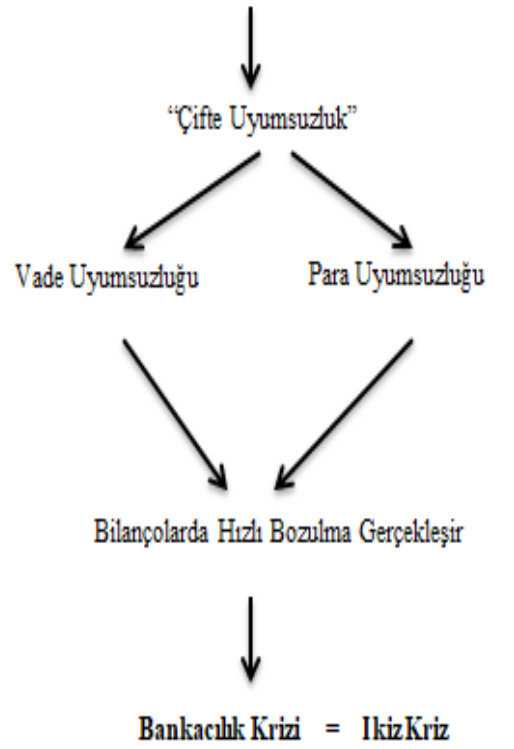
Bankacılık krizleri, bankaların likidite sıkıntısı yaşamaları ile başlamaktadır. Mevduat sahiplerinin bankalara olan güven kaybı, bankalar arası interbank piyasasından bankaların likidite sağlayamamaları, para krizleri, merkez bankasının döviz rezervlerinde azalışlar sebebi ile kredi hacminde düşüşler, kredi geri ödemelerinde sıkıntılar yaşanır. Ulusal paranın değer yitirmesi ile bankaların kur ve faiz riskine maruz kalmaları, döviz cinsinden borçların geri ödenmesinde yaşanan sorunlar, para krizleri ile bankaların bilançolarının zayıflaması ve bu zayıflamanın finansal kaygılar ile göz ardı edilerek zamanında çözülmemesi bankacılık krizine sebep olacaktır. Para krizleri ile bankacılık krizlerinin birlikte yaşanması ikiz krizler olarak bilinmektedir.

Kaminsky ve Reinhart, (2003) bankacılık sektöründe problemlerin kur krizinden önce geldiğini, kur krizinin bankacılık krizini derinleştirdiğini açıklamıştır. Kontrolsüzce uygulanan finansal serbestleşmenin bankacılık krizlerini tetiklediğini, düzenlemeler ve denetimlerin yetersizliğinin bankacılık sisteminde kırılganlığı artırarak krizlere sebep olacağını, finansal serbestleşme veya uluslararası sermaye erişimini kolaylaştıran finansal şokların, finansmana kolay erişimi sağlayarak kriz sürecini hızlandırdığını vurgulamıştır.

I. Geniş Hacimli Sermaye Girişleri Temel Cari Hesap Açığını Geçer



II. Sermaye Girişlerinin Bileşiminde Kısa Vadeli Krediler Ağırlıklı Hale Gelir



Uluslararası Likidite Kıtlığı

Serbest Dalgalanma Adına Serbest Düşüş

Sermaye Hesabı Krizi

Odemele Bilançosunun Düzenlenmesi

+

Kur İstikrarı

Bilanço Spiralinin Aşağı Doğru Sarkması

Kredi Daralması

Yurtiçi Talebin Çöküşü

İthalatın Çöküşü

Büyük Cari Hesap Fazlaları

Müdahaleci Politikalar

İyileşme

Şekil 1: Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki Nedensellik Bağları

Kaynak: Masaru, Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis, 2000,85

1.6.4. Sistemik Finansal Krizler ve Önlemeye Çalışan Reformlar

Mishkin (2001), Finansal piyasaların yapısında, işleyişinde yaşanan bozulmaların sistemik finansal krizleri ortaya çıkaracağını, Finansal krizlerin oluşumunu önlemeye yardımcı olacak finansal raporların hazırlanmasında önemli olan kriterlerin bulunması gerektiğini savunmuştur. Bu kriterler;

- ✓ İhtiyati denetim,
- ✓ Kamuoyunu bilgilendirme yükümlülüğü,
- ✓ Hesap verilebilirlik ve şeffaflık,
- ✓ İdari ve adli sistem varlığı ve etkinliği,
- ✓ Piyasada risk yönetimi yapabilecek denetçi kuruluşların varlığı,
- ✓ Pazara dayalı disiplinin oluşturulması,
- ✓ Yabancı bankaların girişine izin verilmesi,
- ✓ Sermaye kontrolleri,
- ✓ Kamunun mali kuruluşlarda rolünün azalması,
- ✓ Yabancı para cinsinden borçların kısıtlanması,
- ✓ Kurumsal sektörde yapısal sorunların ortadan kalkması,
- ✓ Finansal liberelizasyonun aşama aşama gerçekleşmesi,
- ✓ Uygun para politikası ve fiyat istikrarı,
- ✓ Döviz kuru rejimi ve döviz rezervleridir.

1.7. Teorik Kriz Modelleri

1980’li yılların başında yaşanan borç krizlerini açıklamaya yönelik birinci nesil kriz modelleri, 1992 yılında yaşanan ERM krizini açıklamada yetersiz kalmış, literatürde ikinci nesil kriz modelleri ile açıklanmış, 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde ortaya çıkan, bulaşıcılık etkisi ile literatüre giren krizi açıklamak üçüncü nesil kriz modelleri ile mümkün olmuştur.

1.7.1. Birinci Nesil Kriz Modelleri

Krugman (1979), finansal krizlere yönelik çalışmasında, bütçe açığını finanse etmek için para arzının artırılmasının enflasyona, ödemeler dengesinde sorunlara, sermaye kaçışına ve olumsuz beklentilere neden olacağını, döviz kuru üzerinde baskı yaratan bu durumdan kurtulmak için döviz rezervlerinin hızla eriyeceğini, kırılgan döviz kuru üzerinde

spekülatif atakları hızlandıracağını ifade etmektedir. Ekonomide yaşanan krizler makroekonomik değişkenlerin işleyişinde bozulmalar ile açıklanarak birinci nesil kriz modeli ile teorik temel oluşturulmuştur. Krugman'a göre kur krizi, rezervlerde kademeli, kalıcı bir azalmanın, para talebine rağmen hızlı bir şekilde iç kredi hacminin artması ile ortaya çıktığını, kamu sektörünün finansman ihtiyacı için aşırı derecede para basmasının mali dengesizliklerin nedeni ve krizin habercisi olarak kabul edileceğidir. Bazen yüksek faiz, sabit kur uygulaması ile hükümetin ikinci bir rezerv çağrısı ile krizden çıkacağı düşünülse de bunun geçici bir durum olduğunu, daha fazla rezervi zorunlu kılacak başka krizleri tetikleyebileceği ve yoğun spekülatif hareketlerin doğal olarak ödemeler dengesi krizine yol açacağı ifade edilmektedir.

Meksika'da 1973- 1982 yıllarında, Arjantin'de 1978- 1981 yıllarında yaşanan, Türkiye'de 1980 yılında yaşanan krizlerin, birinci nesil kriz modelleri, sabit kur sisteminde uygulanan yanlış ekonomi politikaları sonucunda temel makroekonomik göstergelerin bozulması makroekonomik istikrarın bozulması sonucunda yaşandığı görülmektedir. Gelişen ülkelerde tutarsız ve yanlış uygulanan maliye politikaları, makroekonomik göstergelerdeki bozulma ile birlikte 1973 yılında yaşanan petrol krizi, sabit döviz kuru rejimini sürdürülemez kılmıştır. Latin Amerika ülkelerinde 1970 li yıllarda yaşanan krizler birinci nesil kriz modellerinin en önemli örnekleridir.

Uzun (2006), birinci nesil kriz modellerinde krizin en önemli öncü göstergelerinin; kamu sektöründe yüksek harcamalar, para arzının artması, yükselen faiz oranları, sabit döviz kuru ve azalan döviz rezervlerinin sayılabileceği, dahası mali açıklık, ticaret hadlerinde değişim, yurtiçi kredi faiz oranlarında artış, cari işlemler açığında artış, üretimde değişim olduğunu vurgulamaktadır.

1.7.2. İkinci Nesil Kriz Modelleri

Çakmak (2003), ikinci nesil kriz modellerinin, uygulanan politikalar ile beklentiler arasındaki etkileşimin krizlere yol açabileceğini savunmuştur. Özatay (2016), Avrupa'da 1992- 1993 yıllarında yaşanan ERM krizi ve 1994 Meksika krizinde bütçe açığının, parasallaşmanın olmadığını, bu krizlerin birinci nesil kriz modelleri ile açıklanamadığını vurgulamış, gelişmekte olan ülkelere ziyade gelişmiş ülkelerde görüldüğünü belirtmiştir. Birinci nesil kriz modellerinde krizleri öngörmede kullanılan, kamu harcamalarında artış, faiz oranlarında ve enflasyonda artış kredi hacminde genişleme, cari

işlemler dengesinde bozulma, parasal genişleme ve reel döviz kurundaki değerlenme, rezervlerdeki artış ile birlikte, ikinci nesil kriz modellerinde endüstriyel üretimdeki azalış, hisse senetleri fiyatlarındaki değişim, oynaklık, kısa vadeli borç miktarı, portföy yatırımları, yoğun spekülasyon atakların varlığı, yurtdışı ve yurtiçi faiz farklılıkları, ticaret hadlerindeki kötüleşme ikinci nesil kriz modellerinin göstergesi olmuştur.

1.7.3. Üçüncü Nesil Kriz Modelleri

Yayılma, Bulaşma Etkisi Modelleri olarak da adlandırılmaktadır. Özatay (2016) 1997 yılında Tayland'da başlayarak Kore, Malezya, Endonezya, Filipinler'e yayılan para, döviz ve bankacılık kriziyle ortaya çıktığını, 1998 yılında da Rusya'da da krizin gerçekleştiğini, krizlerin incelendiğinde, bütçe disiplininin olduğunu, temel makroekonomik değişkenlerde bozulmaların gözlemlenmediğini, krizlerden önce işsizlik seviyelerinde bir artışın gözlenmediğini belirtmiştir. Eraslan (2014), Asya krizi öncesinde bu ülkelerde ikinci nesil kriz modellerinde olan, olumsuz bekleyişlerin olmadığını, dahası IMF ve derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilir ülkeler olarak ilan edildiklerini açıklamıştır. Özatay, (2016), birinci ve ikinci nesil kriz modelleri ile izah edilemeyen 1997 Asya krizinin temel nedenlerinin bankacılık sektöründe, şirketler kesiminde bilanço yapısındaki bozulmalar ile açıklanabileceğini belirtmiştir. Üçüncü nesil kriz modeli göstergeleri; sermaye piyasalarındaki fiyat hareketleri, varlık fiyatlarında aşırı artış, balonlaşma, bankacılık sektöründe likidite ihtiyacı, bankacılık sektörünün denetlenmesi göstergeleri, döviz cinsinden borçlardaki artış, dış ticaret ve cari işlemlerde bozulmalar önemli göstergeler olarak kabul edilmektedir. Bulaşıcılık etkisi üçüncü nesil kriz modellerinin önemli özelliğidir. Eraslan (2014: 34) üçüncü nesil kriz modeli olarak bilinen Güneydoğu Asya krizinde, ahabap çavuş kapitalizmi kavramı ile açıklandığı, hatalı politik kararlar ve tercihler sonucunda ortaya çıkan finansal problemlere işaret etmektedir. Parasız ve Bildirici (2006) üçüncü nesil kriz modellerinin bilanço analizine dayandığını savunmuştur:

- ✓ Gerekli düzenlemelerin yapılmadığı mali ve finansal piyasalardaki bilanço bozuklukları, devlet garantilerinin, teşviklerinin kötüye kullanılması gibi mikro ölçekte bozulmalar,

- ✓ Döviz fiyatındaki oynaklıklardan kaynaklanan bilanço bozuklukları, aşırı döviz yükümlülüklerindeki artıştan kaynaklanan borç değerindeki artışın oluşturduğu zayıflıklar,
- ✓ Gelişmiş ülkelere nazaran gelişen ülkelerin finansal piyasalardaki yüksek riskli yapı, Yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı Güneydoğu Asya'da ve Rusya'da yaşanan üçüncü nesil krizlerin temel nedenleri olarak değerlendirilebilir.

1.8. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişme Yolundaki Ülkeler Üzerine Makro Ekonomik Etkileri

Gelişmekte olan ülkeler içinde özellikle tasarruf ihtiyacı ve döviz ihtiyacı olan ülkeler dış şoklara karşı hassasiyetleri sebebi ile kırılgan ekonomi olarak bilinmektedir. Yaşanan finansal krizler, kısa sürede Malezya, Endonezya ve Filipinlere sıçrayan Tayland krizi ve Brezilya, Pakistan ekonomilerini etkisi altına alan Rusya Krizi İngiltere ve ABD gibi gelişmiş ülkeleri de etkilemiştir. Yıllar itibariyle kredi büyümesi, kredi / mevduat oranı, toplam Krediler / GSYH oranı, finansal sektörün döviz borcu / GSYH oranı finansal kırılganlığın göstergeleridir. Devlet bütçesi ile kamu borçlarının ödenememesi, yüksek kamu açığı mali kırılganlık göstergeleridir. Bir ülkenin diğer ülkeler ile ekonomik ilişkileri, cari açık / GSYH, döviz rezervleri / GSYH, toplam dış borcu / toplam ihracat, toplam dış borcu / GSYH, döviz rezervleri / kısa vadeli döviz borcu oranları ile değerlendirilebilir. Bütçe açığının ve cari açığın artmış olması ise ikiz açık olarak ifade edilen kırılganlığın arttığı durumda ortaya çıkmaktadır. Kırılganlık indeksleri kırılganlığın nedeni konusunda bilgi vermekte, ülkeye gelebilecek kısa vadeli sermayenin hareketi ve maliyeti açısından önem arz etmektedir.

Küresel ekonomide büyük merkez bankalarının geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları ve para arzında artış ve azalışlar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin uluslararası piyasalarda hacminin ve hızının artması, gelişmekte olan ülke ekonomilerinin makroekonomik değerlerini etkilemiştir.

1.8.1. Tasarruf, Tüketim ve Yatırım Üzerine Etkileri

Park ve Shin (2009) cari işlemler dengesi, yurtiçi tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkiyi inceledikleri gelişen Asya ülkelerinde tasarruf oranının yatırım oranından daha fazla

olduğunu, tasarrufların, sürdürülebilir yatırım artışının cari açık için önemini vurgulamışlardır.

Cari açık veren, borçluluk oranı yüksek, gelişen ülkeler, yurtiçi tasarruflarının yetersizliği, yabancı tasarrufları ülkelerine çekebilmek ihtiyacı içinde pozitif reel faiz ve düşük kuru destekleyen para politikaları uygular. Faiz oranlarındaki artış, ekonomik büyümeleri için gerekli olan yatırımları azaltır. Faiz yatırımın maliyet unsurudur, faiz oranının artması yatırım yapmanın maliyetini de artıracaktır. Yüksek faiz dönemlerinde şirketlerin faaliyet dışı karları, faaliyet karlarından yüksek çıkabilir. Firmalar üretim hacmini artırmak yerine faiz geliri elde etmeyi tercih ederler.

Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin tüketim ve yatırım açısından olumlu veya olumsuz bir etki yaratması ülkeye gelen sermayenin amacına, vadesine göre değişebilir. Şayet gelen sermaye hareketi çok kısa vadede spekülasyon amaçla gelirse üretim ve istihdama yönelik yatırımları desteklemeyecektir, aksine varlık fiyatlarında balonlaşma yaratabilir. Yerli paranın değerini artırabilir, döviz ucuzlatır, ihracat gelirlerinin azalmasına, tüketim için ithalat giderlerinin artmasına neden olarak tüketimi artırabilir. Eğer kısa vadeli sermaye kurumlaşmış finansal kuruluş, sendikasyon kredileri vb. banka aracılığı ile yurtdışından maliyeti düşük bir kaynak olarak kısa vadeli finansman imkânı yaratıyor ise üretim yapan firmaların işletme sermayesi için kaynak olabilecektir.

1.8.2. Enflasyon Üzerine Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerin en önemli yapısal sorunlarından biri yüksek enflasyon oranlarıdır. Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ekonomik birimler karlı verimli istihdam artırıcı üretim faaliyetleri yerine faiz geliri elde etmeyi, kısa vadeli varlıklara yatırım yapmayı tercih etmektedir. Böylece reel sektör yatırımından çıkan sermaye spekülasyon alanlarına gitmektedir. Yüksek enflasyonun kronikleştiği gelişmekte olan ülkeler sıklıkla devalüasyonlara maruz kalabilir. Ulusal parası sıklıkla devalüe edilen bir ülkenin para birimi değer saklama aracı olma özelliğini yitirebilir.

Enflasyon oranı yüksek olan ülkelerde kısa vadeli sermaye yüksek faiz getirisi beklentisi ile geldiği ülkede faiz maliyetini artırarak yurtiçinde maliyet enflasyonu yaratır. Özellikle finansal piyasaları sığ olan gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketi gittikleri ülkenin fiyat istikrarını bozmakta sonuçta faiz oranını artırmaktadır. Kısa vadeli sermaye

hareketlerinin ülkeden çıkışı ile döviz kurunda meydana gelen artış ithal mallarının fiyatlarını artıracak, ithal hammadde ve ara malı kullanan ürünlerin fiyatlarında ve ithal tüketim malı fiyatlarında artışına neden olacaktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon yaratması etkisi ile üreticiler ve satıcılar dövizde meydana gelen artışı bahane ederek ürün ve hizmetlerin fiyatlarını artıracaklardır.

1.8.3. Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Uygulanan döviz kuru rejimine göre değişiklik göstermektedir. Sabit Kur Rejimi uygulanan ülkelere gelen yabancı sermaye uluslararası rezervleri arttırmaktadır. Dalgalı kur rejimi uygulanan ülkelere sermaye girişlerindeki artışlar yurtiçinde döviz miktarını artırarak yerli paranın değerinde artış yaratır. Kısa vadeli sermaye hareketinin gelişen ülkeden çıkışında da döviz kurlarında farklı etkiler yaratır. Ani ve hızlı bir çıkış yaşandığında döviz talebi artacağından, döviz darlığı yaşanacak yabancı para değeri hızla yükselerek, yerli paranın değerinde aşırı düşüşler yaşanacaktır. Enflasyon oranının yüksek olduğu gelişen ülkelere sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile yüksek faiz politikasının uygulanması değerli kur politikasını da birlikte getirmektedir. Kaynakların ülke dışına çıkmasını önlemek için veya sınırlı tutabilmek için, kur artışının yönetilerek enflasyonun altında tutulmak istenmektedir. Bu da ülkenin rekabet gücünün azalması sonucunu getirmektedir. Ayrıca aşırı değerlenen kurun sermaye kaybına neden olacak, yerli yatırım kaynaklarının azalmasına sebep olacaktır.

1.8.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

Ödemeler bilançosu cari işlemler hesabı incelendiğinde, cari fazla veren ülkeler dış varlıklarını artıracaklar, cari açık veren ülkeler ise yabancı kaynaklara ihtiyaç duyacak, dış yükümlülükleri artacaktır. Cari açık için en önemli denge unsuru da dış ticaret dengesidir. Kısa vadeli sermayenin ülkeye gelişi ile döviz arzının artması, ithalatın artmasına, ihracatın da azalmasına sebep olabilir. Gelişen ülkelere Cari açığın GSMH'nin % 5' in üzerinde olması ülkenin kırılgan olmasının göstergesidir. Ancak önemli olan cari açığın büyüklüğünden ziyade finanse ediliş biçimi önem kazanmaktadır. Açıkların kısa vadeli sıcak para tabir edilen spekülasyon sermaye ile finansmanının sağlanması hem maliyetin hem de kırılganlığı artırabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde aşırı sermaye girişi ile likidite artışı ithalatı artırarak tüketim artışına ve dolayısı ile enflasyonun da artmasına neden olabilmektedir. Yerli paranın pahalılaşması, ihracatçı firmaların rekabet gücünü azaltarak dış ticaret dengesi üzerine olumsuz etkiler yaratacaktır. Ülke ekonomisinin ithalata bağımlı olma riski artabilir. İthalatın kısa vadeli sermaye akımları ile finansmanının sağlandığı durumlarda ani sermaye çıkışlarında yabancı yatırımcıların döviz talebi artacağı için merkez bankası müdahalelerde bulunmak zorunda kalacak, bu durum döviz rezervlerini azaltacaktır.

Gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketleri kısa dönemde ulusal ekonominin artan ithalatını, kamu açıklarının finansmanını sağlayabilir. Üstelik finanse edilen ithalat kaynaklı yüksek büyüme oranları kısa vadede ekonomiyi pozitif yönde etkilese de, uzun vadede kısa vadeli sermaye girişinin devam etmesi ile reel kurda değerlenme ödemeler dengesinin sürdürülebilir olmaktan uzaklaştırabilmektedir. Yurtiçi tasarruflar ile sermaye piyasalarının derinleşmesi sağlanabilirse kısa vadeli spekülatif sermayenin ülkeye giriş ve çıkışlarındaki bu olumsuz etki nispeten önlenebilmektedir.

1.8.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri

Gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye girişi tüketimi ve ekonomik büyümeyi hızlandırmakta sermaye çıkışı ise büyümeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Giriş dönemlerinde likidite artışı ile beraber tüketim harcamalarının (C) ve yatırım harcamalarının (I) artması ekonomik büyümenin de artmasına yol açmaktadır. Bu durum, literatürde yapay bir büyüme olarak adlandırılmaktadır. Ancak kurlardaki artış ihracatın azalması ile sonuçlanmakta, yabancı ülkelere satılan mal ve hizmet talebinin düşmesine neden olabilmektedir. Sıcak para girişi ile yabancı paranın değerinin düşmesi ithalat yolu ile dış ticaret girdilerinin maliyetini ucuzlatmakta bu da iç talebin ithal ürünlerine yönelmesi ile ithalatın artması yönünde etki yapmaktadır. Milli gelir unsuru olan $(X - M)$ 'in azalması halinde kısa vadeli sermayenin geldiği ülke milli gelirinde azalmaya sebep olabilmektedir. Kısa vadeli sermaye yatırımları belirli dönemlerde kar ettiğinde bu karlarını kendi ülkesine veya merkezine transfer etmesi durumunda dış açığı artıran etkiler yaratarak, yatırım ve tasarruf artışlarını yavaşlatmakta, milli geliri olumsuz yönde etkilemektedir. Alantar (2003), ATO (2003), Ankara Ticaret Odası tarafından yapılan bir çalışmada 2001 yılı öncesinde, yüksek faiz ve düşük kur döneminde, 1 milyon US\$ kısa

sürekli sermayenin 18 aylık dönemde yaklaşık % 157 oranında getiri sağladığını tespit etmiştir. Günümüzde, 2024 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek faiz, düşük kur dönemi sürecinde yüksek faiz oranları, yüksek faiz getirileri haftanın yedi günü 24 saat internet ortamından tahvil faiz oranları, mevduat faiz oranları gerek ulusal gerek ise uluslararası yatırımcılara tanıtılmakta ve alım satım işlemleri yapılabilmektedir.

1.8.6. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri

Gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye girişlerinin etkileri, sığ, derin olmayan piyasalarda yüksek fon miktarı ve hızlı işlemler sonucu olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir. Hisse senetlerinin piyasa fiyatları şirketlerin, gelişimi, pazarı, üretimi, yönetimi vd. unsurlar ile belirlenebilmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerin derinleşmemiş, sığ piyasalarında şirketlerin pay senetlerine aşırı spekülasyon talebi olması durumunda pay senedinin değeri gerçek değerinden çok daha fazla ve hızlı bir şekilde artacak, aynı şekilde hisse senedinin ani ve fazla miktarda satılması durumunda hisse senedinin fiyatı gerçek değerinden çok daha fazla düşecektir. Bu etkileri önlemek için yurtiçi tasarrufların artması ile sermaye piyasalarının derinleşmesi zorunluluk arz etmektedir.

Kiyotaki ve Moore (2005) bir finans piyasasında araç çeşitliliği ve bu araçlara ulaşabilme imkânlarının artması, bu imkânların yurtdışı ve yurtiçi kurumlar tarafından etkin kullanılmasını bir ekonomide finansal derinleşme olarak tanımlamıştır. Hermann ve Winkler (2009), 23 adet değişken kullanarak 1994-2006 dönemi verileri ile Asya ve Avrupa'da gelişen ülkelerde gelişmiş ve daha entegre finans piyasalarına sahip gelişen ülkelerde yurtdışından borçlanma kapasitesinde artışa yol açtığı sonucuna ulaşmıştır.

1.8.7. Kamu Dengesi Üzerindeki Etkileri

Kamu sektörü dış borç oranı yüksek olan gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülasyon niteliğiyle artarak kamu sektörüne finansman yaratması faiz ödemelerinin yükünü artırmaktadır. Faiz dışı bütçe açığının olmadığı ülkelerde bile kamu finansmanının maliyetli oluşu kamu açıklarını artıran unsurlardandır.

Akdış, (2004), kamu kesimi dengesinde yapısal sorunlar yaşayan, faiz-borç sarmalının hâkim olduğu, döviz darboğazı içinde ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinde denetim yerine finansal liberalleşme hızında artış görüldüğünü vurgulamıştır.

Kamu tasarruflarında azalış ve uluslararası piyasalardan kısa vadeli borçlanmadaki artış, faiz oranlarında yükselişlere, kaynakların daha fazla yurtdışına transfer edilmesine neden olmaktadır. Kamu borçlanma yapısının bozulması, artan borçluluk oranı ile gelecek nesillere aktarılan kamu borcu artışı spekülâtif sermayenin ülkede yarattığı olumsuzluklardır.

1.8.8. İstihdama Etkisi

Tasarruf ihtiyacında olan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde istihdam yaratabilecek sermaye uzun vadeli doğrudan sabit sermaye yatırımları şeklinde olmaktadır. Ancak, istihdam sağlayan bir üretim işletmesinin işletme sermayesi için kısa ve orta vadeli sermaye ihtiyacı olabilir. İşletme faaliyetlerinin hem uzun dönemde hem de kısa dönemde verimli ve karlı şekilde gerçekleşmesi için kısa dönemde işletme sermayesine finansman sağlayabilecek kısa vadeli yabancı sermaye unsuru istihdamda artış imkânı yaratabilir. Kurumlaşmış bir yapı içinde bankalarca yurtdışından kısa ve orta vadeli sağlanan sendikasyon kredilerinin firmaların işletme sermayesi için bazen melhem olabilecek çeşitleri günümüz bankacılık sisteminde mevcuttur.

Gündoğan (2002) gelişen ülkede uzun vadeli doğrudan yatırım yapan uluslararası yabancı firmaların üst düzey yöneticileri haricinde işgücünü yatırım alan ülkeden karşılaması istihdama katkı yaratmaktadır.

Gelişen ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin spekülâtif ataklalar ile girip çıkması, ülkedeki makro ekonomik değerleri, istikrarı bozabileceğinden üretim ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların mali durumunda aksaklıklar yaratarak üretimin, istihdamın düşmesine neden olabilmektedir.

1.8.9. Ekonominin Genel Dengesi Üzerine Etkisi

Ekonomide genel denge, yurtiçinde gelirlerin tüketime, tasarrufa, yatırıma aktarıldığını, tüketimi, tasarrufu, üretimi finanse eden kaynakların ne kadarlık miktarı yurtdışından temin edildiğini, ekonomik birimlerin bu denge unsuru içinde ne kadarlık pay aldığını gösteren verilerdir. Akyüz (2011) Gelişen ülkelerin tasarruf yetersizliği yabancı sermaye talebini artırmakta olduğu, büyüme hedefine ulaşmak isteyen ülkenin sermaye akımı döneminde uygun yapısal reformların yapılması ve uygulanması ile olumsuz etkilerin azaltılabileceği ileri sürülmektedir.

1.9. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Risklere Karşı Önlemler

Gelişen ve gelişmiş ülkelerde özellikle 1990'lı yıllardan sonra yaşanan finansal krizlerin bu ülkelerde meydana getirdiği derin olumsuz etkiler ile kısa vadeli sermayenin, özellikle spekülasyon hareket eden sermayenin kontrol edilmesini zorunlu hale getirmiştir. Ancak sermaye kontrolleri sermaye hareketlerini kısıtlamaktadır.

Bloomfield, (1946) sermaye kontrollerinin sermayenin yönünü, hacmini, zamanlamasını ve karakterini değiştirebilen her türlü resmi tedbirleri içerdiğini ifade etmektedir.

Sermaye kontrollerinin nedenleri;

- ✓ Aşırı dalgalanmaların, oynaklığın azaltılması,
- ✓ Sermayenin ani giriş çıkışlarının önlenmesi,
- ✓ Kamu ve özel sektör gelirlerinin artırılması,
- ✓ Likiditenin kontrol edilmesi,
- ✓ Döviz kurlarında istikrar sağlanmasıdır.

1.9.1. Uluslararası Sermaye Kontrolleri ve Riskten Korunma

Uluslararası sermaye kontrolleri ve riskten korunma Tobin Vergisi, SDR özel çekme hakları ve IMF fonları, IMF düzenli ve etkili iflas prosedürleri, uluslararası iflas mahkemeleri ve ilgili kurumların oluşturulması başlıkları ile açıklanmıştır.

1.9.1.1. Tobin Vergisi

Tobin vergisi, uluslararası sermaye kontrolünün en önemlilerindendir. Döviz işlemlerinin vergilendirilmesi ile uygulanmaktadır. Tobin vergisi, kısa vadeli spekülasyon, gün içinde haftalık vb., alım satım yapılan işlemleri caydırabilecek etki yapacak, ancak uzun vadeli sermaye hareketleri üzerinde olumsuz bir etki oluşturmayacaktır. Smith (1997), Tobin vergisinin fon oluşturma ve para krizlerini ve para piyasalarındaki istikrarsızlığı önleme fonksiyonu olduğunu ifade etmektedir. Organ vd. (2016) 2005 ile 2014 dönemi için KVSH ile döviz kuru arasında VAR metodolojisi, etki- tepki analizleri ile Tobin vergisinin etkinliğini incelemiş, gelecekte döviz kurunu etkileyen en önemli değişkenin KVSH olacağını, etki- tepki analizinde KVSH'nde meydana gelen bir şok etkisinin döviz kurunu % 4 oranında negatif etkilediği sonucuna varmışlar ve tüm dünya ekonomilerinde küresel bir kural koyarak uygulandığında Tobin vergisinin etkili olacağını belirtmişlerdir.

1.9.1.2. SDR Özel Çekme Hakları ve IMF Fonları

SDR Özel çekme hakları IMF'nin üye ülkelere belirli bir limit dâhilinde kullandığı fonlar uluslararası sermaye kontrolü açısından değerlendirilebilir. Ayrıca diğer bir kriz önlemi ise IMF'nin yeni bir kriz fonu oluşturarak, olağanüstü durumlarda ülkelerin bu fondan borçlanarak spekülâtif ataklara karşı kontrol uygulayarak kendilerini savunabilmesidir.

1.9.1.3. IMF Düzenli ve Etkili İflas Prosedürleri, Uluslararası İflas Mahkemeleri ve İlgili Kurumların Oluşturulması

IMF'nin hazırladığı Rapor, G-22 Uluslararası Finansal Krizler Çalışma Grubu'nun raporunda ortaya konulan “etkili iflas rejimlerinin temel ilkeleri ve özellikleri” üzerine kuruludur. Kısa vadeli kredi ve fonların krize maruz kalan gelişen ülkelerdeki etkilerini önlemeye yönelik mevzuat düzenlemelerine, uluslararası iflas mahkemelerine yönelik çalışmalardır. Uluslararası finansal sistemden alınan kısa vadeli kredi ve fonların ödeme güçlüğü içinde olan gelişmekte olan ülkede temerrüde düşen borç artışının uluslararası mevzuat düzenlemeleri ile çözümlenmesi, şirket tasfiyesinin engellenmesine ilişkin kurumların oluşturulmasıdır. Uluslararası sistem içinde ülkelerin krizi önleme ve yönetme konusunda danışma hizmeti alabileceği Uluslararası Finans Kriz Yöneticiliği Kurumu oluşturulması uluslararası sermaye kontrolleri açısından önemlidir.

1.9.2. Ulusal Sermaye Kontrolleri

Sermaye kontrollerinin uygulanabilirliği yönünden değerlendirildiğinde sermaye, ilgili ülke içi mevzuata uygun olarak daha etkin kontrol edilebileceği kaçınılmazdır.

Şaharma (2003), ulusal sermaye kontrollerini, Dolaylı Sermaye Kontrolleri ve Doğrudan Sermaye Kontrolleri olarak incelemiştir.

1.9.2.1. Doğrudan Sermaye Kontrolleri

Sermayenin türünü ve miktarını etkileyen kontroller doğrudan sermaye kontrolleridir. Sermayenin ülkeye girişini ve ülkeden çıkışını kontrol edebilir. Sermayenin limitler dâhilinde izin verilmesi, ya da yasaklanması şeklinde uygulanabilir.

Kaptan ve Rodrik (2001) Sermaye çıkışları üzerinde kontrol uygulamasının piyasa güveninin kaybedilmesine neden olacağı için tercih edilmediğini belirtmiştir.

Yerli sermayenin ülkeden kademeli çıkış veya yasaklama yolu ile ülkeden çıkışına kontrol uygulanabilir. Bu uygulamalar ile ülke ekonomisi ani kırılmalara karşı önlem olarak korunmak istenmektedir. Bankaların yurtdışında aldıkları pozisyonların doğrudan kontrol yöntemleri ile sınırlandırılması bu kapsamda önlemler arasındadır.

1.9.2.2. Dolaylı Sermaye Kontrolleri

Sermaye işlemlerinde maliyet artırıcı unsurlar ile dolaylı yoldan sermaye hareketleri azaltılmaya çalışılmaktadır.

Bird ve Rajan (2000) karaborsa gibi yasal olmayan işlemlere zemin hazırladığı için sermaye miktarına yönelik kısıtlamalar gidilmesinden ziyade gelir elde edilmesine de imkân veren, döviz işlemlerinde maliyet artırıcı unsurların, vergilerin daha uygun olacağı görüşündedir.

Ergül (2012) dolaylı sermaye kontrolleri amacının daha çok sermaye hareketlerini daha maliyetli yaparak caydırıcı olmasının sağlanması görüşündedir.

İkili (Çoklu) Döviz Kuru Uygulaması

Ticaret ve sermaye işlemleri için kullanılan döviz kurunda istikrar sağlanması için ayrı döviz kuru uygulanmasına ikili (çoklu) döviz kuru adı verilmektedir. Bu uygulamanın amacı, yerli para cinsinden açık pozisyonda kalmak isteyen yatırımcıların spekülatif olmayan kredi talebi için, gerçek ticarete yönelik işlemlerde kur talebinin normal piyasa fiyatından karşılanması, spekülatif amaçla yerli kredi ihtiyacında, döviz alım satımı ihtiyacında spekülâtörün maliyetinin yükseltilmesi sureti ile daha yüksek kurdan işlem yapılmasıdır.

Ülke içerisinde ekonomik birimlerin gerçek ihtiyaçları için kullanacakları kur dalgalansa bile, belirlenen istikrarlı kur fiyatından döviz temin edebilirler. Bu uygulama ülkenin ithalat rakamlarının artmasının önüne geçebilmekte, ihracat karşılığı ülkeye gelen dövizin de değerinin korunmasını sağlamaktadır.

Merkez Bankasının Döviz Piyasasına Müdahaleleri

Merkez bankası, döviz kurunda yaşanacak ani dalgalanmaları önlemek için döviz piyasasına müdahale ederek kur değişimlerinin ekonomiye olumsuz etkisini kontrol etmeye ve azaltmaya çalışmaktadır.

MB, Sadece paranın fiyatı ve likidite kontrolü üzerinde müdahale yapmaz aynı zamanda bankaların munzam karşılıklarını farklı düzenlemeler ile yöneterek likiditeyi ve paranın fiyatını kontrol etmektedir.

Yabancı Sermayeye Fazladan Karşılık Ayrılması Gereksinimi Getirilmesi

Merkez bankası tarafından yerleşik olmayanların sermaye hareketlerine yönelik, belirlenen oranda sermaye karşılığının yerel para veya döviz cinsinden ayırması zorunluluğu uygulamasıdır. Böylece ekonomik konjoktüre uygun olarak ülkenin sermaye ihtiyacının bulunduğu dönemlerde daha az karlıklı oranı belirleyerek veya sermaye talebinin olmadığı dönemlerde belirlenen karşılık oranlarını artırarak uygulanmaktadır. Karşılık ayrılması ihtiyacı, sermayenin süresine miktarına, türüne göre değişebilmektedir.

Vergileme

Sermaye girişlerinin tamamına vergi uygulanmasının spekülasyonlar ile ilgili olmayan yatırımcıların da vergiye tabi olmasına sebep olabilir. Vergilendirme işlemleri spor işlemler ile sınırlandırıldığında yatırımcılar vadeli işlemlere yöneleceklerdir. Ayrıca çok yüksek vergiler uygulanmasında finansal aracılık sektörünün işlem hacmini düşürerek sektörü olumsuz yönde etkileyebilecektir. Gerek uluslararası gerekse ulusal ekonomik konjoktür dönemleri ile uygun ve denetimli bir vergi kontrolü sağlanması özellikle gelişen ülke ekonomilerinde etkin olabilmektedir. French vd. (1994), doğrudan vergileme yönteminin, yabancı sermayenin ülkeye girişı ya da ülkeden çıkışında vergiler belirli oranda uygulanmakta, hisse senedi, döviz mevduatları gibi yatırım araçlarından sağlanan getiri vergilendirme yolu ile kontrolü sağlanmakta olduğunu açıklamıştır. Finansal işlemlerin vergilendirilerek, yerleşiklerin yabancı finansal aktifler, yerleşik olmayanların yerli finansal aktifler tutmaları cazibesini ve bu varlıklardan elde ettikleri getiriye sınırlamayı, böylelikle getiri oranlarının düşürülmesi veya maliyetlerinin artırılması ile bu yatırımların özendirilmesi veya caydırılması sağlanmaktadır.

Yerel finansal düzenlemeler

Finans kuruluşların ve bankaların düzenli ve etkin raporlama sistemleri oluşturarak sermaye yeterlilik rasyolarını yönetebilmeleri, denetim mekanizmalarının düzenlenmesi,

kontrolü, sıkılaştırılması, risk yönetimi politikalarının geliştirilmesi olarak sıralanabilir. Farklı zaman dilimlerinde uygulanmaktadır. Günümüzde dünyada bütün ülkeler tarafından yaygın uygulanabilmektedir.

Günümüzde yaşanan ekonomik dalgalanmalar ülkeler arasında kur savaşlarından, döviz kuru, faiz oranları, enflasyon oranları farklılıklarından, ülke riski, kur riski faiz riski gözetilerek varlık fiyatlarının getiri oranları farklılıklarından kaynaklanmaktadır.



2. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN VE G-20 GRUBU ÜLKE EKONOMİLERİ

2.1. G-20 Ülkeleri Ekonomileri

G-20 grubu, 1999 yılında sanayileşmiş ülkeler ile yükselen ekonomiler olarak adlandırılan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin yönetilmesi süreçlerinde birlikte temsil edilebilmesi ve daha istikrarlı mali sistem yapısında olmaları amacı ile katılımcı ülke maliye bakanları ve merkez bankası başkanları seviyesinde toplanan uluslararası bir platformdur. 2008 Küresel Krizinden sonra G-20 ülkeleri liderler düzeyinde toplanmaktadır.

Yıldız (2017), 19. yüzyıldan sonra ülkeler barış ve istikrar içinde işbirliğine gitmek ve uyum içinde olabilmek için örgütlenmişlerdir. Soğuk savaş sürecinde, 1970’li yılların sonlarında batı ülkeleri birlikte karar verebilmek amacı ile gelişmiş altı ülke ile G-6 grubu zirvesi Fransa’da toplanmıştır. Japonya’nın da zirvede bulunmuş olması bu grubun farklı kültürlerle açık olduğunu göstermiştir. Daha sonra bu gruba Kanada’nın da dâhil olması ile G-7 Ülkeleri olarak ifade edilmiş, 1998 yılında Rusya’nın da bu gruba katılımı ile G-8 Ülkeleri olarak adlandırılmıştır. Ancak Rusya’nın Kırım’ı ilhakından sonra G-7 Grubuna üyeliği askıya alınmıştır. Yıldız (2015: 66-70), G-8 ülkelerinin Rusya krizi ve Asya krizi döneminde duyarsız kalması G-20 grubunun oluşmasına neden olmuş, yükselen ekonomilerin küresel ekonomi içinde daha etkin rol alabilmesi, uzlaşma ile gelişen ülkeler ve gelişmiş ülkelerin birlik beraberlik içinde olması sağlanmıştır.

G-20 grubu; Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Avrupa Birliği (AB) Komisyonu, Kanada, Arjantin, Almanya, Avustralya, Brezilya, Çin, Endonezya, Fransa, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, İngiltere, İtalya, Japonya, Meksika, Rusya Federasyonu, Suudi Arabistan ve Türkiye’den oluşmaktadır. G-20 toplantılarına ayrıca IMF, Dünya Ticaret Örgütü ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar da katılmaktadır G-20’nin amacı küresel sorunlara karşı önlem alınması iken öncelik ekonomik sorunlardır. Her yıl dönem başkanı tarafından birkaç gelişen ülke toplantılara gözlemci olarak davet edilmektedir. İspanya G-20 zirvelerine ve toplantılarına daimi konuk üye statüsünde katılmaktadır. OECD verilerine göre; G-20 ülkeleri küresel ekonominin %85’ini, dünya ticaret hacminin %75’ini, dünya nüfusunun 2/3’ ünü temsil etmektedir. Ekonomik ve finansal krizlerin önlenmesi, yönetilebilmesi, çözüm üretilbilmesi amacı ile oluşan G-20 platformu

çalışmaları, ekonomi ile ilişkili enerji güvenliği, iklim değişikliği, kalkınma, yoksulluk, gıda güvenliği, istihdam, yolsuzlukla mücadele alanlarında genişlemekte, ekonomik ve mali sistemin güncel ihtiyaçlar doğrultusunda yapılandırılmasını hedeflemektedir. Başkan, önceki yılın başkanı, sonraki yılın başkanının oluşturduğu Troyka G-20 programının sürekliliğini sağlamaktadır. G-20'nin dönem başkanlığını üstlenen ülke bir yıl süresince sekreteryasını da yürütmektedir.

2.1.1. G-20 Ülkelerinde GSMH Değişimleri

Finansal serbestleşme uzun vadede ülkelerin büyüme oranlarını olumlu yönde etkilemiştir. G-20 ülkeleri içinde yüksek büyüme oranları ile Çin Halk Cumhuriyeti, Rusya, Endonezya, Hindistan ekonomilerinin hasıllarının artmasında serbest piyasa ekonomisi koşullarında finansal serbestleşmelerinin büyük etkisi bulunmaktadır.

Ülkeler/Yıllar	2000	2008	2013	2014	2019	2020	2021	2022	2023	Değişim (%)
Avustralya	416	1.056	1.577	1.468	1.394	1.330	1.559	1.692	1.728	315
Brezilya	655	1.695	2.472	2.456	1.873	1.476	1.649	1.920	2.174	232
Kanada	744	1.552	1.846	1.805	1.743	1.655	2.007	2.161	2.143	188
Çin	1.211	4.594	9.570	10.475	14.279	14.687	17.820	17.963	17.794	1369
Fransa	1.365	2.930	2.811	2.855	2.728	2.647	2.959	2.779	3.052	124
Almanya	1.947	3.745	3.733	3.889	3.889	3.887	4.278	4.082	4.526	132
Hindistan	468	1.198	1.856	2.039	2.835	2.671	3.150	3.416	3.568	662
Endonezya	165	510	912	890	1.119	1.059	1.186	1.319	1.371	731
İtalya	1.146	2.408	2.141	2.162	2.011	1.897	2.155	2.049	2.300	101
Japonya	4.968	5.106	5.212	4.896	5.117	5.055	5.034	4.256	4.204	-15
Meksika	742	1.161	1.327	1.364	1.305	1.120	1.312	1.465	1.789	141
Güney Kore	576	1.047	1.371	1.484	1.651	1.644	1.818	1.674	1.713	197
Rusya	259	1.660	2.292	2.059	1.693	1.493	1.836	2.240	2.021	680
S.Arabistan	189	519	753	766	838	734	874	1.108	1.068	465
Güney Afrika	151	316	400	381	389	338	420	405	381	152
Arjantin	284	362	552	526	448	386	487	633	646	127
Türkiye	274	770	957	938	761	720	819	907	1.118	308
İngiltere	1.665	2.929	2.784	3.064	2.851	2.697	3.141	3.089	3.381	103
ABD	10.250	14.769	16.843	17.550	21.380	21.060	23.315	25.439	27.721	170

Tablo 2: G-20 Ülkeleri GSMH (Milyar US\$), 2000-2023 Değişim Oranları

Kaynak: World Bank, World Development Indicators verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2’de, 2000 ile 2023 yılları arasında, belirli yıllarda GSMH verileri incelendiğinde, G-20 ülkelerinin büyüme içinde olduğu söylenebilir. G-20 ye üye ülkelerin GSMH’sı

2000 yılından 2023 yılına kadar % 202 oranında artmıştır. 2000 yılında G-20 ülkeleri GSMH'sının % 37,30'unu gerçekleştiren ABD'nin 2023 yılında payı % 32,52 oranında gerçekleşmiştir.

2008 küresel mali krizi ve 2019 yılında Korona virüs Pandemisi G-20 ülkelerinde ulaşımdan, doğrudan yabancı yatırımlara, büyümeye, üretimden tüketime, işsizlikten enflasyon oranlarına kadar makroekonomik performansı olumsuz etkilemiş, 2019- 2020 yıllarında tablo-2'de görüldüğü gibi 19 ülkede negatif büyüme gerçekleşmiş, ancak Çin'de büyüme pozitif olmuştur.

2000 ile 2023 yılları arasında Rusya'nın GSMH'sı % 680 oranında, Endonezya % 731 oranında Hindistan % 662 oranında artmıştır. 2008 yılında G-20 ülkelerinin büyüme oranlarına bakıldığında; 2008 krizinin etkisi Avrupa ülkelerine Asya ülkelerinden daha fazla olmuştur. Bu dönemde en düşük ortalama büyüme oranları Avrupa Birliği ekonomilerinde ve Japonya'da görülmüştür. 2008 yılına kadar %1,74 oranında ortalama büyüyen bu ülkelerin krizden sonra büyüme oranları azalmıştır. 2008 - 2014 döneminde % 0,13, 2000 - 2022 arasında ortalama %15,28 oranında büyüme gerçekleşmiştir. Japonya 2013 yılına kadar % 26,25 oranında büyüme gerçekleştirmiş olmasına rağmen 2022 yılında 5 Trilyon US\$ seviyelerinde seyretmiş, 2023 yılında, 2000 yılı ile karşılaştırıldığında % (-)15 oranında küçülmüştür.

2000-2008 yılları arasında ortalama % 4,72 oranında büyüyen Türkiye ekonomisi, 2001 krizinden sonra banka bilançolarının sağlıklı yapılanması sebebi ile 2008 yılı küresel krizden çok az etkilenmiştir. 2008 yılından sonra Avrupa Birliği ülkeleri kadar olmasa da Türkiye'nin de büyüme oranı düşmüş, 2008 ile 2014 yılları arasında ortalama % 3,72 büyüme oranı ile G-20 grubu ülkelerin ortalamasının üzerinde büyümüştür. Türkiye'nin GSMH'sı 2020 yılı ile 2023 yılı karşılaştırıldığında % 308 oranında artmıştır. Türkiye 2000 yılında 274 Milyar dolar GSMH'sı 2008 yılında 770 milyar dolar, 2013 yılında 957 Milyar dolar Türkiye'nin GSMH'sı 2013 yılında düşme eğilimine girmiş, 2020 yılında 720 milyar dolar seviyesine düşmüş, ancak 2023 yılında tekrar artış göstererek 1,118 milyar dolara ulaşmıştır. Türkiye, Meksika, Arjantin, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler ekonomik anlamda büyürken dış tasarruflara bel bağladıkları ve borçluluk oranları yüksek olan ülkeler olduğu için finansal krizlerden etkilenebilen daha kırılgan ekonomiler olarak kısa vadeli sermaye akımlarının olumsuz etkilerine daha fazla maruz kalabilmektedir.

Kazgan (2005: 39) gelecekte ABD'yi dengeleyecek gücün Çin olacağını öngörmüştür. 2000 ile 2023 yılları arasında GSMH'sini oransal olarak en fazla artıran ülke % 1369 artış oranı ile Çin olmuştur. Çin 2000 yılında G-20 Grubu ülkelerin toplam GSMH'sinden % 4 pay alırken, 2023 yılında aldığı pay % 21,51 seviyelerine yükselmiştir. Birçok araştırmada, Çin'de olağanüstü büyümenin yüksek nüfus oranına, verimli üretim sağlanmasına ve artan sermaye miktarına bağlı olduğunu tespit edilmiştir. Rivero (2003: 40) ise "totaliter" olduğunu nitelediği Çin'in ekonomisinde değişime dikkat çekip, ülke sınırları içinde birçok özerk ekonomisi olan bölgelere zorunlu olarak izin verdiğini açıklamıştır. Acemoğlu ve Robinson (2013) Çin'deki olağan üstü büyümenin 1950 ile 1960 yıllarındaki Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği'nin siyasal ve sömürü odaklı ekonomik kurumlaşmaya dayanan büyüme yapısına benzetmiştir. Roskin, (2007) ise Çin ekonomisinin görüldüğünün aksine kötü durumda olduğunu Çin'de bankaların teknik incelendiğinde iflas ettiğini, Çin'de tasarrufların çok yüksek olmasının ve endüstriyel büyümedeki hızın önemli sorunları görünmez kıldığını ileri sürmüştür. Çin, kriz döneminde fazla etkilenmesine rağmen 4-5 trilyon dolar olan GSMH'sini kriz sonrası 2010 yılında 6 trilyon dolar, 2018 yılında 13,9 trilyon dolara yükseltmiştir. Benzer şekilde, ABD kriz sonrasında 2010 yılına kadar 14 trilyon dolar GSMH'sini, 2018 yılında 20,5 trilyon dolara çıkarmıştır. Korona virüs pandemisi nin etkileri 2019 ve 2020 yılı gelişen ve gelişmekte olan G20 ülkelerinin tamamında etkisini göstermiş, Çin hariç bütün ülkelerde 2019 GSMH rakamları düşmüştür. 2021 yılından itibaren bütün ülkelerde büyüme rakamlarında tekrar artış görülmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulanan geleneksel ve geleneksel olmayan para ve maliye politikaları ile 2008 krizinden sonra QE niceliksel parasal genişleme programları uygulanmıştır. 2019 yılı korona virüs pandemisi sürecinde helikopter para tabir edilen hane halkı ve ekonomi birimlerine para aktarması sonucunda, Çin ve Hindistan hariç G-20 içindeki gelişen ülkelerin, gelişmekte olan ülkelere göre daha hızlı büyüdüğü gözlenmektedir. ABD'nin uyguladığı niceliksel genişleme para ve maliye politikalarından 2010 yılından sonra olumlu etkilenen ülkelerde finansal büyüme gerçekleşmiş, gelişmekte olan ülkelerin 2008 Krizi sonrasında daha çabuk normalleşebilmelerine bir başka neden de ABD'den likidite akışı olmuştur. 2008 krizinden daha çok gelişmiş ülkeler zarar görmüş, uluslararası ticaret hacmi gelişen ülkelere doğru kaymış, 2010 yılından sonra Çin, Hindistan ve Endonezya'da istikrarlı bir

büyüme artışı gözlenmiştir. Ancak Çin ekonomisinde görünen hızlı büyüme 2020 yılından sonra yavaşlamaya başlamıştır.

2.1.2. G-20 Ülkeleri'nde Cari Denge

Greenidge (2011) dünya ekonomisi için, ülkelerin dönemler itibariyle cari açık vermelerinin sermayenin daha üretken ülkelere doğru yönelmesi olgusu ile olumlu olarak değerlendirmiştir. Ancak, cari açık veren ülkelerin diğer ülkelere karşı borçlulukları sürekli arttığı için borçların ödenebilme riskinden dolayı sürekli cari açık veren ülkelerin dış yükümlülükleri sorgulanmaktadır.

Ülke/Yıl	2000	2008	2009	2012	2013	2019	2020	2022	2023
ABD	-401,9	-696,5	-379,7	-339,6	-439,8	-441,7	-597,1	-971,6	-812,7
Japonya	130,6	142,6	145,2	45,9	177,8	176,3	149,9	84,5	144,7
Almanya	-34,3	213,2	198,9	244,8	316,2	317,8	274,2	180,1	303,2
Fransa	15,0	-20,4	-14,8	-14,3	-23,2	13,9	-42,8	-56,8	-22,7
İngiltere	-30,6	-114,3	-74,3	-129,4	-112,9	-76,7	-77,5	-95,5	-73,5
İtalya	-3,1	-67,3	-41,4	24,5	54,5	65,6	73,6	-30,7	3,5
Kanada	19,0	2,3	-40,1	-58,0	-41,0	-34,1	-33,4	-7,9	-13,1
Rusya	45,4	103,9	50,4	33,4	115,7	65,7	35,4	238,0	50,6
Çin	20,4	420,6	243,3	148,2	24,1	102,9	248,8	401,9	264,2
Avustralya	-16,4	-51,0	-45,2	-50,9	-31,5	5,0	29,9	18,3	21,3
Suudi Arab.	14,3	139,7	28,3	143,1	72,9	38,5	-25,5	151,5	42,1
Güney Kore	10,2	1,8	33,1	77,3	77,5	59,7	75,9	25,8	35,5
Arjantin	-9,1	5,4	7,3	-13,1	-27,1	-3,5	2,7	-4,3	-22,7
Brezilya	-26,5	-35,6	-29,3	-88,4	-54,8	-68,1	-28,2	-48,3	-28,6
Endonezya	8,0	0,1	10,6	-29,1	-30,6	-30,3	-4,4	13,2	-1,6
Hindistan	-2,7	-27,9	-38,4	-32,3	-57,2	-24,6	24,01	-66,9	-43,1
Güney Afrika	-0,2	-15,9	-8,1	-21,4	-11,9	-10,1	6,6	-1,8	-6,1
Meksika	-18,7	-16,3	-7,1	-31,8	-25,9	-3,9	26,9	-17,7	-5,7
Türkiye	-9,9	-39,4	-11,4	-41,8	-49,3	15,0	-31,9	-46,7	-40,5

Tablo 3: G-20 Ülkeleri 2000- 2023 Cari Denge Rakamları (Milyar US\$)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Sanayileşmiş G-8 ülkeleri içinde belirli yıllarda cari denge rakamları izlendiğinde Japonya, Almanya ve İtalya 2023 yılında cari fazla veren, Fransa, İngiltere, Kanada ve ABD cari açık veren gelişmiş ülkeler durumundadır. 2023 yılında – 812,7 milyar US\$ ile en yüksek cari açık veren ülke ABD’ dir. Bu durum ülkenin tüketim toplumu olması, yüksek tüketici harcamalarının düşük tasarruf oranı ile karşılanamaması, ucuz ve kolay kredi imkânları ile ithal ürünlere olan talep, üretim ve sanayide azalan rekabet gücü, doların küresel ekonomide rezerv para birimi olması, ülkeyi yönetenlerin cari açığı desteklemesinden kaynaklanmaktadır.

Ülkeler/Yıllar	1994	1998	2000	2001	2008	2013	2019	2020	2021	2022	2023
Arjantin	-3,8	-4,4	-2,9	-1,3	1,5	-2,1	-0,8	0,7	1,4	-0,6	-3,2
Avustralya	-4,5	-4,9	-4	-2,2	-4,9	-3,4	0,3	2,2	2,9	0,9	0,3
Brezilya	-0,3	-4	-4	-4,4	-2,1	-3,6	-3,5	-1,7	-2,4	-2,1	-1
Kanada	-2,4	-1,3	2,6	2,2	0,1	-3,1	-2	-2	0	-0,4	-0,7
Çin	yok	3,1	1,7	1,3	9,2	1,5	0,7	1,7	2	2,5	1,4
Fransa	0,6	3,1	1,1	1,6	-0,7	-0,6	0,6	-2,1	0,3	-1,2	-1
Almanya	-1,5	-0,7	-1,7	-0,4	5,6	6,4	8	6,5	7,2	4,2	6,2
Hindistan	-1	-1	-0,6	0,7	-2,3	-1,7	-0,9	0,9	-1,2	-2	-0,7
Endonezya	-1,4	3,5	4,5	4	0	-3,2	-2,7	-0,4	0,3	1	-0,2
İtalya	1,2	1,7	-0,3	0,2	-2,7	1,1	3,2	3,8	2,1	-1,7	0
Japonya	2,6	2,8	2,6	2	2,8	0,9	3,4	3	3,9	2,1	3,6
Güney Kore	-1	10,1	1,7	0,4	0,2	5,4	3,4	4,4	4,4	1,4	1,9
Meksika	-7,8	-2,9	-2,5	-2,2	-1,4	-2,4	-0,3	2,4	-0,3	-1,2	-0,3
Rusya	3	0	16,3	9,8	5,8	1,5	3,9	2,4	6,8	10,5	2,5
SuudiArabistan	-7,8	-8,9	7,6	5,1	26,9	19	4,6	-3,5	4,8	13,7	3,2
Güney Afrika	0	-1,5	-0,1	0,2	-5	-5,3	-2,6	2	3,7	-0,5	-1,6
Türkiye	1,5	0,7	-3,6	1,9	-5	-5,1	2	-4,3	-0,8	-5,1	-4
İngiltere	-0,2	-0,3	-1,8	-1,8	-3,9	-4,6	-2,7	-2,9	-0,4	-2,1	-2
ABD	-1,7	-2,4	-3,9	-3,7	-4,7	-2	-2,1	-2,8	-3,7	-3,9	-3,3

Tablo 4: G-20 Ülkeleri 1994- 2023 Cari İşlemler Dengesi / GSMH Oranları

Kaynak: IMF, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

IMF (2024) yıllık verilerine göre; İngiltere en son 1985 yılında cari fazla vermiş, 1985 yılından bugüne kadar devamlı cari açık vermiştir. Kriz dönemlerinde diğer ülkelerin aksine tarihsel ortalamasında (115 Milyar US\$) seyretmiştir. En yüksek cari açık 2016 yılında % 5,3 oranında olmuştur. İngiltere 2023 yılında, % 2 oranla -73 milyar US\$ açık vermiştir. IMF (2024) yıllık verilere göre 1999 yılına kadar cari açık veren Kanada 1999 ile 2008 yılları arasında cari fazla vermiş, 2009 yılında krizden etkilenerek 40 milyar US\$ açık vermiş, 2020 yılına kadar ise cari açık /GSMH oranı yaklaşık olarak % 2-3 oranında seyretmiştir. 2021 yılında cari denge sağlanmıştır. 2023 yılı % 0,7 cari açık / GSMH oranı ile (-) 13,1 milyar US\$ dolayında cari açık vermiştir.

Roubini ve Watchel (1998) Ekonomik performansın ölçülebilmesinde cari işlemler dengesinin odak noktası olmasının sebepleri arasında cari dengenin ekonomik büyümeye önemli etkisinin olmasıdır. Dahası, yurtiçi tasarruf ve yatırımın unsurları, özel tasarruflar ve mali denge ile yakından ilişkili olmasıdır. Ayrıca, cari işlemler dengesi döviz kuru ve rekabet gücünde etkilidir.

Rusya ve Suudi Arabistan ekonomisinin daha az kırılgan gelişmekte olan ülkeler olmasının nedeni bu ülkelerin doğal kaynak zenginliği, petrol rezervleri ve yüksek oranda petrol ve petrol ürünleri ihracat gelirleri ile cari fazla vermelerinden kaynaklanmaktadır. Türkiye’de 2013 yılında yüksek seviyede cari açık vermesinin sebebi; dünya enerji fiyatlarındaki artış, sanayi malları ithalatı ve tüketim malları ithalatının yüksek olmasıdır. Boratav (2007). Arjantin ve Türkiye benzer şekilde her iki ülke ekonomileri kısır bir döngü içerisindedir ve sistemsiz hatalarında benzerlik göstermektedir.

2.1.3. G-20 Ülkeleri’nde Enflasyon

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyinde sürekli bir artış olarak tanımlanabilir. Merkez bankalarının nihai hedefi, ülkede enflasyon oranının optimal seviyede olmasını sağlamaktır. G-20 ülkeleri içinde gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları da para ve kredi politikaları araçlarını kullanarak enflasyon oranını kontrol ederek, en uygun seviyede kalmasını sağlayacak politikalar uygulamaktadırlar. Merkez bankalarının uyguladıkları enflasyon hedeflemesi rejimi ile ülkelerin enflasyon oranlarının birbirine yakınsaması beklenmektedir. G-20 ülkelerinin farklı kıtalarda, farklı coğrafi koşullarda, farklı kültürlerde bulunsalar da küreselleşen dünya ekonomisinde birbirleri ile ekonomik ilişki içinde oldukları söylenebilir. Bu ülkelerde enflasyon

oranlarının birbirlerine yakın oranlarda seyretmesi birbirleri ile ticaretlerinde ve finansal ilişkilerinde nitelik ve niceliksel verimlilik sağlayarak gerek ülke ekonomisinde gerekse küresel ekonomide istikrar yaratacaklardır. Belliler ve Demiralp (2024) G-20 ülkelerinde enflasyon yakınsaması üzerine Paseran (2007) panel birim kök testi ile çalışmasında, Almanya, Japonya, Rusya, Güney Kore, Suudi Arabistan, Brezilya, Avustralya, Endonezya, Hindistan, Meksika'nın G-20 ortalamasına yakınsadığını tespit etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin G-20 ortalamasına yakınsama davranışını önemli bularak bu ülkelerde ekonomik istikrarın sağlanmaya başladığının göstergesi olduğunu vurgulamıştır. Gürış (2019) AB ortalaması, Rusya, Fransa, Meksika, Çin'in Fourier Kruse yakınsama testi sonuçlarına göre G-20 ortalamasına doğru yakınsadığı görülmüştür.

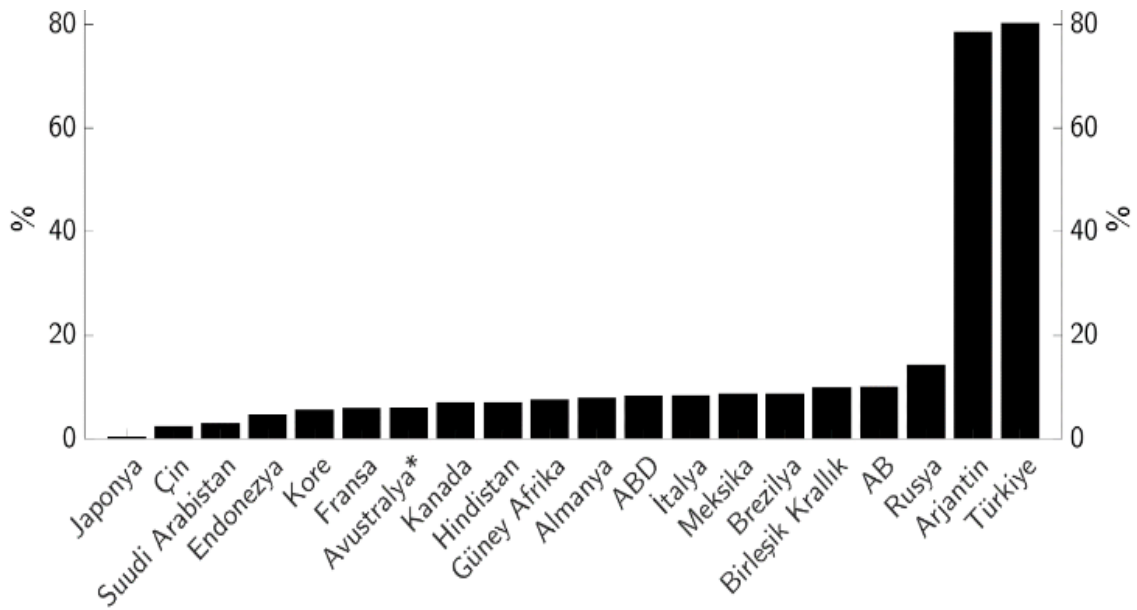
Ülkeler/Yıllar	2000	2008	2009	2013	2018	2019	2020	2022	2023
ABD	3,4	0,7	1,9	1,3	1,9	2,1	1,6	6,4	3,2
Japonya	-0,8	1,1	-2	1,4	0,9	0,5	-0,9	3,9	2,9
Almanya	2	1	0,9	1,3	1,8	1,3	-0,5	10,8	3
Fransa	1,8	1,2	1	0,8	1,9	1,7	-0,2	7	4,2
İngiltere	0,8	3,1	2,9	2	2,1	1,3	0,6	10,5	4
İtalya	2,7	2,4	1,1	0,6	1,2	0,5	-0,3	12,3	0,5
Kanada	3,1	1,8	0,8	1	2,1	2,1	0,8	6,6	3,2
Rusya	20,2	13,3	8,8	6,5	4,3	3	4,9	11,9	7,4
Çin	1,9	1,2	1,6	2,6	1,8	4,5	0,2	1,8	-0,3
Avusturalya	5,8	3,7	2,1	2,6	1,7	1,8	0,9	7,8	4
Suudi Arabistan	-1,7	5,4	3,5	2,5	1,9	-0,2	5,3	2	0,4
Güney Kore	2,8	4,1	2,8	1,1	1,3	0,7	0,6	5	3,2
Arjantin	-0,7	7,2	7,7	10,9	47,6	53,8	36,1	94,8	211,4
Brezilya	6	5,9	4,3	5,9	3,7	4,3	4,5	5,8	4,6
Endonezya	9,3	11,1	2,8	8,1	3,2	2,6	1,7	5,4	2,8
Güney Afrika	6,5	10,1	6,3	5,3	4,9	3,7	3,2	7,4	5,5
Hindistan	2,9	9,1	12,6	7,7	2,5	6,7	4,9	6,2	5,1
Meksika	9	6,5	3,6	4	4,8	2,8	3,2	7,8	4,4
Türkiye	39	10,1	6,5	7,4	20,3	11,8	14,6	64,3	64,8

Tablo 5: G-20 Ülkeleri 2000 – 2023 Yılları Tüketici Fiyat Enflasyonu

Kaynak: IMF, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde maliye ve para politikaları bazı dönemlerde birbirleri ile çelişebilmektedir. Merkez bankalarının enflasyonun kontrol edilmesine yönelik para politikaları öncelikleri ile genişleyici büyüme odaklı maliye politikalarının uygulanmasını isteyen siyasi iktidarlar birbirlerine ters düşebilmekte, siyasi kaygılar ile

popülist ekonomi politikalarının uygulandığı seçim dönemlerinde enflasyon oranlarında artış görülmektedir. G-20 Ülkeleri içinde kronikleşmiş yüksek enflasyon oranları ile kısır döngü içinde mücadele etmek zorunda kalan kırılğan ülke ekonomileri döviz ihtiyaçları sebebi ile yüksek maliyetli kısa vadeli sermaye akımına maruz kalmaktadırlar. Arjantin ve Türkiye G-20 ülkeleri içinde en yüksek enflasyon oranına sahiptir. Almanya, İngiltere, İtalya ve Rusya ekonomilerinde 2022 yılında % 10’lu seviyelere yükselen enflasyon Rusya-Ukrayna savaşından kaynaklanmıştır. Almanya başta olmak üzere Avrupa’nın Rusya doğalgazına bağımlılığı bu ülkelerde enflasyonu artırıcı etkenlerdendir. Almanya ekonomisinde yavaşlama diğer AB ülkelerini de etkilemiştir.



*Avusturalya verisi Haziran 2022 yıllık enflasyonu göstermektedir.

Grafik 1: G 20 Ülkeleri Ağustos 2022 yıllık Enflasyon Oranları

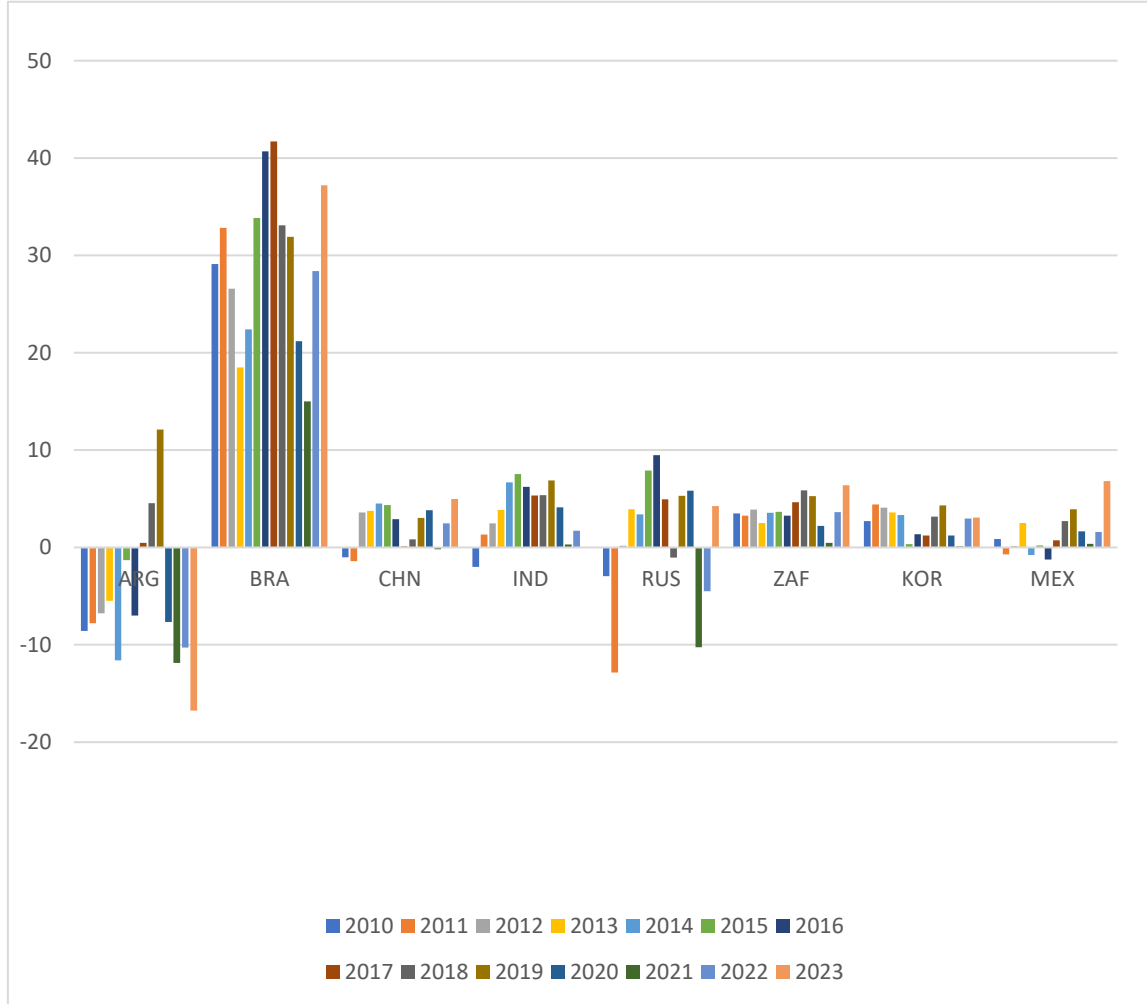
Kaynak: Gürkaynak vd.(2023), Ülkelerin istatistik Kurumları.

Tablo 5 ve Grafik 1’den görüldüğü üzere 2023 yılında %211,4 ile Arjantin en yüksek enflasyon oranına sahip ülkedir. Türkiye’nin 2021 yılı Eylül ayından itibaren yükselen enflasyonu 2022 ve 2023 yıllarında % 64 oranında gerçekleşmiştir.

2.1.4. G-20 Ülkelerinde Reel Faiz

G-20 Ülkeleri içinde en yüksek reel faiz veren ülke Brezilya’dır. 2008 Küresel Finans Krizinden sonra FED’ in QE niceliksel genişleme para politikaları sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinden Brezilya ekonomisi finans piyasalarına yüksek reel faiz getirisi sebebi ile sermaye akımı gerçekleşmiştir. Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan, Endonezya

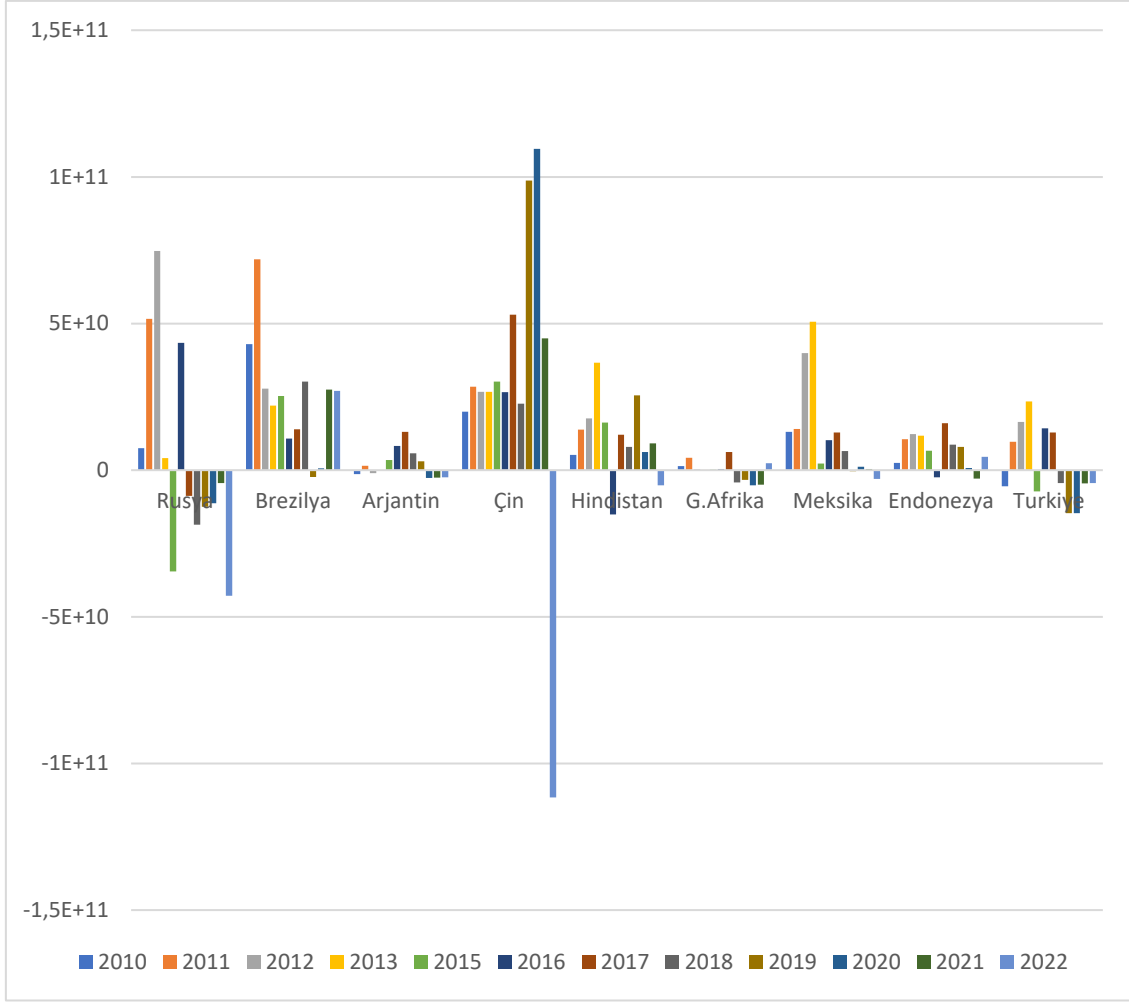
finansal piyasaları, reel faiz oranları ile kısa vadeli sermaye yatırımcıları için cazip ülkeler konumunda olmuş, Arjantin (-) reel faiz veren ülke olarak, Türkiye 2021 yılından sonra (-) reel faiz veren ülke olarak bu dönemde kısa vadeli sermaye akımları için cazip olmayan ülkeler konumunda olmuşlardır.



Grafik 2: G-20 Grubu Gelişmekte Olan Ülkeler Reel Faiz (2010-2023) (%)

Kaynak: Worldbank, World Development Indicators verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 2 incelendiğinde 2010 ile 2023 yılları arasında en yüksek reel faiz veren ülke Brezilya, Hindistan ve Rusya olarak görülmektedir. Arjantin (-) reel faiz veren ülke durumundadır.



Grafik 3: G-20 grubu, Gelişmekte Olan Ülkeler KVSH (2010-2022)

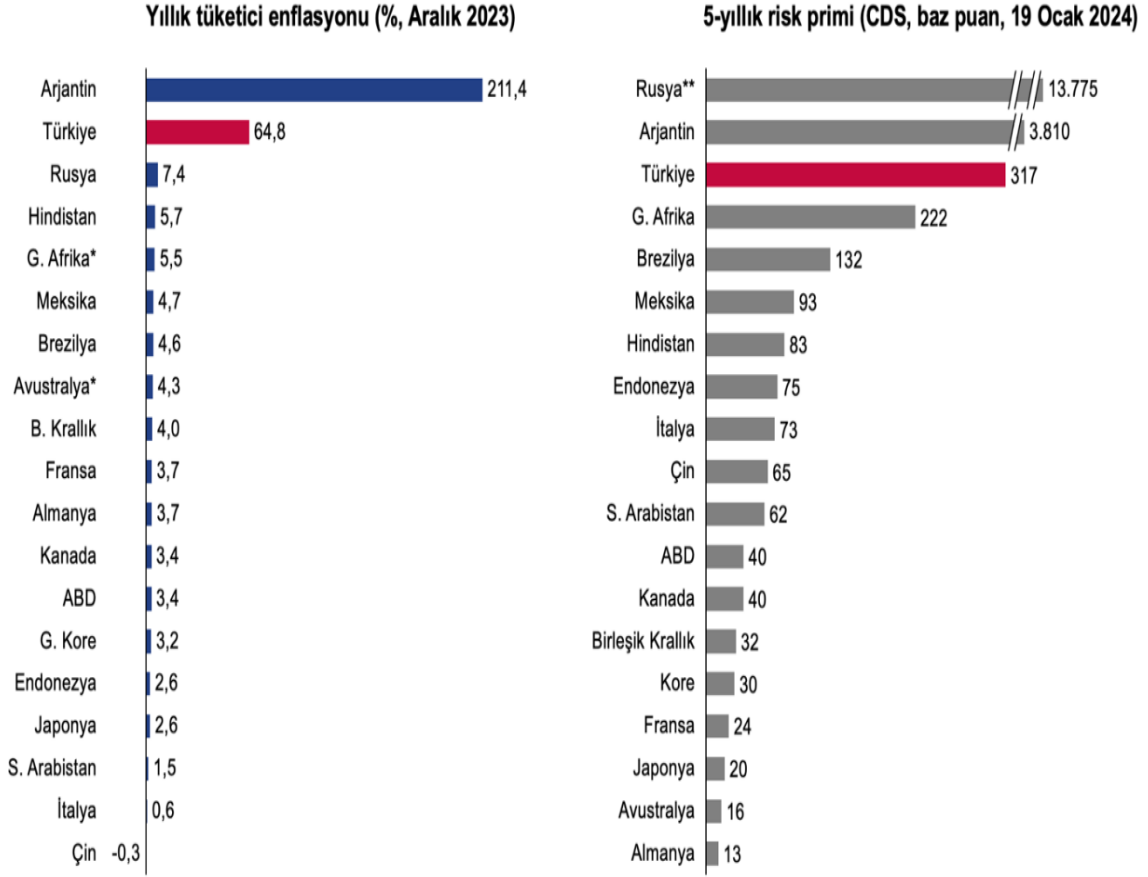
Kaynak: Worldbank, World Development Indicators verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 3 incelendiğinde Çin, Brezilya, Meksika, Hindistan kısa vadeli sermayehareketlerini çeken ülkeler olarak görülmektedir.

2.1.5. G-20 Ülkeleri CDS Primleri

Bir ülke tarafından yurtdışından alacağı kredinin geri ödenememe riskini ifade eden CDS priminde risk değeri, kredi talebinde bulunan ülkenin finansal güvenilirliği ile ölçülmektedir.

Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV)'ın 22.01.2024 tarihli Para Politikası Değerlendirme Notu isimli çalışmasında G-20 grubu ülkelerinde Aralık 2023 tarihi itibarıyla yıllık tüketici enflasyonu ve 19.01.2024 tarihi itibarıyla 5 yıllık risk primi mukayese edilmiştir.



Grafik 4: G-20 Ülkeleri Tüketici Enflasyonu ve CDS Primleri

Kaynak: TEPAV, World Government Bonds, Thomson Reuters. *Kasım 2023 verisi kullanılmıştır.

** Rusya için 30 Mayıs 2023 verisi kullanılmıştır, <https://tepav.org.tr/tr/haberler/s/10698>, ulaşım tarihi 25. Aralık 2024

Aralık 2023 ayında Türkiye'nin yıllık tüketici enflasyonu G-20 grubu içinde benzer ülkeler Güney Afrika, Brezilya, Meksika, Hindistan, Endonezya'dan çok daha yüksek oranda gerçekleşmiştir. Arjantin'in % 211,4 enflasyonundan Türkiye'nin enflasyonu % 64,8 daha düşüktür. 19.01.2024 tarihi itibarıyla 5 yıllık CDS primleri incelendiğinde Türkiye'nin CDS primi 317 olup, G-20 grubu içinde benzer ülkeler Güney Afrika, Brezilya, Meksika, Hindistan, Endonezya'nın risk primlerinden daha yüksektir. Türkiye'nin enflasyonu ve CDS risk primi, Arjantin ve Rusya dışındaki 17 ülkenin yıllık enflasyonundan, risk primlerinden olumsuz olarak ayrılmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları Türkiye piyasalarını eksi reel faiz ve CDS primlerinin yüksek olması nedeniyle tercih etmemektedir. Bu dönemde kısa vadeli sermaye akımları, reel faiz oranı daha cazip ve enflasyon oranları, risk primi düşük Brezilya, Meksika, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika gibi gelişen piyasalara doğru hareket etmektedir.

2.1.6. G-20 Ülkeleri Kredi Derecelendirme Kuruluşları Notları

Gelişmekte olan ülkeler sermaye hareketlerini ülkelere çekebilmek için yatırım yapılabilir düzeyde not görünümüne sahip olması istemektedir.

Kurumlaşmış finansal yatırımcıların yatırım yapılabilirlik analizinde kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere verdiği notların önemli bir ağırlığı mevcuttur. Dahası mevzuatları gereği belirli bir düzeyde not almış ülke finansal varlıklarına yatırım yapabilirler.

Ülke	S&P	Moody's	Fitch
Avustralya	AAA	Aaa	AAA
Kanada	AAA	Aaa	Aa+
Almanya	AAA	Aaa	AAA
Avrupa Birliği	AA	Aaa	AAA
ABD	AA+	Aaa	AA+
Fransa	AA-	Aa3	AA-
İngiltere	AA	Aa3	AA-
Güney Kore	AA	Aa2	AA-
Çin	A+	A1	A+
Suudi Arabistan	A^	Aa3	Aa3
Japonya	A+	A1	A
İtalya	BBB	Baa3	BBB
Meksika	BBB	Baa2	BBB-
Hindistan	BBB-	Baa3	BBB-
Endonezya	BB+	Baa2	BBB
Brezilya	BB	Ba1	BB
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-
Türkiye	BB-	B1	BB-
Rusya	BB	Ca	BBB+
Arjantin	CCC	Caa3	CC

Tablo 6: S&P, Moodys, Fitch' G-20 Ülkeleri Notları (2024 Yılı)

Kaynak: S&P, Moodys, Fitch verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

G-20 grubu ülkeleri içinde gelişmiş ülkelerin kredi derecelendirme notlarının yüksek A grubu notlar olduğu Tablo 6'da görülmektedir.

G-20 grubu içinde gelişmekte olan, cari açık veren, yabancı tasarruflara ihtiyaç duyan ülkeler grubunda Meksika, Hindistan, Endonezya, Brezilya, Güney Afrika, Türkiye B grubu,

Arjantin C grubu üzerinden not verilerek derecelendirilmiştir.

2.2. G-7 Grubu Ülkeleri ve Merkez Bankaları Para Politikaları

G-7 grubu; ABD, Almanya, Japonya, Kanada, Fransa, Birleşik Krallık, İtalya ve Rusya'nın oluşturduğu hükümetler grubudur. Her yıl grubun başkanlığını bir G-7'e üye devlet yapar, Avrupa Birliği toplantılarında Avrupa Komisyonu Başkanı tarafından temsil edilir. Grup toplantılarında alınan kararlar bu ülkeleri ilgilendirir gibi görünse de bu ülkeler dünya ekonomisinin % 65'ini oluşturduğu için dünya ekonomisinin tamamını etkileyecek ağırlıktadır.

Amerika Birleşik Devletleri, dünyanın en büyük ekonomisi ve en güçlü askeri gücüne sahip olan ABD, G-7'nin lider ülkelerinden biridir. Küresel teknoloji, finans, savunma ve enerji sektörlerinde büyük bir etkiye sahiptir. Ekonomik büyüklüğü ve uluslararası politikadaki ağırlığı, G-7'nin yönlendirilmesinde önemli bir rol oynar.

Birleşik Krallık, sanayi devrimi'nin başladığı ülke olarak bilinen Birleşik Krallık, dünyanın önde gelen finans merkezlerinden biridir. Londra, küresel finansal işlemlerin kalbinin attığı yerlerden biri olup, G-7 içinde finans ve ticaret konularında önemli katkılar sunar.

Kanada, geniş doğal kaynaklara sahip olan Kanada, dünya enerji piyasasında önemli bir oyuncudur. Ayrıca, Kanada'nın barışçıl dış politikası ve uluslararası işbirliği konusundaki aktif rolü, G-7 zirvelerinde de etkisini gösterir.

Fransa, Avrupa Birliği'nin kurucu üyelerinden biri olan Fransa hem ekonomik hem de siyasi anlamda güçlü bir ülkedir. Enerji, ulaşım ve teknoloji alanlarında önemli yeniliklere imza atan Fransa, G-7'in iklim değişikliği ve enerji politikalarına da öncülük eder.

Almanya; Avrupa'nın en büyük ekonomisine sahip olan Almanya, otomotiv ve mühendislik sektörlerinde dünya lideridir. Küresel ekonominin itici güçlerinden biri olarak Almanya, G-7'nin ekonomik politikalarında önemli bir rol oynar.

İtalya, zengin kültürel mirası ve gelişmiş sanayi sektörü ile bilinen İtalya, G-7'in aktif üyelerindendir. Özellikle tarım, gıda ve moda sektörlerinde dünya çapında tanınmış bir ülke olan İtalya, G-7 içinde ekonomik kalkınma ve kültürel işbirliği konularında etkindir.

Japonya; Asya'nın en büyük ekonomilerinden biri olan Japonya, G-7'in teknoloji ve yenilik konularında lider ülkelerindendir. Gelişmiş teknoloji sektörü ve otomotiv endüstrisi ile Japonya, G-7'in teknolojik işbirliği ve yenilik konularında kritik rol oynar.

Ülkeler/ Yıllar	2000	2008	2009	2013	2014	2019	2020	2021	2022	Değişim (%)
Kanada	744	1552	1374	1846	1805	1743	1655	2007	2161	190,46
Fransa	1365	2930	2700	2811	2855	2728	2647	2959	2779	103,74
Almanya	1947	3745	3411	3733	3889	3889	3887	4278	4082	109,66
İtalya	1146	2408	2199	2141	2162	2011	1897	2155	2049	78,80
Japonya	4968	5106	5289	5212	4896	5117	5055	5034	4256	-14,33
İngiltere	1665	2929	2412	2784	3064	2851	2697	3141	3089	85,53
ABD	10250	14769	14478	16843	17550	21380	21060	23315	25439	148,08
Dünya	34097	64213	60811	77503	79596	87494	85257	96989	100663	195,23

Tablo 7: G-7 Ülkeleri GSMH Rakamları (Milyar US\$)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Gelişmiş ülkelerin 2000 ile 2023 yılları döneminde GSMH değişim oranları Almanya’da %109,66, Fransa % 103,74, İngilterede % 85,53, İtalya’da %78,80, Kanada’nın değişim oranı dünya ekonomisinin değişim oranına yaklaşık, Japonya 2000 yılı 4.968 milyar US\$ GSMH’sı 2023 yılında (-) %14,33 oranında azaldığı görülmektedir.

2.2.1. Avrupa Para Sistemi ve ECB

Avrupa Para Sistemi (ESM) AB ülkeleri Merkez Bankaları tarafından döviz kurlarında oynaklığa son vermek amacıyla Mart 1979 tarihinde kurulmuştur. Döviz Kuru Mekanizması (ERM), Avrupa Para Birimi (EURO), Finansal İmkânlar EMS’nin üç özelliğidir.

Higgins (2002), 1982 yılında ERM sisteminde en güçlü para birimleri Alman Markı, Hollanda Guldene, Belçika Frangı, Danimarka Kronu olup, enflasyon farkları olması sebebi ile ERM’e üye ülkelerde düzenlemelere ihtiyaç olmuş, 1983 yılına kadar yedi kez düzenlemeler yapılmıştır. 1979-1987 yıllar içerisinde ERM düzeni muhteviyatında enflasyon oranları farklı olan ülkeler arasında denge sayılabilmek amacı ile yapılan düzenlemeler neticesinde bu süreçte dönem “sabit ancak ayarlanabilir” döviz kuru sistemi olarak tanımlanmış, EMS ile Avrupa İstikrar Bölgesi olma amacına ulaşmıştır.

Higgins (2002), Volz: (2005) güçsüz para birimlerine karşı teşvikler yolu ile müdahalelerin sistemli olarak sürdürüldüğünü ve EMS’nin yarı yarıya parasal birliğe yaklaştığını açıklamıştır.

ERM sisteminde 1987 yılından itibaren yeni bir döneme girilmiş, 1987 yılından sonra yeni düzenlemelerin yapılmaması, sermaye kontrollerinin kaldırılması, ortak para birliğine geçilmesi bu dönemi tanımlayan üç önemli faktördür. 1992 yılı Haziran ayına kadar hiçbir düzenleme yapılmamasının amacı güçlü para birimine sahip ülkeler ile zayıf para birimine sahip ülkeler arasındaki enflasyon oranlarının birbirine yaklaşmasıdır. Sermaye kontrolleri kaldırılarak, sermaye artışı sağlanmıştır. 01 Ocak 1999 tarihinde ortak para birimine geçilmesi kararlaştırılmış, EMS üyelerinin parasal birliği hedeflemesi ve anlaşması devalüasyonların olmayacağı itibarını yaratmıştır. Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinden sonra Almanya'nın ERM'den farklılaşan iç politika hedefleri ve Maastricht anlaşmasının onaylanması sonucunda oluşan belirsizlikler ERM sistemini sıkıntıya sokan önemli nedenler olmuştur. 1992-1993 ERM krizi birinci ve ikinci nesil modeller ile açıklanabilir.

Volz (2005), Avrupa birliğine üye her bir ülkenin takip ettiği kur hedeflemesinden ziyade, ERM krizinin döviz kuru sisteminin krizi olduğuna dikkat çekmiştir.

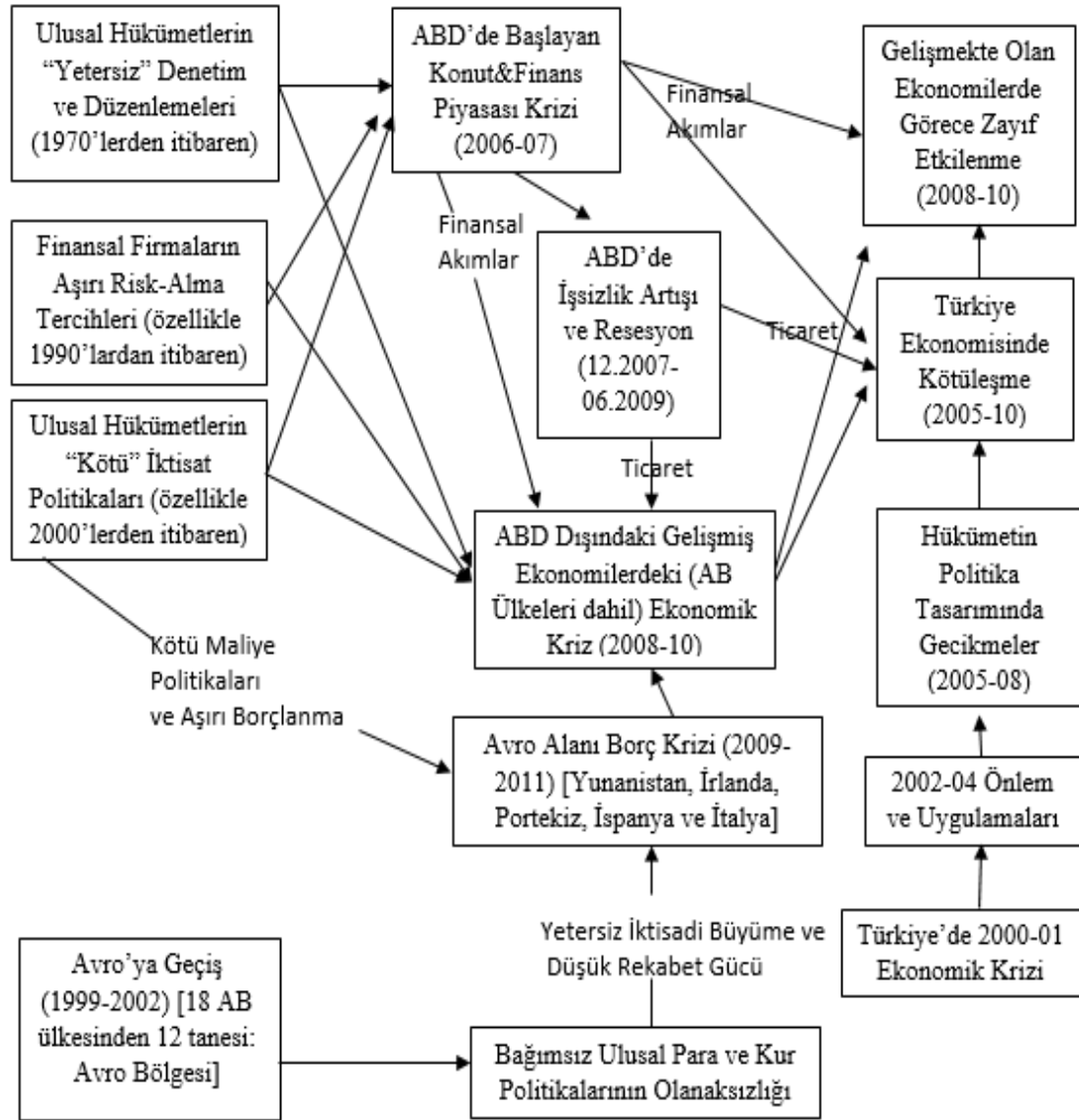
2.2.2. 2008 Küresel Finans Krizi

ABD Federal Rezerv Bank'ın (FED) 2002 ile 2004 yılları arasında genişleyici para politikası uygulayarak faizleri düşürmesi 2008 yılında yaşanan Küresel Finans Krizi'nin en büyük tetikleyicisi olmuştur.

2007 yılı Ekim ayında Mortgage Krizi, (Özatay,2016) eşik altı ipotekli konut kredisi olarak da adlandırılan riski en yüksek subprime mortgage ipotekli konut kredilerinin ödenmesi ile ilişkili artan problemler sonucu başlayan kriz, 2008 yılının Eylül ayında Avrupa ülkelerini de etkileyerek Küresel Finans krizine dönüşmüştür. Mortgage Krizinin 2009 yılında derinleşmesi ile FED ve diğer majör merkez bankalarının krizden çıkabilmek için uyguladıkları para politikaları, riskleri önlemeye yetmemiş, güven ortamı sağlanamamıştır. Mortgage krizi hem uluslararası finans sistemini, hem de reel ekonomik büyümeyi olumsuz yönde etkilemiştir.

Şekil 2'de Amerika Birleşik Devletleri'ndeki krizin Avrupa'da borç krizini tetiklemesi Kibritçioğlu (2011) tarafından şematik olarak gösterilmiştir.

Mishkin (2011), krizin etkilerini azaltmak amacı ile büyük merkez bankalarının geleneksel para politikaları ile öncelikle faiz indirimi uyguladığını, bu politikanın yeterli olmaması sebebi ile Niceliksel Gevşeme politikaları uyguladıklarını belirtmiştir.



Şekil 2: ABD'deki Mortgage Krizinin Avrupa Borç Krizine Dönüşmesi

Kaynak: Aykut Kibritçioglu,(2011), 2006-2011 Küresel Ekonomik Krizin Bileşenleri ve Karmaşıklığı

2.2.3. Büyük Merkez Bankaları Para Politikaları

2008 küresel finans krizinden çıkabilmek için büyük merkez bankaları, devlet tahvili alımı ile “Quantitative Easing” QE programlarını uygulamaya başlamıştır. Bankalara kaynak aktararak krediler yolu ile enflasyonu artırıcı programlar yürütmüşlerdir. Banka bilançolarında bulunan ipoteğe dayalı menkul kıymet ve şirket tahvilleri vb. kıymetlerin merkez bankalarınca alınması yoluyla piyasaya yüksek miktarda likidite sağlayarak, ekonomiye para enjekte ederek, ekonomide toplam harcamaların yeniden artmasını sağlamak istemişlerdir. Merkez bankaları bu uygulamayı özel sektörden varlık satın

olarak da yapmıştır. Ancak FED' in uyguladığı (QE)1 ve (QE)2 programları reel ekonominin canlanmasını sağlayamamıştır. Ekonomik canlanma az da olsa (QE)3 programında görülmeye başlanmıştır. 2008 ile 2014 yılları arasında 3 kez (QE) programı uygulayan FED' in bilançosu yaklaşık 4 katına çıkmıştır. 2014 yılında ekonomide toparlanmanın yeterince güçlü olduğunu belirterek net varlık alım programını durdurmuştur.

Fawley ve Neely (2013), küresel ölçekte etkili büyük merkez bankaları FED, BOE, BOJ ve ECB, (QE)'in kavramsallığı ve uygulaması konusunda farklılıklar sergilemişlerdir. Finansal krizin yoğun yaşandığı dönemlerde büyük merkez bankalarının tepkileri hız ve kapsam açısından farklılık göstermiştir. 2000 yılı başlarında BOJ, Japonya'da uygulamış, 2008 yılında FED hızlı ve yoğun olarak uygulamak zorunda kalmış, BOE, BOJ ve ECB, 2007 ve 2009 tarihleri arasında nispeten az sayılabilecek geleneksel para politikaları izlemeye başlamışlar, BOJ, % 2 olan enflasyon hedefini kalıcı şekilde aşındırmaya kadar para tabanını genişletici uygulamalar yapmıştır. Gelişen ülke merkez bankaları geleneksel faiz oranları politika aracının etkisiz olması gelişmiş ülkeler merkez bankalarını daha çok risk almaya yöneltmiş, kriz dönemlerinde zamanla piyasa yapıcılarının rolüne dönüştürmüştür. 2008 Küresel Finans Krizi, öncelikle ABD ekonomisi olmak üzere gelişen ülke ekonomilerini etkilemiştir. 2008 Küresel Finans Krizi sonrası olumsuz etkilerinin Avrupa'ya bulaşması ve Avrupa'nın da borç krizine girmesine sebep olmuştur. G-20 Ülkeleri içinde FED (Federal Reserve Bank), ECB (European Central Bank), BOJ (Bank of Japan) ve BOE (Bank of England) geleneksel para politikaları ile küresel talebi tekrar ivmelendirmek ve daralan ekonomiden çıkabilmek için faiz indirimine gitmişlerdir. Fakat gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz oranlarını eksi faiz düzeyine çekmesine rağmen ekonomide iyileşme sağlanamamıştır. Geleneksel para politikaları ile sorun çözülememiş, yeni politika arayışlarına gitmişlerdir. Bu bankalar geleneksel olmayan para politikaları uygulamaları ile aşırı miktarda menkul kıymet alımı yaparak piyasada parayı bollaştırmışlardır. Geleneksel olmayan bu uygulamalar büyük merkez bankaları içinde farklı yapılarda ve miktarlarda olsa da bilançolarında varlık portföyü çok değişmiştir. Dünya ekonomisinde genişleyen para arzı gelişmekte olan ekonomilerine de kısa vadeli kaynak olarak akmıştır.

(ECB, 2010) Avrupa Birliği Merkez Bankası (ECB) 2008 yılı temmuz ayında % 4,25 düzeyinde olan politika faiz oranını Ekim ayında %1'e indirmiş, teşvik paketleri

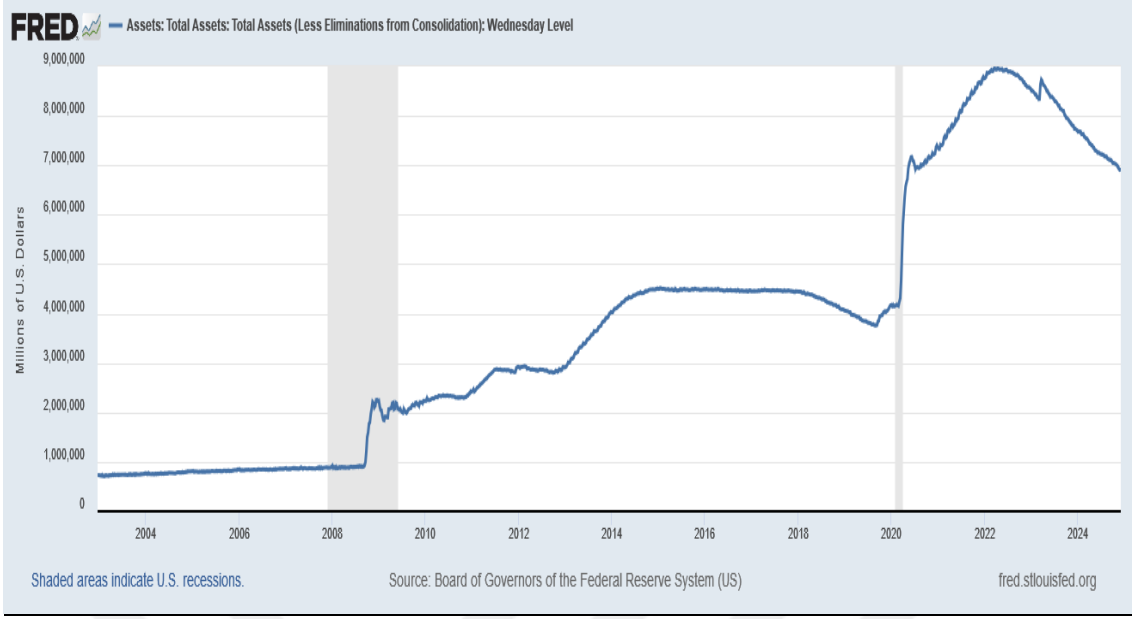
uygulayarak 2010 yılında Portekiz, İrlanda ve Yunanistan'a, 2011 Ağustos ayında İtalya ve İspanya'ya devlet tahvilleri alımı ile 220 milyar € kaynak aktarmıştır. ECB, Avrupa Birliği ekonomilerinin resesyona girme tehlikesi karşısında kredi genişlemesi kanalını kullanarak 2011 yılı aralık ayında 490 milyar € 523 Bankaya kredi tahsis etmiş, 2012 yılı şubat ayında 530 milyar € kaynağı 800 bankaya tahsis etmiştir.

İngiltere Merkez Bankası (BOE), 691 milyar US \$ tutarında teşvik paketi ile genişleyici para politikalarını devreye sokmuştur.

Japonya Merkez Bankası (BOJ), 2008 krizinin baş göstermesi ile birlikte politika faiz oranlarını %0,5' den %0,1 seviyesine indirmiş, sonrasında negatif faiz oranları uygulamış, 150 Milyar \$ tutarında kurtarma paketi açıklayarak genişleyici para politikaları uygulamıştır.

Çin, 586 Milyar \$, Hindistan 200 Milyar \$ tutarında ekonomiyi teşvik paketleri açıklamıştır.

FED' in bilançosu 2007 yılında yaklaşık 700 milyar dolar seviyesindedir. FED, 2008 yılı Eylül ayında politika faiz oranını %0,25 düzeyine kadar indirmesine rağmen 2008 küresel finans krizini önleyememiştir. FED, bankaların bünyesindeki batık kredileri kendi bünyesine alarak bankalara nakit desteği sağlamak için niceliksel genişleme (Quantitative Easing: QE) QE1 programını ilk olarak 2008 Kasım ayında uygulamıştır. FED, 2010 Haziran ayı arasında 2,3 trilyon US\$, 2010 Kasım ayından 2011 Haziran ayına kadar QE2 niceliksel genişleme programı ile 600 milyar US\$ arz etmiştir. 2012 yılı eylül ayından 2012 yılı aralık döneminde QE3 niceliksel genişleme programı ile 160 milyar US\$, 2013 yılı ocak ayından 2014 yılı ekim ayına kadar QE4 niceliksel genişleme programı ile piyasalara 1.87 trilyon US\$ arz etmiştir. FED' in bilançosu Eylül 2008' de 905 milyar US\$ seviyesinden 2014 Ekim ayında 4,5 trilyon US\$ düzeyine yükselmiştir. 2014 Ekim ayından itibaren aşamalı şekilde daraltıcı para politikaları uygulayan FED bilançosunu 2019 Ağustos ayında 3,9 trilyon US\$ seviyesine kadar indirmiştir. 2019 yılında dünyada yaşanan Covid-19 Pandemisi sebebi ile ekonominin durma noktasına gelmesi işyerlerinin ve hane halkının çalışamaması nedenleri ile FED genişleyici para politikası uygulamalarına tekrar başlamıştır. 2021 yılı Şubat ayında FED'in bilançosu 7,6 trilyon US\$'a, 2022 yılı itibariyle 9 trilyon US\$ ulaşmıştır.



Grafik 5: ABD Merkez Bankası Federal Rezerv 2000- 2024 Yılları Bilançosu

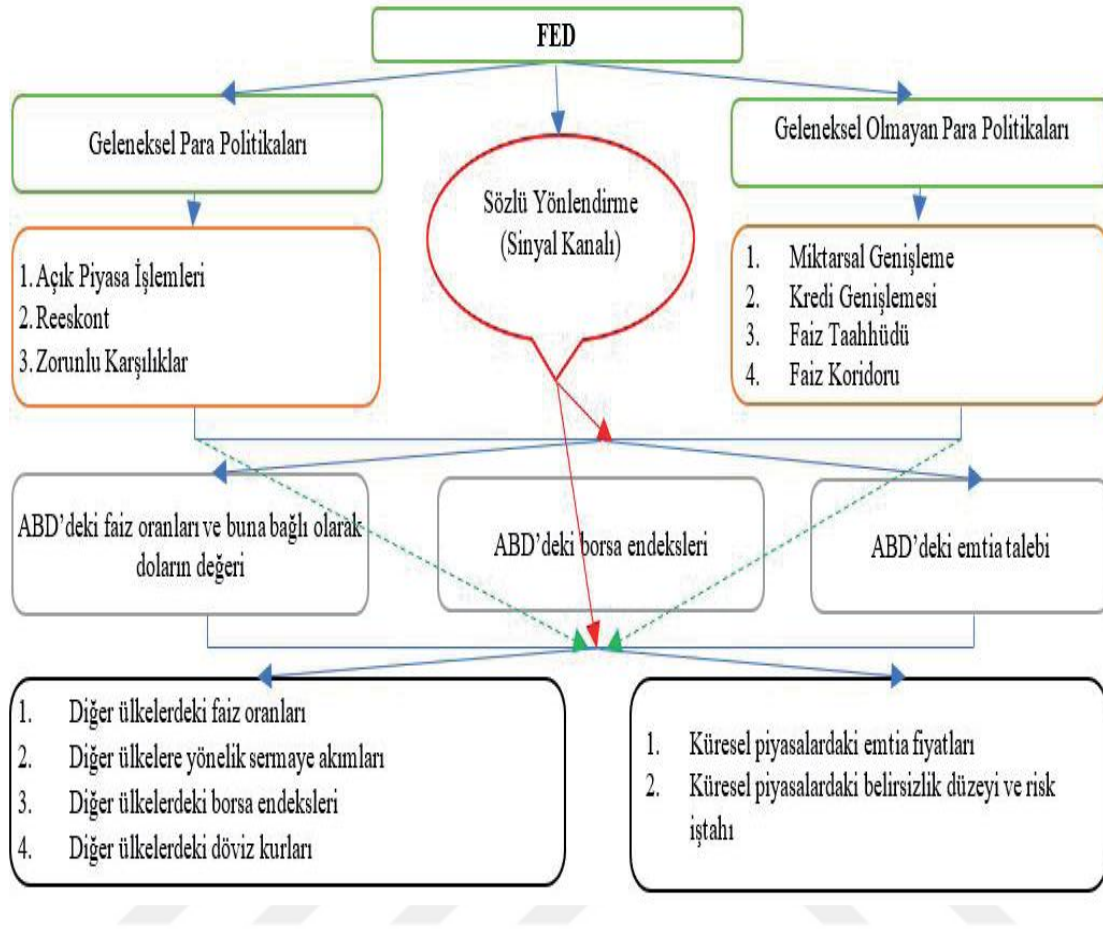
Kaynak: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Data

Grafik 5 incelendiğinde, FED'in 2010 yılında 2,3 Trilyon US\$ tutarında olan bilançosu 2020 yılında 7 Trilyon US\$ olmuş, 2022 yılında 9 Trilyon US\$'a yaklaşmıştır.

Büyük merkez bankaları geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları ile krizler ve pandemi süreçlerinde ekonomilerin normalleşme sürecine girmelerini sağlamışlardır. Küresel ekonomide artan para arzı, yatırımcılar için cazip olan gelişmekte olan ülke ekonomileri finansal piyasalarına portföy yatırımı ve kredi olarak akmıştır.

Fratzscher vd.(2018) FED'in 2008 küresel finans krizinden sonra uyguladığı QE1 niceliksel parasal genişleme programının etkilerinin daha çok ABD ekonomisinde hisse senedi fiyatları ve tahvil getirileri üzerinde olduğu, QE2 niceliksel genişlemenin ise bütün ülkelerde aynı zaman içerisinde hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Powell (2015) FED'in geleneksel, geleneksel olmayan para ve kredi politikaları ve sözlü yönlendirmeleri ABD'de ve gelişmiş ve gelişen ülkelerin politika faizlerini, ulusal para birimlerini, menkul kıymet ve emtia borsalarında arz ve talebi, küresel piyasalarda risk iştahı ve belirsizlik düzeyini etkileyebilmektedir.



Şekil 3: FED'in Para Politikaları ve Muhtemel Etkileri

Kaynak: Sadeghzadeh Emsen, (2021;237)

FED, geleneksel para politikaları ile gösterge faiz oranlarını da kullanarak para ve kredi piyasalarını etkilemeyi hedeflemektedir. FED geleneksel para politikaları ile birlikte FED Başkanlarının mesajları ile piyasaları bilgilendirerek, beklentilerin FED politikalarına uygun olarak oluşmasını sağlamak istemektedir. FED'in yakın tarihlerde uygulamayı planladığı varlık alım planlarını hakkında FED başkanları yorumlar yaparak beklentileri adeta yönetmektedir. Geleneksel para politikalarının piyasaya müdahaleye yetmediği durumlarda ise FED; miktersal (niceliksel) genişleme, kredi genişlemesine ilave tedbirler, faiz taahhüdü ve faiz koridoru politikaları ile geleneksel olmayan para politikalarını uygulayarak piyasaların normalleşmesini sağlamak istemektedir.

Chen vd. (2014) geleneksel para politikalarına nazaran geleneksel olmayan para politikalarının etkisinin daha çok olduğunu, FED politikalarının tahvil faiz oranları ve sermaye akımları üzerinde etkisinin, döviz kuruna ve hisse senedi fiyatlarına nazaran daha fazla olduğunu tespit etmiştir.

Finansal kriz riski veya mevcudiyeti olduğu dönemlerde merkez bankaları portföylerindeki kısa vadeli hazine bonolarını satıp, ticari bankaların benzer vadedeki riskli batık kredi kontratlarını satın alarak ticari bankaların bilançolarındaki riskli varlıkları azaltmışlardır.

Piyasaların ve bankaların ihtiyacı olduğu dönemlerde merkez bankaları reeskont kredileri yolu ile ticari bankaların portföylerindeki senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alarak likiditenin artmasını, ülkede kredi hacminin genişlemesine neden olmaktadır.

Belirsizliğin arttığı, bankalarda vadeli mevduatların çözülmesine sebep faiz ve enflasyon öngörülerinin yapılamadığı dönemlerde, merkez bankaları tutarlı faiz ve enflasyon tahminleri ve taahhütleri ile piyasalara müdahale ederek enflasyon ve faizin öngörülebilirliğini, ekonomide tasarruf, yatırım ve tüketim kararlarının verilebilmesini sağlamaktadırlar.

Merkez bankalarının politika faizini değiştirmeden bir koridor çerçevesinde borç alma ve borç vermeleri ve geç likidite penceresi kullanarak borç verme faizlerini farklı oranlarda belirleyerek piyasadaki likiditeyi koşullu marjlar çerçevesinde yönetmesi faiz koridoru uygulaması olarak ifade edilmektedir. Bu 2010 yılı sonlarından itibaren TCMB tarafından kullanılan etkili bir uygulama olmuştur. İhtiyaç olduğu dönemlerde merkez bankaları tarafından faiz koridoru uygulaması kullanılmaktadır.

2.3. Büyük Merkez Bankaları Genişleyici Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Ekonomileri Üzerindeki Etkileri

Dünya ekonomisinde 2005 yılından itibaren büyüme trendinde artışlar ile beraber artan likidite bolluğu, faiz oranlarında ve enflasyonda düşüş eğilimi ile yatırım araçlarına talep artmıştır. Likidite bolluğu sebebi ile 2007 yılında ABD’de düşük gelir gruplarına kullandırılan değişken faizli konut kredileri ve bu kredilere kaynak yaratmak amacı ile kredi kuruluşu tarafından oluşturulan menkul kıymetleri, yatırım bankalarına iskonto ettirilerek konut kredilerine yeniden kaynak yaratılması mortgage konut kredilerine dönüşmüştür. Bu kredi finansmanı sarmalı ile konut sektörüne talebin artması, konut fiyatlarında aşırı yükselmelere neden olmuştur. Bunun sonucunda riskli konut kredilerinde yaşanan sorunlar ile başlayan 2008 Mortgage Krizi, kredilerin menkul kıymetleşmesi ve bu varlıkların finans kuruluşlarınca alınıp satılmış olması ve likidite ihtiyacı, finans piyasalarında yaşanan dalgalanmalar ile kriz Kasım 2008’ den itibaren

ivme kazanarak Küresel Finans Krize dönüşmüştür. FED' in 2002 ile 2004 yılları arasında genişletici para politikası uygulanarak faizlerin düşürülmesi bu krizin en büyük sebebi olmuştur. ABD'de finans sektöründe oluşturulan suni kredi balonun patlaması ile başlayan Mortgage krizi, hem uluslararası finans sistemini, hem de reel ekonomik büyümeyi olumsuz şekilde etkilemiştir.

Başlangıçta Mortgage piyasalarında talebin artması konut fiyatlarının aşırı yükselmesine neden olmuş ve böylece kredi riskinin giderek artması, finans kuruluşlarını endişelendirmemiştir. Çünkü, yatırım bankaları, yerel bankalardan aldıkları bu kredileri “ portföy sigortalama” tekniği ile menkulleştirmişlerdir. Bu sayede kredi derecelendirme kuruluşlarından da yüksek kredi notu almışlardır. Mortgage kredilerine dayanan bu menkul kıymet risklerinin dağıtılması sınırları dünyanın dört bir yanında banka finans kuruluşlarınca ve emeklilik fonlarınca, yerel yönetimlerce satın alınmıştır. Kriz küresel kriz şekline dönüşerek birçok kuruluşun iflas etmesi ve batmasına sebep olmuştur.

Amerika Birleşik Devletleri Lehman Brothers'in 2008 yılında batması ile girmiş olduğu bankacılık krizinden, QE1, QE2, QE3 parasal genişleme ve para ve mali ekonomi politikaları ile enflasyonu kontrol etmede istikrarsızlıklar yaşasa da, işsizlik oranlarında hedefe ulaşmış, ekonomi yavaş yavaş potansiyel büyüme oranına yaklaşmaya başlamıştı. Avrupa Birliği, Amerika Birleşik Devletleri'nden bulaşan krizden çıkmaya çalışırken, Avrupa Birliği'nin kuzeyindeki ülkeler, Portekiz ve bazı küçük ülkelerde borçluluk oranlarının arttığı, İrlanda, Yunanistan, Güney Kıbrıs'ın batma noktasına geldiği, diğerler ülkelerin ise kurtarma paketleriyle ayakta durmaya çalıştığı görülmektedir. AB merkez Bankası ECB ile AB içinde ekonomik olarak daha iyi durumda olan ülkelere güneydeki Yunanistan, Portekiz, İrlanda gibi ülkelere mali destek sağlanmaya çalışılmıştır. Öte yandan, gelişmiş ülke kategorisinde bulunan Japonya' nın 20 yıldır yaşadığı krizden çıkabilmek için uyguladığı politikalara ilave olarak Japonya Merkez Bankası (BOJ) parasal genişleme uygulamasına gitmiştir. 2013 yılına gelindiğinde, üç büyük ekonomi, ABD, AB ve Japonya'nın yarattıkları parasal genişleme sonucunda başka krizlere sebep olmadan ne şekilde toparlanılacağı en önemli sorun olarak görülmekteydi.

Gelişme yolundaki ülkelerin lokomotif konumundaki Çin'de de en önemli sorunlardan olan gölge bankacılığı boyutunun GSYH'nın yüzde 70'i seviyesine ulaşması, başlayabilecek önemli bir krizin henüz normal bir düzene ulaşamamış dünya ekonomisi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilirdi.

2008 yılı ile 2013 yılları arasında dünya ekonomisinde, büyük merkez bankalarının tahvil alım programları uygulamaları piyasalarda fazla likidite oluşmasına neden olmuştur. Ortaya çıkan bu fazla likit fonlar getiri ve faiz oranının yüksek bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülmektedir.

Brezilya, Türkiye ve benzer gelişme yolunda ülkelerde, kurlar fazla oynak (volatil) olmadığı için risklerin düşük kaldığı yolundaki algılamalar ile daha fazla portföy yatırımı şeklinde yabancı kaynak akışı meydana gelmiştir. Türkiye’de 2001 krizinden sonra alınan önlemler neticesinde Borsa İstanbul BİST endeksi (İMKB) 5 US\$ seviyelerine kadar yükseldi. Tahvil ve Hisse senedi piyasalarına ve sendikasyon vb. krediler yolu ile bankacılık sektörüne akan kısa vadeli fonlar, yükselen ekonomiler olarak tanımlanan gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranları ve makro değerlerinde olumlu etkiler sağlamıştır. Bu ülkelerin enflasyon, faiz oranlarında düşüşler yaşanmıştır.

Bu dönemde gelişmekte olan ülke paraları değerlendirilmesine rağmen özellikle konvertibilitesi yüksek gelişmiş ülke paralarında önemli değer artışı olmamıştır

2008 Küresel Krizi sürecinde; Lehman Brothers’in batışının ABD’ye etkisi, Yunanistan’ın borca batık olmasıyla başlayan krizin AB’ne etkisi, ABD Merkez Bankası FED Başkanı S. Ben Bernanke’nin 22 Mayıs 2013 tarihinde tahvil alımını azaltmaya başlayacağı açıklaması küresel kriz süresinde önemli değişim aşamaları olarak gözlemlenmiştir. ABD ekonomisinde güçlendiğine ilişkin işaretlerin gelmeye başlaması ile 22 Mayıs 2013 tarihinde FED Başkanı S. Ben Bernanke'nin “varlık alımlarının hızında yavaşlamaya gidilebileceği” açıklaması, gelişen piyasa ekonomilerinden hızlı ve yüksek miktarda sıcak para kaçışına yol açmıştır. Bu ülkelerde menkul kıymet borsalarında endekslerde hızlı düşüşler gözlemlenirken devam eden süreçte kurlar ve faizler yükselmiştir.

Gelişmiş Ülke Merkez Bankaları’nın aylık dönemsel toplantılarında almış oldukları para politikası kararları ve açıklamaları, tasarruf ihtiyacında olan, borçluluk oranları yüksek, CDS oranları yüksek, yatırım yapılabilir kabiliyeti düşük gelişmekte olan ülke ekonomilerinde spekülasyon işlem gören ABD merkez bankası FED Başkanı, Para kurulu üyeleri ve diğer FED Başkanlarının piyasaları yönlendirebilmek üzere yapmış oldukları açıklamalar, gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminde oynaklıklara sebep olmuştur. Büyük merkez bankalarının genişletici para politikalarının, gelişen ülke ekonomileri üzerinde faiz oranı, döviz kuru ve kısa vadeli sermaye hareketleri, portföy hareketleri baz

alınarak birçok araştırmaya konu olmuş, reel döviz kuru, enflasyon, dış borç, cari açık, kamu borcu, büyüme etkileri incelenmiştir.

Kangal (2021) FED'in varlık alımları gelişen ülkeler kişi başına düşen gelirlerini düşürürken enflasyonist etkileri ile reel döviz kurlarını düşmesine etken olduğunu, FED'in bilançosunun büyümesinin gelişen ülkelerin borçluluk oranlarını artırdığını vurgulamıştır. FED'in faiz politikasının gelişen ülkelerde enflasyon yaratıcı etkileri olduğunu, FED'in fonlama faizinde artışın gelişen ülkelerin kırılganlıklarını, CDS primlerini artırarak enflasyon yaratabileceğini tespit etmiştir.

Büyük merkez bankalarının, FED'in uyguladığı para politikaları ile para arzının artması sonucunda ABD'de borsaların, tahvil fiyatlarının artması vb. varlık getirilerinin düşmesi ile uluslararası finansal yatırımcılar, gelişen ülkelerdeki daha riskli ve daha yüksek getirili varlıkları almaya yöneldiler. Artan talep, gelişen ülkelerde varlık fiyatlarını artırıp, faiz oranlarını düşürerek bir taraftan finansal piyasalarda diğer taraftan borçlanma maliyetlerinde düşüşler sebebi ile reel sektörde, mal ve hizmet piyasalarında genişleyici etkiler yaratmıştır.

Yüksek düzeyde kısa vadeli sermaye girişi ile yatırım yapılan ülke parasının değerlenmesi, ülke ihracatını ve büyümeyi olumsuz etkileyip, ithalatı ve tüketimi artırarak enflasyonu artırabileceği riski oluşmuştur. Bu süreç iyi yönetilemez ise, bu durum büyüme hedefli politika uygulamalarını güçleştirecek, ülkede kredilerin çok fazla büyümesi ve yerel Merkez Bankası'nın ekonomiyi soğutmak amacı ile faiz artırımları, yerel paranın daha da fazla değerlenmesine neden olarak, ihracatı azaltacak ve büyümeyi düşürücü etkiler yaratacaktır.

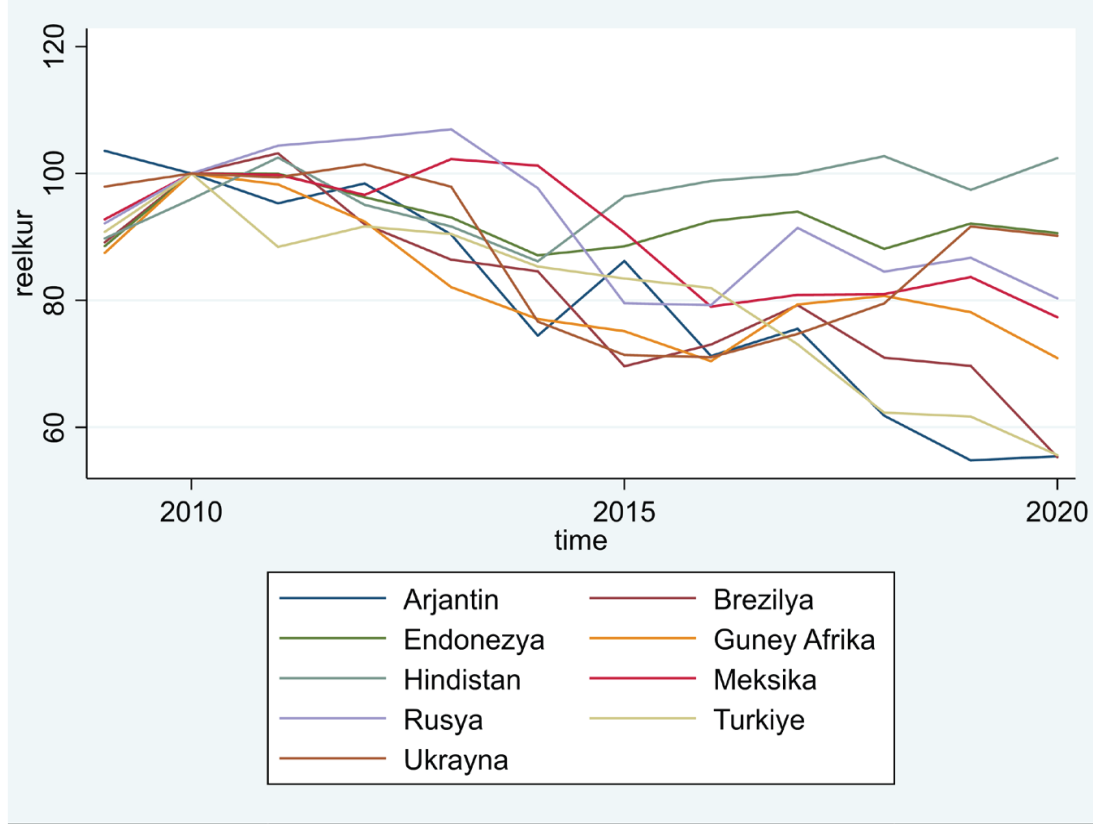
Byrne ve Fiess (2011) de ABD'de faiz oranı politikalarının küresel sermaye hareketlerinin gelişen ülkelere akmasında en önemli belirleyici olduğunu belirtmiştir.

Moghadam (2011) da majör Merkez Bankaları'nın genişleyici, gevşek para politikalarının gelişen ülkelere giden sermayenin belirleyicileri arasında önemli olduğunu, ancak bu durumun gelişen ülke ekonomilerinin büyümelerindeki performansa olumlu olarak katkı sağladığını savunmuştur.

Ahmed ve Zlate (2014) yüksek miktarda kısa vadeli sermaye girişi, gelişen ülke ekonomilerinde kredi genişlemesi yarattığını açıklamıştır.

Bhattarai ve Chatterjee (2021) de FED'in QE politikasının gelişen ülkeler üzerinde etkilerini test etmiş, gelişen ülkelerde yerel paranın değer kazanması, tahvil fiyatlarında

yükselme, tahvil getirilerinde düşme, varlık fiyatlarında, sermaye girişinde artış olduğunu belirtmiştir.



Grafik 6: Gelişen Ülkelerde 2008- 2020 yılları arasında Reel Döviz Kuru

Kaynak: Bank for International Settlements, BIS, www.bis.org/statistics, ulaşım tarihi 12 Haziran 2022

Grafik 6 incelendiğinde, gelişen ülkelerde 2008 krizi sonrasında reel döviz kuru endeksleri, gelişen ülkelerde nominal döviz kurlarında değerlenme beklenirken likidite bolluğu ve enflasyon artışı sebebi ile reel döviz kuru değer kaybetmiştir.

Bartkiewicz (2018) FED'in QE politikalarının gelişen ülkeler üzerine etkilerini araştırmış, QE politikalarının gelişen ülkelerin büyümelerini artırması ile beraber fiyatlar genel düzeyini de artırdığını, bununla beraber QE genişletici politikaların tahvil getirilerinde azalma, varlık fiyatlarında ve ülkeye sermaye akışında çoğalma tespit etmiştir.

FED, 2022 yılında dirençli halde olan enflasyonu kontrol edebilmek amacı ile Mart 2022 ile Haziran 2023 ayları arasında kesintisiz olarak faiz artışları yapmayı tercih etmiş, böylelikle Nisan 2021 ayında 8,96 trilyon US\$'na yükselen bilançosunu küçültme çabalarına başlamıştır.

Eylül 2023 tarihinde faiz oranlarını sabit tutmuş, Ekim 2023 tarihinde FED'in bilançosu 8 trilyon US\$ seviyesine inmiştir.

ABD ekonomisinde çekirdek enflasyonun katı görünümü ve diğer öncü göstergeler yüksek politika faizinin bir süre daha korunacağını göstermektedir.

2024 yılında işgücü piyasasında gelişmeler ve enflasyon oranlarında iyileşme göstergeleri ile faiz indirim sürecine girmiştir.

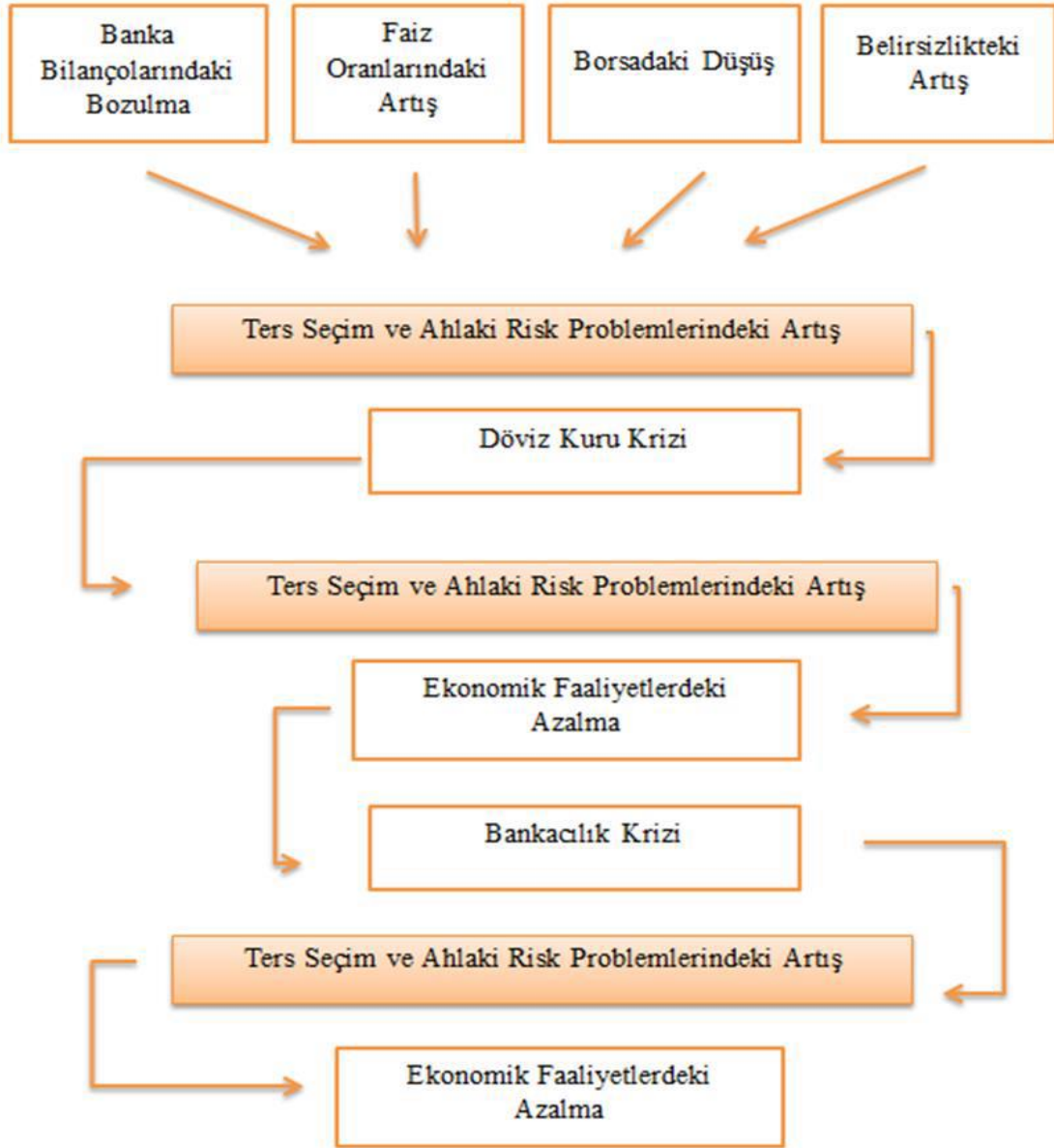
2.4. G-20 Ülkeleri İçinde Kırılgan Ülkeler ve Yaşanan Finansal Krizler

G-20 Grubu oluşumuna finansal krizlerin yaşanması sonucunda ihtiyaç duyulmuştur. Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika ve Türkiye G-20 Ülkeleri içinde cari açık veren, finansal krizlere maruz kalan kırılgan ülkeler olup, bu çalışmada bu ülkelerde 1990 yılından itibaren yaşanan finansal krizlere etkilerine kısaca değinilmiştir.

2.4.1. 1994 Meksika Krizi

Meksika hükümeti istikrar programını 09 Mart 1995 tarihinde açıklamıştır. IMF, Kanada ve ABD hükümetinin ortaklaşa oluşturduğu 52 milyar dolar tutarında yardım paketi ile yapısal reformlar uygulanmış, sıkı para ve maliye politikaları ile para arzındaki artışın kontrol altına alınması sağlanmış, kamu harcamalarında kısıtlamalara gidilmiştir. Bankacılık sektörüne yönelik kurtarma ve reform paketleri oluşturulmuştur.

Mishkin (1996) 1994 yılındaki siyasi şoklar, finansal piyasalarda belirsizlik artışı, borsada sert düşüşlerin Meksika krizini besleyen önemli faktörlerden olduğunu, faiz oranlarındaki artışların ve banka bilançolarındaki bozulmaların belirsizliklerdeki artış, ahlaki risk sorununu daha da kötüleştirerek döviz kuru krizine neden olduğunu açıklamıştır.



Şekil 4: 1994-1995 Meksika Krizinde Olayların Dizilimi

Kaynak: Mışkın F.K. (1996)

Kruger ve Tornell (1999) bankalar için döviz likiditesini artıracak önlemlerin alındığını, geri dönüşü olmayan banka kredilerine devlet garantisi getirildiğini, bankaların sermaye yapılarının güçlendirildiğini, borçlulara yönelik yardım paketi hazırlandığını açıklamıştır. Krueger ve Tornell (1999:1-7) Meksika, finansal serbestleşmeye geçtikten sonra, enflasyonda yükseliş ile mücadele edebilmek için döviz kurunu nominal çapa olarak kullanacağını ilan ettiğini, enflasyonu kontrol altına tutmayı amaçladığını, 1993 yılında enflasyonun % 9' a kadar gerilediğini tespit etmiştir.

Meksika’da ekonomik kriz kendini 1982 yılında ilk kez göstermiştir. Devlet borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmiş, bankaları kamulaştırarak ithalat üzerinden kısıtlamaları artırmış, istikrar sağlamak için geleneksel kısıtlayıcı politikalar ile mali açığı kapatmak istemiş, para biriminin değerini düşürüp ihracatı artırmayı amaçlamıştır. 1987 yılında enflasyon oranı % 100 seviyelerine gelmiştir.

2.4.2. 1998 Güney Doğu Asya Krizi

Tayland’da devalüasyon uygulanması ile Temmuz 1997 tarihinde patlak veren kriz, borç krizinin başlangıcı olmuş ve bu Endonezya, Güney Kore, Malezya, Hong Kong, Filipinler’e bulaşmış, Güneydoğu Asya Ülkeleri ile birlikte Brezilya, Rusya’ ya kadar uzanmıştır.

Radelet ve Sachs (1998) göre, Güneydoğu Asya ülkelerine sermaye akışının nedenlerini beş madde ile açıklamıştır.

- ✓ Devam eden yüksek oranlı büyüme ve büyüme performansına bağlı güven ortamı,
- ✓ Finansal piyasalarda genişleme, yabancı finansmana yerli şirketlerin ve bankaların, kolay ulaşımı,
- ✓ Özellikle Tayland ekonomisinde finansal piyasalarda gereken denetimin yapılmaması, riski yüksek dış borçlanma oranının artması,
- ✓ Yabancı para ile yapılan anlaşmaların Amerikan doları ile direk olarak ilişkilendirilmesi ve tahmin edilebilir döviz kuru
- ✓ Yurtdışından borçlanmayı artıran hükümet teşvikleri

Ülkeler/Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Güney Kore	-2,8	-1,3	0,3	-1,0	-1,9	-4,8	-1,9
Endonezya	-3,7	-2,2	-1,3	-1,6	-3,2	-3,4	-2,2
Malezya	-8,7	-3,7	-4,7	-6,2	-8,4	-4,9	-4,9
Filipinler	-2,3	-1,9	-5,6	-4,6	-2,7	-4,8	-5,2
Singapur	11,3	11,4	7,6	16,1	16,8	15,7	15,4
Tayland	-7,7	-5,7	-5,1	-5,6	-8,1	-8,1	-1,9
Çin	3,3	1,3	-1,9	1,3	0,2	0,9	3,2
Tayvan	6,9	4	3,2	2,7	2,1	4,1	2,7

Tablo 8: Güneydoğu Asya Ülkelerinin BOP tanımlı Cari İşlemler Hesabı (%) *

Kaynak: CORSETTİ Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini (1999a).

* Güneydoğu Asya Ülkelerinin BOP tanımlı Cari İşlemler Hesabı GSMH’ye oranı şeklinde hesaplanmıştır. Cari işlemler açığındaki artışın GSMH ‘ya oranının % 5’i aşması durumunda kriz olabileceğini göstermektedir. Tablo 8’de Güneydoğu Asya Ülkeleri Cari İşlemler açığı

değerlendirildiğinde Tayland ve Malezya dışında diğer ülkelerde dikkat çekici bir artış olmamıştır, Çin, Tayvan ve Singapur cari fazla veren ülkeler olmuştur.

Corsetti vd.(1999), Wade (1998) krizin yaşandığı ülke ekonomilerinin ya cari fazla vermekte olduğunu ya da sınırlı oranda cari açık verdiklerini, büyüme oranlarının çok yüksek olduğunu, işsizlik ve enflasyon oranlarının düşük olduğunu belirtmiştir.

Wade (1998) çalışmasında, Güneydoğu Asya krizini hazırlayan önkoşullar;

- ✓ Bireylerin çok yüksek tasarruflara sahip olması ile yatırımlarını hisse senedi piyasalarında değil de finans kuruluşlarında ve bankalarda değerlendirmesi ile bankaların yüksek oranlarda borçlanma imkânı bulabilmeleri,
- ✓ Döviz kuru çapası sonucunda fonun akışı hareketleri esnasında oluşacak risklerin doğru şekilde algılanamaması,
- ✓ Sermaye piyasalarının 1990'lı yılların başından itibaren serbestleşmesi, yurtdışında finansal sistemi kontrol edecek kurumların kaldırılması,
- ✓ Avrupa ve Japonya kaynaklı fonların daha fazla getiri imkânı bulabilmek için Asya finans piyasalarına hızlıca girmesidir.

Ülke/Yıllar	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Güney Kore	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5
Endonezya	7	6,5	6,5	15,9	8,2	8	4,7
Malezya	8,5	7,8	8,4	9,2	9,5	8,6	7,8
Filipinler	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,8	5,8	9,7
Singapur	7,3	6,3	10,4	10,1	8,8	7,3	7,6
Tayland	8,2	8,1	8,4	8,9	8,8	5,5	-0,4
Çin	9,2	14,2	12,1	12,7	10,8	9,5	8,8
Tayvan	7,6	6,8	6,3	6,5	6	5,7	6,8

Tablo 9: Güneydoğu Asya Ülkelerinin GSMH Büyüme Oranları (%)

Kaynak: CORSETTI Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini (1999a).

Tablo 9’da Güneydoğu Asya Ülkelerinin büyüme oranları değerlendirildiğinde; 1997 yılında önceki yıllara nazaran büyüme oranlarında azalmalar görülse de Tayland dışında ülkelerin büyüme oranları yüksek sayılabilir düzeydedir.

Corsetti vd.,(1999) Asya ekonomilerinin kriz öncesinde finansal sisteminde birçok yapısal sorunun bulunduğunu, bunların; zayıf düzenlemeler, gevşek denetimler, sermaye yeterlilik oranlarının düşük olması, teşvikler ile uyumlu mevduat sigortasının eksiklikleri, düzenleyici kurumlarda uzman yetersizliği, rasyonel olmayan proje seçimi ve izlenmesi teşvikleri, kötü kredi uygulamaları, firmalar ve bankalar arasında yarı mono polistik

ilişkiler ile bankacılık modelleri sebebi ile fiyatlardaki değişim akışının kurumlar arasında sağlanamaması şeklinde yapısal sorunlar olduğunu, önemli risklere sebep olan takipteki kredi artışlarının nedenleri olduğunu vurgulamıştır.

2.4.3. 1998 Rusya Krizi

Rusya 1992 yılından itibaren serbest ekonomiye geçerek, özel sektörü teşvik etmiştir. Bütçe açıklarının azaltılması, %130 larda olan enflasyon oranının düşürülmesi ve bazı yapısal reformlar içeren IMF ile 1995 yılında Stand By anlaşması yapılmıştır. Yay vd. (2001) 1994 yılında Rus hükümetinin kamu harcamalarının finansmanı için borçlanması ile Rusya ve Meksika krizinden çıkan ülkeler olarak uluslararası yatırımcılar için cazip hale gelmiştir.

1997 yılında Güneydoğu Asya ekonomilerinde başlayan finansal kriz ile birlikte kısa vadeli sermayenin yönü hızlı bir şekilde değişmiştir. Petrol fiyatlarında düşmenin de etkisiyle Rusya' nın ihracat gelirlerinde azalma meydana gelmiş, ödemeler bilançosunda önemli problemler baş göstermiştir. Alagöz vd. (2006) Cari İşlemler dengesinin 1996 yılı sonunda 11,7 Milyar dolar fazla verirken, krizin olduğu 1998 yılında 659 milyon dolar olarak gerçekleştiğini belirtmiştir.

Rubleye bağlı mevduat işlemlerinde, kamu tahvillerinde Ocak 1998 ayından itibaren çıkış başlamış olup, Rus Borsasında 29 Ekim 1997 tarihinde %27 oranında düşüş ile ilk önemli çöküş başlamıştır. Bedirhanoğlu (1999) ABD'li spekülâtör Soros'un 13 Ağustos 1998 tarihinde Rusya hakkında olumsuz değerlendirmeleri ile Rusya borsasından çıkış hızlı bir şekilde olmuş, krizin meydana gelmesi ile Rus hükümeti ekonomi politikalarını değiştirerek 17 Ağustos tarihinde ekonomik önlemler açıklanmıştır. Rus bankalarının borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmeleri ile 90 gün moratoryum ilan etmiştir. Yay vd.(2001) Rus hükümeti tarafından artırılan faizler dolar karşısında rublenin değerlenmesini tetiklemiştir. 4,8 milyar US\$ tutarında yardım paketi Temmuz 1998 ayında IMF den alındığını belirtmiştir.

Alagöz vd.(2006) Ağustos 1998 ayında Ruble 'nin devalüe edilmesi ile ekonomik krizi tetikleyen dış etkenler olarak Güneydoğu Asya ekonomilerinde patlak veren kriz ile dünyada enerji fiyatlarının düşmesi olduğudur. İç etkiler olarak kısa vadeli borçlarda artış, piyasa ekonomisine geçiş esnasında uygulanan istikrar programlarının yetersiz olması sonucunda çıkan problemler, dış borçlar ile kamu giderlerinin karşılanmak

istenmesi, sınırlı yatırımlar sonucunda üretimde yeterli olmayan artış, ödemeler dengesinde açık beklentileri, kayıt dışı ekonominin büyüklüğü v.d.' leridir.

2.4.4. 1999 Brezilya Krizi

Güneydoğu Asya ülkelerinde yaşanan kriz, Brezilya ve Rusya'ya da sirayet ederek krize sebep olmuştur. Real'i spekülâtif ataklardan korunmak amacı ile Brezilya Merkez Bankası faiz oranlarını %50 seviyelerine yükseltmiş, ancak 1995 yılında devalüasyon yapmak zorunda kalmıştır.

Toshniwal (2012) kredilerde genişleme, işsizlik artışı gibi sebepler ile bankacılık sisteminde varlık kalitesinin düştüğünü, Brezilya'nın bankacılık krizi ile batan bankaları tasfiye etme sürecine girdiğini açıklamıştır.

Uzun (2006) Brezilya'nın toplamda yurtdışı net borçluluğu incelendiğinde 1995 yılında 98.486 milyon US\$ olup, 1999 yılında 197.591 milyon US\$'a yükseldiğini vurgulamıştır. Güneydoğu Asya Krizi sonucunda emtia fiyatlarında düşüş olması ile ihracat gelirlerinde azalma yaşanması Güneydoğu Asya Ülkelerinde olduğu gibi Rusya ve Brezilya'da da cari işlem açıklarını artırmıştır.

Brezilya sabit kur rejimini uygulamaya devam ederek IMF'nin kurtarma paketi ile krizin etkilerinden arınmaya çalışmıştır.

Uzun (2006) dış etkenler ile birlikte Brezilya'nın kırılganlığı yükselten nedenler arasında 1998'de Brezilya hükümetinin moratoryum ilan etmesi olduğunu, neticede Brezilya hükümetinin sabit kur rejimini bırakmak zorunda kaldığını, Real'i % 9 oranında devalüe ederek döviz kurunu dalgalanmaya bıraktığını ve IMF'ye yardım çağrısı yapmak zorunda kaldığını ifade etmektedir.

2.4.5. 2002 Arjantin Krizi

Arjantin krizi 2002 yılında başlamıştır. Arjantin'de 1991 yılı Mart ayında uygulanan konvertibilite programının Arjantin krizinde etken olduğu bilinmektedir. İhracat mallarının fiyatlarında düşme, ticaret yaptığı ortaklarının kendi para biriminde devalüasyon yapması dışsal faktörler ve siyasi belirsizlik, Arjantin krizinin nedenleri arasındadır. İnan (2002) Arjantin, IMF ile anlaşmalar yaptığını, fakat verilen imkânların yetersiz kalması ve diğer sebeplerle sürdürülemez borçlar yönetilemez hale gelmiştir. Arjantin 24.Aralık 2001'de moratoryum açıklamıştır.

Feldstein (2002) göre artan dış borç ve aşırı değerli döviz kuru Arjantin krizinin önemli sebebidir. İç karışıklıklar ve siyasi istikrarsızlıklar sonucunda uygulanan kötü ekonomi politikaları krizin sebepleridir. Cari işlemler açığı sürdürülemez seviyeye gelmiş, Arjantin hükümeti borçlarını temerrüde düşürmüştür. Ocak 2002 ayında ise değer düşürme yapmıştır.

2.5. G-20 Ülkeleri Sermaye Kontrolleri

Uluslararası Sermayenin gelişmiş ülke ekonomilerden gelişmekte olan ülke ekonomilere doğru hareket ettiği gözlenmekte, gelişmiş ülke merkez bankalarının geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları ile yaratılan fonlar, kısa vadeli sermaye, yatırımcıların yüksek kar maksimizasyonu güdüsü ile gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal piyasalarına doğru hareket etmiştir. Özellikle gelişen ülkelerde 1990 lı yıllardan itibaren Meksika, Güney Doğu Asya, Rusya, Brezilya ve Türkiye’de yaşanan finansal krizler sonrasında gerçekleşen bu durumun kontrolüne yönelik çalışmalar kontrol yöntemleri denenmiştir.

Ariyoshi, vd. (2000) 1990 sonrasında Tayland ve Malezya gibi 14 gelişen ülke piyasaları üzerinde uygulanan sermaye kontrollerini ülke bazında niteliksel karşılaştırma yöntemi ile incelediği çalışmasında ülkede alınan önlemler ve kontrol uygulamalarının sermaye girişlerinde kısmen etkili olduğunu saptamıştır. Ebstein, vd., (2003) Hindistan, Çin, Kolombiya, Şili, Malezya, Singapur’da uygulanan sermaye kontrollerinde bu ülkelerde sermaye kontrollerinin belirli makroekonomik değişkenler üzerinde başarılı olduğunu tespit etmişlerdir. Jitrapanun ve Prasartset (2009) Tayland ekonomisinde 2005-2007 günlük sermaye kontrol endeksi oluşturarak yapmış olduğu çalışmasında, sermaye ve portföy girişlerine doğrudan kısıtlamaların ikinci ayda portföy girişlerinde en yüksek etkiye sahip olarak azaldığını, birçok çalışmasında benzer sonuçlara ulaştığını, Ayrıca Doğu Asya ülkelerinde cari hesabın sermaye akışında önemli belirleyici olduğunu saptamışlardır.

Fratzscher (2012) G-20 ülkelerinde politika yapıcılarını üzerine çalışmasında uygulanan sermaye kontrollerinin ulusal para üzerinde değerlenmeye neden olduğu, portföy akımları üzerinde azaltıcı yönde etkili olduğu, son on yılda sermaye akışında kısıtlamalar ile ilgili seçimlerin yüksek kredi büyümesi, çıktı dalgalanmaları ve enflasyonda artış şeklinde ülke ekonomisinin aşırı derecede ısınması endişeleri ile ilgili olduğu gözlemlenmiştir. Pandey,

vd.,(2015) Hindistan’da Ocak 2004 ile Eylül 2013 arasında uygulanan sermaye kontrollerinde makroekonomik değişkenler ve döviz kuru üzerine etkisini incelediği çalışmasında; sermaye giriş kontrollerinin banka kredileri stok fiyatları üzerinde etkili olmadığı, kısa dönemde ulusal paranın değerlenmesinde yavaşlatıcı etki yarattığı, sermaye kontrolleri uygulamasının sistematik riski azaltmaktan ziyade döviz kurunu kontrol etmek amacıyla uygulandığı ancak, kontrollerin döviz kurunu ve diğer ilgili sonuçlarda etkili olmadığını tespit etmişlerdir.

Akça, vd.,(2016) Endonezya, Kolombiya, Brezilya, Taylan, Rusya ve Filipinler ekonomilerinde net sermaye girişleri, cari işlemler dengesi ve reel efektif döviz kuru verileri ile 2006 Q1 ve 2012 Q4 dönemi olay inceleme yaklaşımı ile sermaye kontrolleri etkileri ölçölmüş, bu ölkelerde geçerli sermaye kontrolü başarısızlığı tespit edilmiş, sermaye kontrollerinin amaca hizmet etmemesinin sebebinin küresel piyasa ajanlarının sermaye kontrollerine verdikleri tepkiler olduğu gözlenmiştir. Rusya ve Brezilya’da sermaye kontrollerinden cari işlemler dengesinin etkilenmediği, Ancak Kolombiya’da reel döviz kuru üzerinde baskının etkili olduğu gözlenmiştir.

3. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

3.1. Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Krizler

Finansal piyasaların serbestleşmesi Türkiye’de 24.Ocak 1980 tarihinde İstikrar Kararları ile başlamıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile kısa vadeli sermayenin Türkiye Cumhuriyeti mali piyasalarına serbestçe girme imkânı sağlanmıştır. 32 sayılı TPKKH Karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketleri tamamen serbest hale getirilmiş, Türk finans piyasaları kısa vadeli sermaye hareketlerine açılmıştır.

32 Sayılı TPKKH Karar’da temel ilkeler

- ✓ Türk Parası’nın ithal edilmesi ve ihraç edilmesi serbesttir.
- ✓ En fazla 5 bin dolar karşılığı TL’sını yolcular ülke dışına çıkarabilir,
- ✓ Yurt içine dövizin ithal edilmesi serbest bırakılmıştır.
- ✓ 5 bin dolar karşılığı efektif dövizini yolcular beraberinde yurtdışına çıkarabilir.
- ✓ Görünmeyen işlemlere ilişkin döviz gelirleri serbestçe tasarruf edilebilir,
- ✓ Görünmeyen işlemler kapsamında bankalardan satın alınan dövizlerin yurtdışına çıkarılmasında kısıtlama yoktur.
- ✓ Bankacılık sistemi içerisinde döviz transfer hareketleri serbesttir,
- ✓ Döviz kurları serbest piyasa koşullarında serbestçe belirlenir,
- ✓ Kıymetli madenler hakkında özel hükümler uygulanır,
- ✓ İhracat bedeli dövizlerin tasarruf edilmesi serbesttir,
- ✓ Türkiye’ye yabancı sermaye getirilmesi serbesttir,
- ✓ Türkiye’den sermaye ihracında herhangi bir ön izin gerekmez,
- ✓ Türkiyeden sermaye ihracında miktar kısıtlaması yoktur,
- ✓ Menkul kıymetlerin yurtiçine giriş ve çıkışı serbesttir,
- ✓ Gayrimenkul gelirleri ve gayrimenkul satış bedelleri serbestçe transfer ettirilebilir,
- ✓ Yurt dışından kredi, gayrinakdi kredi, garanti ve kefalet sağlanabilir,
- ✓ Yurtdışındaki firmalara belli koşullarda kredi verilebilir,
- ✓ Bankalarda Döviz Tevdiat Hesapları, Altın depo hesapları açılabilir.

Bakova, Büyüktürk, (2009) çalışmasında 32 sayılı TPKKH Karar’ın Türk Lira’sına konvertibilite kazandırdığının kabul edileceği, ancak Karar’ın en dikkat çeken özelliğinin

serbest piyasa ekonomisi görüşü ile hazırlanması ve Madde 1’de yasaklayıcı düzenleme yetkisi bulunmayışı olduğunu, diğer kararlardan ayıran en önemli özelliğinin döviz işlemlerinde yasak döneminin sona ermesi olduğunu vurgulamıştır.

TPKKH 32 Sayılı Karar ile Türkiye Ekonomisi’nin belirli dönemlerinde ihtiyaçlar dikkate alınarak gerekli düzenlemeler, değişiklikler yapmıştır. Serbest Piyasa ekonomisi koşullarında, ülkenin döviz ihtiyacının daha fazla hissedildiği dönemlerde, ihracatçının ülkeye gelen dövizinin bir belirli oranda kısmının bankalar aracılığı ile TCMB’na satılması, yurtdışına giriş çıkışlarda efektif dövizin, miktarında değişiklikler gibi ekonomi politikalarına uygun düzenlemelere gidilmiştir.

Türkiye’ye gelen sermaye türleri arasındaki doğrudan yatırımların zamanla yoğunluğu azalmış, portföy yatırımları ise Türkiye ve benzer ülkelere yönelerek, yüksek kar elde etme güdüsü ile ülkeler arasında kur riskini dikkate alarak hareket etmektedir. Döviz ihtiyacı içinde olan Türkiye ekonomisinin döviz kazandırıcı faaliyet gelirlerini artıracak doğrudan yatırımlarının azalması ekonomi politikalarının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Kısa vadeli borç ödemelerinin fazla olduğu, yüksek reel faiz dönemlerinde döviz kurunun oynaklığı, döviz kurunun yönetilmesini çok riskli bulan yabancı yatırımcılar yüksek faizden kar elde etmek amacı ile çok kısa süre için gelseler de ilk fırsatta karlı ve daha az riskli ülkelere gidebilmektedir. Türkiye’ye gelen kısa vadeli sermaye hareketlerinde 1990’lı yıllarda artışlar olmuştur. Yalnız 1991 yılında meydana gelen Körfez Savaşı ve 1994 yılındaki finansal krizle birlikte yüksek miktarlarda sermaye çıkışları yaşanmıştır. 1990 ile 2000 yılları arasında jeopolitik riskler, uluslararası piyasalarda kısa vadeli sermaye hareketlerinde oynaklık ve ülke riski sebebi ile istikrarsızlık yaşandığı görülmektedir.

Türkiye’de kambiyo rejiminde liberelizasyon, sermaye hareketlerinin hacmini, türünü ve sonuçlarını değiştirmiş ve bu süreçte;

- ✓ Sermaye girişi daha geniş boyutlarda yapılmaktadır,
- ✓ Sermaye girişinin vade yapısı ve türü değişmiş,
- ✓ Sermaye girişi, resmi kanallardan özel kanallara taşınmış,
- ✓ Ekonomide mevcut uluslararası sermayenin, cari açıkla bağlantısı zayıflamış,
- ✓ Uluslararası sermaye rezervlerde artış sağlamıştır.

Yeldan (2006:)’a göre uluslararası sermaye hareketleri üzerine Türkiye’de 1989 yılında kontrollerin tamamının kaldırılması ile piyasalar spekülatif, sıcak para tabir edilen

sermayenin işlem yapmasına açılmış olup, piyasada döviz kuru ile faiz oranı birbirlerine bağımlı hali sonucunda merkez bankası tarafından faiz ve kurun bağımsız bir politika aracı olarak kullanılması imkanının yitirildiğini, bu süreçte Türk finansal piyasa sisteminde gelişimini üç ana sürecin belirlediğini açıklamıştır. Bu süreçler;

- ✓ Getirilen araçların çoğunluğu, kamu kesimi açığı finansmanı için menkul kıymetler üzerinedir
- ✓ Türk Lirası'nın, yabancı para birimi ile ikame edilmesinin yarattığı tehdit unsuru, (dolarizasyon)
- ✓ Ulusal finans piyasalarında ve reel sektörde, spekülasyon sermaye hareketlerinin sebep olduğu istikrarsızlıklardır.

Kutlar ve Şimşek (2001), 1984(4) - 2000(2) dönemini inceledikleri çalışmada Türkiye'de dış ticaret rejiminin değiştiği 1984 sonrasında dış ticaret açıkları ile bütçe açıkları arasında güçlü bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu, koentegrasyon analizinde uzun dönem ilişkisinin varlığını doğrulamıştır. Dış ticaret açıkları ile bütçe açıkları arasındaki ilişkiye test eden ECM yaklaşımı, uzun ve kısa dönemde Keynesyen yaklaşımını desteklediğini vurgulamışlardır.

Türkiye ekonomisinde finans piyasalarını doğrudan etkileyen makroekonomik sorunlar yüksek cari açık oranları, dolarizasyon, döviz ihtiyacı, bütçe açığı, enflasyon, yüksek faiz, reel sektörde spekülasyon sermaye hareketlerinin neden olduğu istikrarsızlıklar 1990'lı yıllardan itibaren kısır döngü içinde aşılamamıştır. Türkiye ekonomisinin zaman zaman finansal riskler ile karşı karşıya kaldığı görülmektedir.

3.1.1. 1994 Krizi

1989 ile 1994 döneminde kur ayarlamaları yapılarak, kurlar enflasyon oranının altında tutulmuş, Türk Lirası aşırı değerlenmiştir. Yüksek faiz politikası ve döviz müdahaleleri ile 1994 yılına kadar sorun yaşanmamıştır. Ancak sıcak para arttığından dolayı bankaların açık pozisyonları artmıştır. Aşırı değerli Türk Lirası ihracatı olumsuz etkileyerek ithalat harcamalarını artırmıştır. Dış ticaret açığı yükselmiştir. Derecelendirme Kuruluşları Türkiye'nin kredi notunu düşürmüş, güven ortamı sarsılmıştır. 1993 yılında TL faizlerin düşmeye başlaması, devalüasyon beklentileri, bankaların ve şirketlerin açık pozisyonlarını kapatma çabası ile bireylerin ve kurumların döviz talebi sonucunda dolarizasyon artmıştır. Faiz / kur makasının daralması ile sıcak para ülkeden çıkmıştır.

5 Nisan 1994 İstikrar Paketi ile; tasarruf tedbirleri, vergi yolu ile gelir artırmak amaçlı bütçe açıklarını azaltacak önlemler, Kamu İktisadi Teşebbüslerin (KİT)'lerin satılması, kapatılması, zamlar, vergiler, bir defaya mahsus ek vergiler, memur maaşlarında sınırlamalar, KİT'lere yapılan transferlerde kısıtlamalar, vergi borçlarının kapatılması, yatırımların yavaşlatılması vb. uygulamalar ile bütçe açığının azaltılması ve iç borçlardan kurtulma hedeflenmiştir. 5 Nisan İstikrar paketi ile merkez bankasının özerkliği, serbest kur sistemi uygulaması, mevduatlara güvence sınırlarının yükseltilmesi ile ülkeye kısa vadeli sermayenin gelmesi sağlanmıştır.

5 Nisan İstikra Paketi'nin Olumlu Sonuçları:

- ✓ Döviz kurlarının tespiti piyasa koşullarına bırakılmış,
- ✓ MB kuru piyasa kuru seviyelerinde belirlenmiş,
- ✓ Konsolide bütçenin toplam nakit açığı düşmüş,
- ✓ Dış Ticaret açığında azalma gerçekleşmiş,
- ✓ TCMB altın ve döviz rezervlerinde artış sağlanmış,
- ✓ Fiyatlar genel düzeyinde düşüş sağlanmış,
- ✓ Türk Lirasına güven artmış, TL varlıklara yönelim artmış,
- ✓ Faiz oranları düşmeye başlamış, uzun vadeli yüksek faiz uygulaması başlamış,
- ✓ Döviz büfelerinin faaliyet ve kuruluş şartları düzenlenmiş, ağırlaşmış,
- ✓ Mevduat güvencesi sınırının yükseltilmesi, bankalara mevduat dönüşü başlamış,
- ✓ TCMB'nin özerkliğine aşamalı olarak geçilmesi fikri benimsenmiştir.

3.1.2. 2000-2001 Krizi

Türkiye Cumhuriyeti tarihinin en büyük finansal ve bankacılık krizi 2000, 2001 krizleridir. Siyasi istikrarsızlık, yüksek borçlu yapı, cari işlemler açığının kritik sınır üstünde olması, mali sektörün sermaye yetersizlikleri, aşırı değerli TL, yüksek faiz, yüksek enflasyon, bankacılık, reel sektör ve kamuda açık pozisyonlar, kamu bankaları görev zararları, faiz ve kur riski 2000- 2001 krizini hazırlayan temel sebeplerdir. Kriz incelendiğinde; dünya genelinde benzer ülkelerde Türkiye gibi bir kriz yaşanmamış, krizin Türkiye'ye özgü bir kriz olduğu görülmektedir. 2000 yılına kadar uygulanan döviz kuru rejimi ve enflasyonun düşürülmesine yönelik politikalarda başarılı sonuçlar alınamamış, maliye politikalarında heterodoks yapı öncelikli olmuş, bankacılık

sektöründe uygulanması hedeflenen yapısal reformlar uygulanamamış, tahsil kabiliyeti olmayan kredilerin yol açtığı problemler özel bankaların TMSF'ye devredilmesi ile ortaya çıkmış, kamu bankalarında desteklenen kredilerin usulsüz ve kontrolsüz olarak kullandırılması ile banka bilançolarında dengesizlikler oluşmuş, likidite sıkıntıları baş göstermiş Türkiye ekonomisi 2001 yılında kriz ortamına sürüklenmiştir. 2001 yılında faaliyet gösteren bankalar dövizde çok yüksek faiz uygulayarak topladıkları döviz mevduatını TL çevirip kullanmışlardır. Banka bilançoları bu dönemde çok yüksek oranda açık pozisyonda kalmışlardır. Finansman ihtiyacının artış göstermesi ile likidite daralması borç vadelerinin giderek kısalmasına sebep olmuştur. Özel bankaların reel sektörü fonlamak yerine kendi holding şirketlerini uygun krediler ile finanse etmesiyle geri ödenmeyen batık kredilerin kamu maliyesi üzerine yüklenmesine sebep olmuştur.

Şubat 2001 ayında TL'den hızlı kaçış süreci başlamış, faiz oranlarının çok yükselmesine rağmen döviz talebi durmamıştır. Türkiye'deki bankaların o dönemde TCMB'den döviz talebi 7,6 Milyar dolar tutarındadır. Bankalarda yaşanan nakit sıkışıklığı sebebi ile 21 Şubat 2001 tarihinde gecelik faizler % 4000 seviyesine yükselmiştir. TL faiz oranlarında yükselme banka bilançolarını daha da bozmuş, panik havası artmıştır. Kamu bankalarının yüksek likidite ihtiyaçları ödemeler sisteminin kilitlenmesine sebep olmuştur. Şubat 2001 krizine kadar yüksek faiz, düşük kur, sabit kur sistemi benzeri yönetilen bir kur politikası uygulanmaktaydı, 2001 krizi ile bu yönetilen kur politikasından vazgeçilmiştir. Kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır. IMF ile yapılan programlar çerçevesinde kaynak sağlanmış, TCMB tarafından likidite sorunları çözümlenmiş, kamu bankalarının yeniden yapılanmasına yönelik programlar uygulanmış, özel bankaların birleştirilmesi, devredilmesi vb. düzenlemeler ile bankacılık sektörü yeniden yapılandırılmıştır. Uygulamaya konulan ulusal program paketi ile dalgalı kur rejiminin kullanılması, para politikasının yeniden işlerlik kazanması, ekonomik istikrar ile birlikte yeniden yapılanma, büyüme ortamı yaratacak önlemler düzenlenmiştir. Kamu bankalarına görev zararı yüklenmesini önleyici yasa değişiklikleri, TCMB'nin özerkliği, bütçe içi ve bütçe dışı fonlar ve kamu ihale yasaları ile ilgili değişiklikler yapılmıştır.

3.1.3. 2008 Küresel Kriz Etkileri

Türkiye ekonomisi de birçok ülke ekonomisinin etkilendiği gibi 2008 Küresel Finans Krizi'nden etkilenmiştir. Ancak 2001 krizinden sonra yeniden yapılandırma sürecini

yaşayan Türk Bankacılık Sistemini 'nin sermaye yeterlilikleri, güçlü yapıları ile yaşanan küresel krizden etkilenmeleri sınırlı seviyede kalmıştır.

FED Başkanı Bernanke'nin 22 Mayıs 2013 tarihinde tahvil alım programına azaltmaya gideceği açıklaması ile gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'den hızlı ve yüksek miktarda sermaye çıkışı olmuştur. Menkul Kıymetler Borsa'sı endeksi hızlı düşüş göstermiş, kur ve faiz yükselmiştir. Türkiye'ye etkisi, benzer ekonomilere etkilerinden daha fazla olmuştur.

3.1.4. 2018-2022 Krizi

2018 yılında Türkiye ekonomisi yüksek cari açık, yüksek borç stoku, aşırı değerli TL ile kırılgan bir ekonomi görünümünde olmuştur. 2016, 2017, 2018 yıllarında Türkiye ile ABD arasında politik gerginlikler yaşanmıştır. Türkiye'nin Suriye'de stratejik ve jeopolitik çıkarları sebebi ile politik konumundan ABD yönetimi rahatsız olmuştur. ABD ile yaşanan politik gerginlik ekonomik yaptırımlar şekline dönüşmüştür. 2018 yılının Temmuz ve Ağustos döneminde TL aşırı değer kaybetmiştir. Devam eden süreçte Türkiye ekonomisinde uzun süren bu durgunluk dönemi yaşanmıştır. Bankalar kredi vermeye zorlanmış, devlet bankalarının inşaat, konut sektörüne kaynak yaratma teşvikleri ile kredi piyasası canlandırılmaya çalışılmış, ancak yaratılmaya çalışılan kaynak verimli kullanılamamış, döviz kurlarında aşırı oynaklık döviz talebini artırmıştır. Bankacılık sektöründe ödenmeyen kredi temerrütleri artmıştır. İşsizlikte artış, yükselen enflasyon ve TL 'da değer kaybı görülmüştür. Covid 19 pandemisinin olumsuz etkileri ile de 2018'de % 2,8, 2019 yılında % 0,9, 2020 yılında % 1,8 oranında düşük büyüme oranları gerçekleşmiştir.

2021 yılı Mayıs ayına kadar, 1 USD = 7,30 TL- 8,30 TL seviyelerinde dalgalanmıştır. Enflasyon % 15, % 17 civarında olmuştur. Haziran 2021 ayında TCMB politika faizini Eylül, Ekim ve Kasım aylarında % 19 oranından % 14 oranına düşürdüğünde, enflasyon oranı % 15, % 16 seviyelerindeydi. Reel faizler eksiye düşmüştür. TL fonları, döviz, altına ve borsaya yönelmiştir. Borsada yerli yatırımcının sayısı çok artmıştır. 2013 yılından sonra yabancı yatırımcı oranı düşen Borsa İstanbul (BİST)' da 2018 yılından sonra reel faizin düşük olması sebebi ile borsaya yatırım yapan yerli yatırımcı ile BİST'de derinleşme sağlanmaya başlamıştır. Aralık 2021 ayında ters dolarizasyon sağlamak üzere çıkarılan Kur Korumalı Mevduat (KKM)'ın açık ve örtülü toplam mevduat içinde Mayıs

2022 tarihi itibarıyla % 72'ye yükselmiştir. Ancak Kur artışı olduğu dönemlerde KKM uygulaması ile TC hazinesine aşırı yük yüklenmiştir.

3.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’de Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kırılgan gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde makroekonomik değişkenler üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri görülmektedir. Türkiye’de kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme, yatırım, tasarruf, tüketim, reel döviz kuru, ticaret dengesi, enflasyon, reel gelir, reel faiz, istihdama etkileri çeşitli bilimsel çalışmalarda araştırılmıştır. Enerji ihtiyacı ve ara malı ithalat oranı yüksek olması sebebi ile dışa bağımlı ve borçluluk oranı yüksek ülke ekonomisinde döviz ihtiyacının yüksek olduğu dönemlerde faiz oranları yükseltilerek döviz girişi sağlanmaya çalışılmaktadır. Sürecin iyi yönetildiği takdirde kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurunun değerlenmesine, reel faiz oranlarının düşmesine sebep olduğu, reel gelir büyüme sürecini desteklediği konusunda bilimsel çalışmalar bulunmaktadır.

3.2.1. Yatırım, Tasarruf ve Tüketim Üzerine Etkileri

Türkiye ekonomisinde enerji ithalatı ve ihracatın ithalata bağımlı olduğu değerlendirildiğinde cari açık veren bir ekonomi olarak döviz ihtiyacı yüksek, yatırım yapabilmek için dövize bağımlı bir ekonomidir.

Örnek (2008), 1996 yılı Q4 ve 2006 yılı Q1 dönemi arasında Türkiye’de hem kısa dönemde hem de uzun dönemde uzun vadeli doğrudan yatırımların tasarrufları artırdığını vurgulamıştır. KVSH’nin kısa ve uzun vadede tasarruflar üzerinde negatif etkisi olduğunu, uzun dönemde hem doğrudan yatırımların hem de KVSH’nin büyümeyi olumlu yönde etkilediğini ancak kısa dönemde büyümenin tasarrufları olumsuz etkilediğini tespit etmiştir.

Şengönül, vd. (2012), 1991-1 ve 2005-6 dönemi verileri ile Türkiye’de bankalara sendikasyon kredileri vd. kanallardan ve portföy yatırımı olarak gelen KVSH’lerinin VAR analizi ile sanayi üretimine etkisini incelemişler; sermaye girişinde bir şok etkisinin ekonomik büyümede her iki kanaldan giriş etkisinin de büyüklük olarak aynı olduğunu, portföy kanalı ile sermaye girişine tepkinin daha yavaş, bankacılık kanalından girişe

tepkinin daha hızlı ve uzun olması sebebinin sanayi sektöründe atıl kapasitenin kullanılmasından kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır.

Karanfil ve Kılıç (2015) Johansen eşbütünleşme analizi ve Geagner nedensellik analizi ile 1980 -2013 dönemi Türkiye ekonomisinde, tasarruf -yatırım açığı, cari açık, bütçe açığı arasında uzun dönemde eşbütünleşme ilişkisi olduğu, tasarruf açığından bütçe açığına çift yönlü, cari açıktan tasarruf açığına tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

İpek ve Kızılgöl (2016) ARDL sınır testi ve Toda Yamamoto nedensellik analizi ile 2004-2014 dönemini incelemiştir. Türkiye ekonomisinde uzun dönemde bir eşbütünleşme ilişkisinin varlığını ispatlamış, cari açık ile tasarruf- yatırım açığı arasında çift yönlü, bütçe açığı ile cari açık arasında çift yönlü, bütçe açığı ve tasarruf-yatırım açığı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit etmiştir.

Kızılkaya ve Öztutuş (2018) Johansen eşbütünleşme ve Granger nedensellik analizi ile 1960-2016 dönemi Türkiye ekonomisinde uzun dönemde yatırım- tasarruf açığı ve bütçe açığı görüldüğünde cari açığında olduğu, uzun dönem için üçüz açık hipotezinin geçerli olduğunu tespit etmiştir.

İnançlı vd.(2021) 1990-2019 dönemi Türkiye ekonomisinde bütçe açığından cari açığa, bütçe açığından faiz oranlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmış, “ İkiz Açık “ hipotezinin geçerliliğini kabul ederek, üçüz açık hipotezinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Derinliği düşük, sığ menkul kıymet piyasalarına sıcak para şeklinde gelen portföy yatırımlarının döviz arzında artış nedeni ile ülke parasının değerlendirilerek ihracatı azaltıcı, ithal mallarına talebi artırarak ithalatı artırıcı etki yaratmaktadır. İthal mallarına olan talep artışı ile tasarruf eğiliminde düşme, tasarruflarda azalma, tüketim eğiliminin artması etkisi yaratacaktır. 1994 ve 2000’li yıllarda Türkiye menkul kıymet borsalarının derinliği sığ piyasalar olması sebebi ile sıcak para hareketlerinden reel sektör olumsuz etkilenmiş, sıcak para hareketlerinin yurtiçinde tasarruf ve tüketime olumsuz etkileri yaşanmıştır. Yurtiçi tasarruflarının da menkul kıymet borsalarının derinliğine katkısı olduğu piyasalarda sıcak para portföy hareketlerinin döviz üzerinde oynaklıkları daha az olabileceğinden ülke parasının istikrarlı olarak değerlendirilmesi etkisi ile yatırım, kısa vadeli portföy hareketlerinin tasarruf ve tüketim üzerine etkileri nispeten daha olumludur. Türkiye ekonomisinde menkul kıymetler borsaları 2016 yılından itibaren azalan yabancı

yatırımcı portföy yatırımı ve eksi reel faiz etkisi ile artan yerli yatırımcı portföy artışına rağmen henüz yeterli derinliğe ulaşamamıştır. Özellikle reel sektörü fonlamak amacı ile kısa ve orta vadeli kaynak olarak bankalara sendikasyon kredileri yolu ile gelen kısa vadeli sermaye hareketleri ihracata, döviz kazandırıcı faaliyetlerde bulunan firmalara aktarıldığında orta ve uzun dönemde yatırımlarda verimlilik ve artışı yüksek, kısa dönemde tasarruf ve tüketime etkisi daha olumlu olabilecektir. Türkiye’de bankalara ve kurumlaşmış özel sektör firmalarına sendikasyon vb. kaynak olarak gelen kredilerde artış görülmektedir.

3.2.2. Enflasyon Üzerine Etkileri

Türkiye’de 1980 yılından itibaren yaşanan devalüasyonlar sonucunda üç haneli enflasyonist dönemler yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinde serbestleşme politikaları, yaşanan finansal krizler ile Türkiye’de enflasyon 1990’lı yıllarda kronikleşerek önemli bir sorun haline gelmiştir.

Yapraklı (2007), ÜFE, TÜFE, GSYİH, 1987:1 - 2007:1 dönemi üçer aylık veriler ile Türkiye’de ekonomik büyüme ve enflasyon arasındaki ilişkiyi eş-bütünleşme, hata düzeltme ve nedensellik analizi ile incelemiştir. ÜFE endeksinde %1’lik artış, GSYH’nın % 0,19 oranında azalttığını, TÜFE endeksinde %1 oranında artışın, GSYİH’da % 0,24 oranında azalttığı, TÜFE’den GSYİH oranına doğru %1, ÜFE’den GSTİH oranına doğru % 5 önem düzeyinde tek yönlü nedensellik bulunduğunu, enflasyonun ekonomik büyümeyi etkilerken, büyümenin enflasyonu etkilemediğini tespit etmiştir.

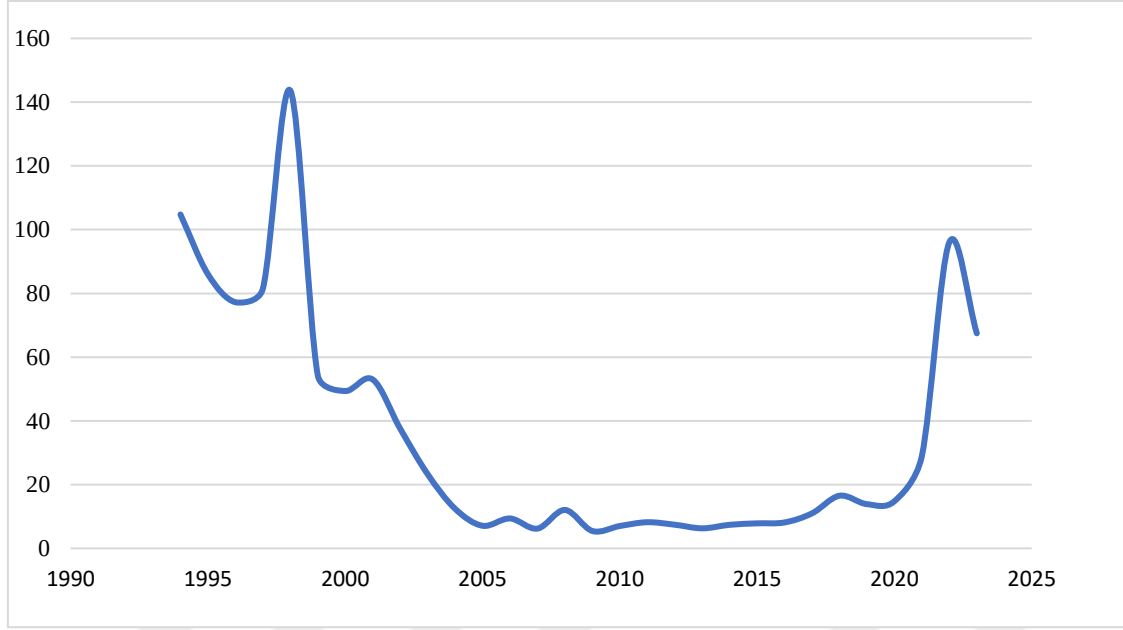
2001 krizinin sonrasında para politikasında değişimler, enflasyon hedeflemesi, bağımsız merkez bankacılığı, bankacılık sektöründe düzenlemeler, dalgalı döviz kuru politikası, kamuda mali disiplin sağlamaya yönelik tedbirler ile enflasyonu kontrol altına almaya yönelik somut adımlar atılmıştır.

Acemoğlu ve Üçler (2020) Avrupa Birliği üyeliği hedefi ve gerçekleşen siyasi yenilikler ile üretimde verimlilik artışı bu dönemde enflasyon hedefinin gerçekleşmesine katkıda bulunmuştur.

Gürkaynak vd. (2023) 2010 yılında enflasyon % 5 civarında durağanlaşmış, 2010 ve 2018 yılları arasında Merkez Bankası’nın bağımsızlığından verilen ödünler ve rasyonel para politikalarından uzaklaşması ile ülkeden sıcak para çıkışı yaşanmış, döviz kurunda artış,

siyasi ve makroekonomik istikrarsızlıklar sebebi ile yükselen CDS oranları ülkeye para girişine engel olmuştur.

Eğilmez (2021) 2020’li yıllarda yabancı paralar karşısında yerel paranın değer kaybetmesi sonucunda mal ve hizmet fiyatlarının artacak beklentileri talep enflasyonunun yükselmesine etken olmuştur.



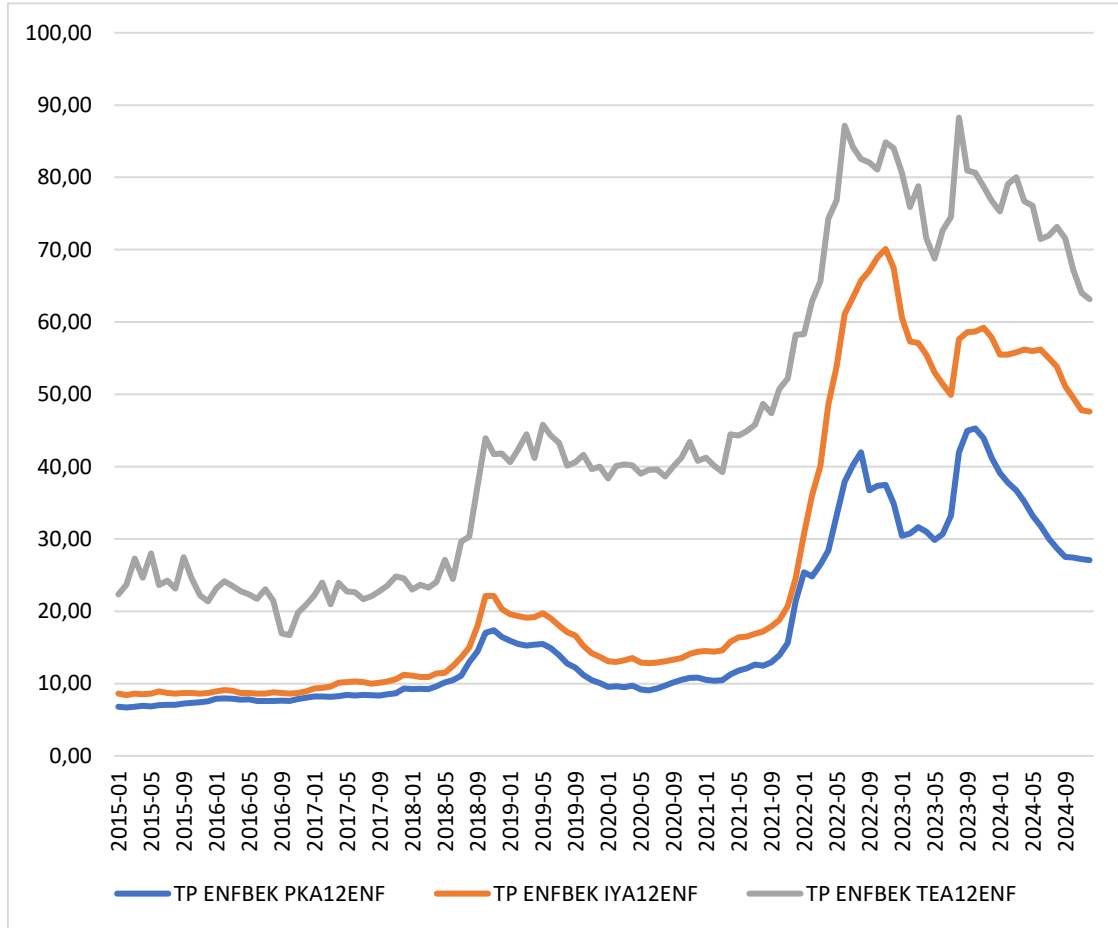
Grafik 7: Türkiye’de Enflasyon Görünümü (1990-2025)

Kaynak: TCMB, EVDS verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 7 incelendiğinde, 1980 yılından itibaren dışa açık ekonomiye geçen Türkiye ekonomisinde yükselen enflasyon oranları, 1990’lı yıllarda da yüksek seyretmiştir. 2001 krizinden sonra uygulanan ekonomi politikaları ile düşme eğiliminde olmuş, küresel sistemde para politikaları sonucunda 2013 yılına kadar yatay seyir izlemiştir. 2013 yılında FED başkanları açıklamaları ile gelişen ülke kurları değer kaybetmesi enflasyonu etkilemiştir. Eylül 2021 ayından sonra yükselme trendine girmiş, 2024 yılında izlenen sıkı para politikaları ile dezinflasyon süreci başlatmıştır.

Türkiye’de ekonomik büyümede istikrar sağlanabilmesi için öncelikle enflasyonun kontrol altına alınmalı gerekmektedir. Yüksek oranlı seyreden kronik enflasyonun kırılması sağlanmalıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinde sıcak para tabir edilen portföy yatırımlarının tüketim ithalatında talep enflasyonu yaratan etkilerini azaltıcı tedbirler kamu tüketim harcamalarında önlemler, tasarruf tedbirleri alınmalı, hane halkının ithal mallarına karşı tüketim eğilimini azaltıcı önlemler alınması gerekmektedir.

Dalgali ve yüksek oranlarda enflasyonun sebep olduğu orta ve uzun dönemli belirsizliklerin önlenmesi Türkiye ekonomisinde sağlanan mali ve finansal istikrar ortamı ülke ekonomisini kısa vadeli sermaye yatırımı için yatırım yapılabilir ülke konumunda düşük maliyetli kaynaklara ulaşma imkânı sunacaktır.



* TP.ENFBK.PKA12ENF: Piyasa katılımcılarının 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri

*TP.ENFBK.IYA12ENF : Reel sektörün 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri

*TP.ENFBK.TEA12ENF : Hane halkının 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentileri

Grafik 8: Türkiye’de Sektörel Enflasyon Beklentileri (Aylık) (%)

Kaynak: TCMB, EVDS verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 8 incelendiğinde, 2018 yılına kadar piyasa katılımcıları ve reel sektörün enflasyon beklentileri yaklaşık aynı oranda iken, 2018 yılından itibaren farklılaşmaya başlamış, 2021 yılı Eylül ayından itibaren reel sektörün enflasyon beklentileri piyasa katılımcılarına nazaran yükselmeye başlamıştır. Hane halkının enflasyon beklentileri piyasa katılımcıları ve reel sektör ile kıyaslandığında daha yüksek seyretmektedir. Beklentilerin yüksekliği

enflasyon ile mücadelede önemli olup, enflasyonda ataletin kırılabilmesinde önem arz etmektedir.

3.2.3. Döviz Kuru ve Faiz Üzerine Etkileri

Gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli sermaye girişinin artması bu ülkelerin ekonomik gelişmeleri ile ilişkilidir. Türkiye’de gerçekleştirilen finansal liberilizasyon ile birlikte faiz oranlarında yükselme kısa vadeli sermaye hareketlerinin temel belirleyicisi olmuştur. İnandım (2005), kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1995 ile 2005 yılları arasında reel döviz kuru ile etkileşimini incelemiş, TL üzerinde reel değerenmenin birinci derecede sermaye akımlarından kaynaklanmadığı, 1995 ile 2001 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinden, 1995 ile 2005 döneminde sıcak para akımlarından etkilendiği sonucuna ulaşmıştır.

Kıran (2007), 1992-1.ay ve 2006-6. aylarını kapsayan çalışmasında Türkiye’de reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi tespit etmiş, reel döviz kuru üzerine şok etkisine kısa vadeli sermaye hareketlerinin uzun vadeli sermaye hareketlerine göre daha duyarlı olacağı sonucuna ulaşmıştır.

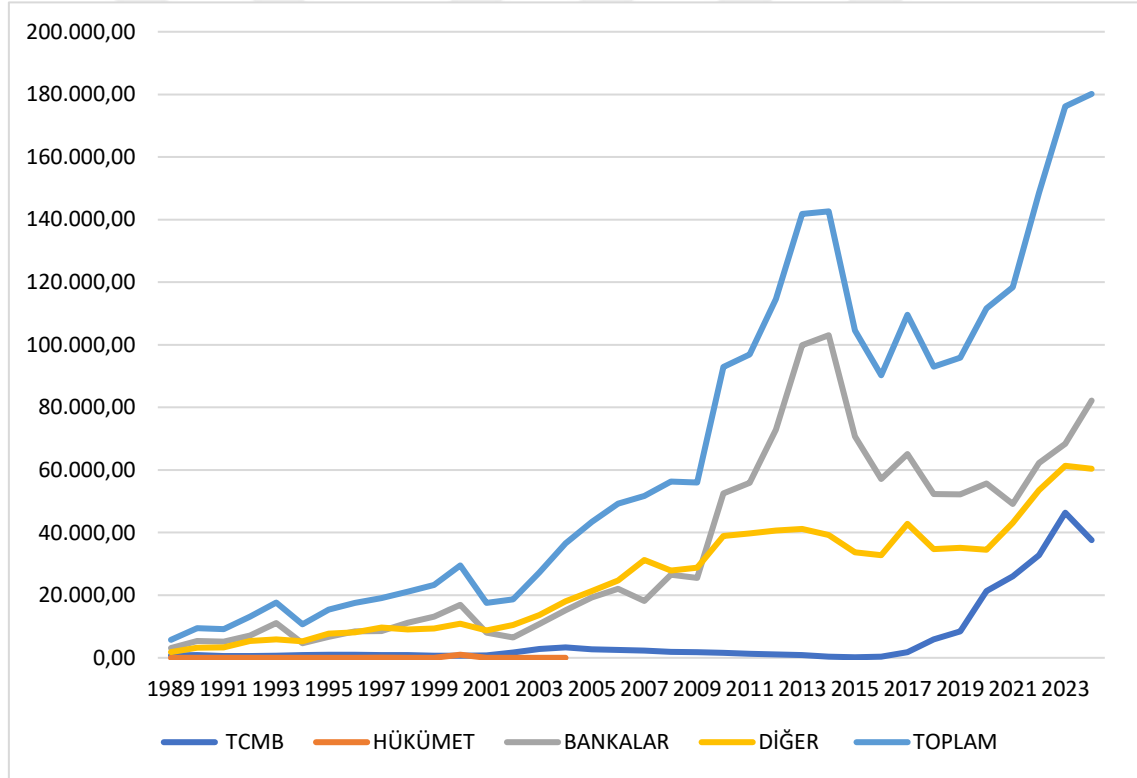
Eretaş, vd. (2010) 1995- 2009 dönemi verileri ile ARDL analiz yöntemini kullanarak Türkiye’de nominal döviz kuru ve reel faizin KVSH üzerinde etkisini incelemiş, reel faiz artışlarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığını, nominal döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketlerini olumsuz etkilediğini, oluşabilecek dengesizliklerin kısa dönemde giderildiğini tespit etmiştir. Aslan, vd. (2014), 1998-2001 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinden büyüme yönüne tek taraflı bir etki olduğunu, reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında iki yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Apaydın ve Şahin (2017), 1992-Q1 ile 2007 Q-3 döneminde KVSH’nin Türkiye’de iktisadi dalgalanmalar üzerinde etkilerini SVAR analiz modeli ile incelemiştir. Reel sektörde kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel kur etkisi ile dalgalanmalara da sebep olduğunu, kısa vadeli sermaye hareketlerinin hem reel döviz kuru aracılığı ile hem de doğrudan ülke ekonomisini kalıcı olarak etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Döviz kuruna müdahale edildiği sabit kur rejimi ve benzeri uygulama dönemlerinde sıcak para akımlarının Türkiye ekonomisindeki etkileri daha olumsuz olmuştur. Yatırımcılar, faiz getirisi yüksek olsa da, döviz kurunun yükselebileceği riskini değerlendirerek kur

riskini taşımamak için ülkeye gelmek istemeyebilirler. Serbest piyasa koşullarında döviz kurunun belirlenmesini tercih ederler. Türkiye ekonomisi enflasyonla mücadele eden, tasarruf açığı ve borçlu yapısı ile döviz ihtiyacı olan bir ekonomidir. Yurtdışından kısa vadede borçlanabilmek, kısa vadeli sermaye akımlarını çekebilmek için yüksek faiz maliyetine belirli aralıklarla katlanmak zorunda kalmıştır.

3.2.4. Ödemeler Dengesi Üzerine Etkileri

TCMB verilerine göre; 2024 yılı Ekim ayı rakamları ile özel sektör kısa vadeli dış borç stoku 102,7 milyar US\$, finansal kuruluşlar 43,7 milyar US\$, bankalar 42,4 milyar US\$, finansal olmayan kuruluşlar 59 milyar US\$ olmak üzere Türkiye ekonomisinde toplam kısa vadeli dış borç stoku 287 milyar US\$ tutarındadır.

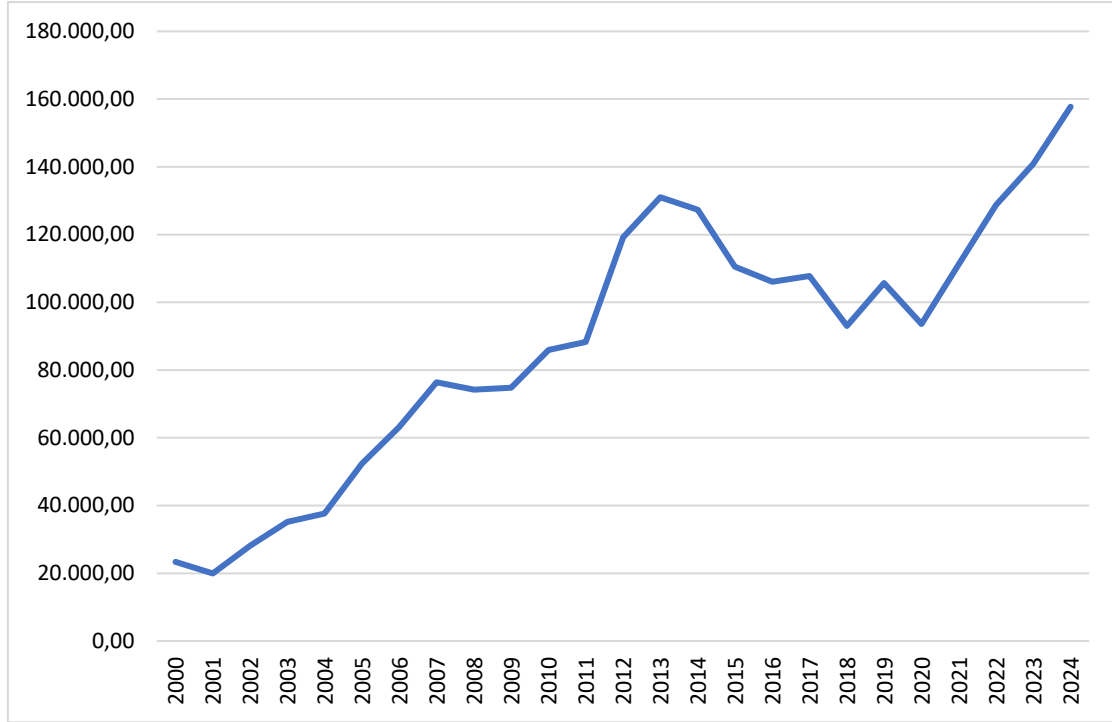


Grafik 9: Türkiye'nin Kısa Vadeli Dış Borç Stoku 1989-2024 (Milyon US\$)

Kaynak TCMB, EVDS verileri ile yazar tarafından hazırlanmıştır.

Grafik 9 incelendiğinde, 1989 yılından itibaren Türkiye ekonomisinin kısa vadeli sermaye hareketlerine açık olduğu görülmektedir. 1994, 1999 yılları, finansal kriz dönemleri sonrasına artış eğilimi, 2001 yılından itibaren kısa vadeli borç stokunda

bankalar ve özel sektör firmalarında artış, 2009 yılından sonra bankalarda artış, 2019 yılından itibaren TCMB kısa vadeli borç stokunda artış olduğu görülmektedir.



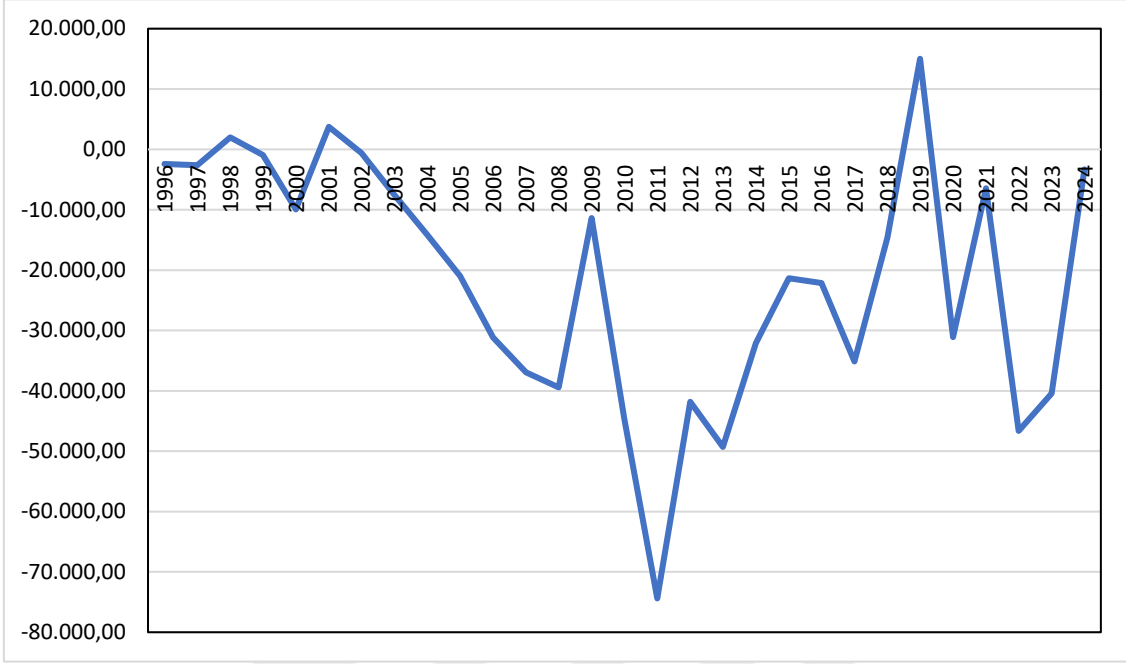
Grafik 10: TCMB Resmi Rezerv Varlıkları (2000-2024)

Kaynak: TCMB, EVDS verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik-10 incelendiğinde, TCMB Resmi Rezerv varlıkları hesabı 2001 yılından itibaren 2008 yılına kadar artma eğiliminde olmuştur. 2008 yılında küresel finans krizi nedeniyle yatay bir trend izlenmiş, 2009 yılından sonra kısa vadeli sermaye olarak finansal piyasalara gelen döviz arzı ile, TL'nin değerlenmesi ile rezervlerde artışın sebepleri arasındadır. 2013 yılında FED'in parasal genişlemede azalmaya gideceği söylemleri ve para politikaları ile gelişmekte olan ülke paraları ile birlikte TL'nin değer kaybetmeye başlaması TCMB resmi rezervler hesabında azalma trendine girmesine etken olmuştur. 2021 yılından sonra resmi rezervler hesabında artış trendi tekrar görülmektedir.

Alçın ve Gümüşoğlu (2019) 1998-01 ile 2015-04 dönemini VAR analizi ile sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesi üzerine etkisini incelemişler; kısa vadeli sermaye hareketleri ile cari açık arasında önemli derecede etkinin olduğunu, uzun vadeli sermaye hareketlerinin cari açık üzerinde etkisinin ise önemsiz derecede olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Erkilic (2006) VAR analizi ile Türkiye'nin 1980 ile 2004 yılları arasında

verileri kullanarak yapmış olduğu çalışmasında, cari açığın belirleyicilerinin bir önceki dönem cari açık, reel döviz kuru ve yurtiçi büyüme oranı olduğu sonucuna varmıştır.

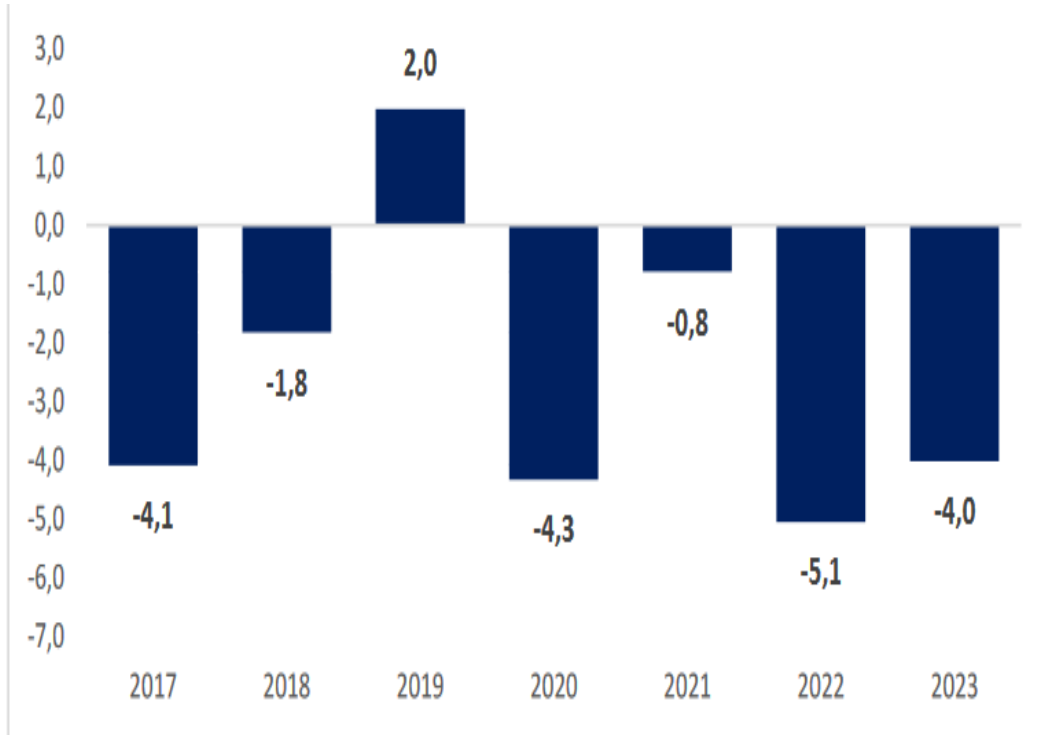


Grafik 11: TCMB Cari İşlemler Hesabı (1996-2024, Milyon US\$)

Kaynak: TCMB, EVDS, Ödemeler Dengesi İstatistikleri verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 11 incelendiğinde, cari denge 1999 yılına kadar kısmen eksik verse de dengeye yakın düzeyde seyretmiştir. 2001 yılında yaklaşık 10 milyar US\$ civarında seyreden cari açık, 2001 krizinden sonra uygulanan para ve maliye politikaları, serbest kur rejimi uygulaması sonrasında, ihracata döviz kazandırıcı faaliyetlere yönelik teşvikler, azalan ithalat, cari açığın kapanmasını sağlamıştır. FED' in ve ABD hükümetinin uyguladığı para ve maliye politikaları sonucunda Amerikan doları küresel sistemde gelişmekte olan ülke paralarına göre değer kaybetmiştir. Türkiye finans piyasalarına kısa vadeli sermaye akımlarının artması, bankacılık sektöründe yapılan düzenlemeler ile uluslararası sendikasyon kredilerinin artması, ulusal paranın değerlenmesi sonucunda ithalatta artış gözlemlenmiştir. 2008 küresel finans krizine kadar yüksek cari açık vererek büyüme oranı yüksek seyretmiştir. Bankacılık sektörünün güçlü yapısı ile 2008 krizinde çok fazla zarar görmeyen Türkiye ekonomisi, FED' in ve büyük merkez bankalarının genişleyici para politikaları ile küresel finans sisteminde hareket eden kısa vadeli sermaye akımlarından olumlu etkilenmiştir. 2011 yılı cari açığın en yüksek olduğu dönemdir. 2013 yılından sonra FED'in niceliksel genişlemede yavaşlama politikaları sonucunda Amerikan dolarının değerlenmeye başlaması ve gelişmekte olan ülke paralarının değerlerinde

düşme eğilimine girmesi ile finansal sistemde dolaşan sıcak para ABD piyasalarına geri dönmeye başlamıştır.



Grafik 12: Cari İşlemler Dengesi / GSYH (Yüzde)

Kaynak: Orta Vadeli Program 2025-2027

Grafik 12 incelendiğinde, 2016-2018 döneminde politik ve siyasi istikrarsızlıklar ile Türkiye finans piyasalarında sıcak para çıkışları yaşanmış, TL'nin değer kaybetmesi, ithalatta azalma uygulanan para ve maliye politikaları sonucunda cari fazla verilmiştir. 2019 Covid 19 Pandemisi sebebi ile büyük merkez bankalarının parasal genişlemeleri, ekonomik birimleri fonlama tedbirleri sonucunda küresel sistemde genişleyen kısa vadeli sermaye hareketlerinden siyasi ve ekonomik etkiler sebebi ile Türkiye yeterince faydalanamamıştır. Ancak pandemi sebebi ile küresel üretim ve ulaşım sisteminde yaşanan olumsuzluklar Türkiye ekonomisinde ihracat gelirlerinde artışlara fırsat yaratmıştır. Seçim dönemlerinin ardından Türkiye ekonomisinde yeniden yapılanma, TCMB özerkliği konusunda yeni bir duruş ve yüksek faiz ile kısa vadeli sermaye sıcak paranın ülkeye gelmesi üzerine uygulanan politikalar sonucunda döviz rezervlerinde artış görülmüştür. Ancak sabit kur sistemine benzer politikalar sonucunda değerlenen TL'nin ihracatı azaltan, ithalatı artırıcı etkileri cari açığın artmasının sebebi olmuştur. Tasarruf

tedbirleri ve lüks tüketim malları ithalatına yönelik tedbirler, uygulamalar ile cari açık, 2024 yılında cari dengeye yakınsamıştır.

Ödemeler Bilançosunun Net Hata noksan kalemi bazı kaynaklarda kısa vadeli sermaye hareketleri içinde değerlendirilmektedir. Uzun süredir problemlili bir veri olarak cari işlemler dengesini de etkilemektedir. Net hata noksan kaleminin yıl içinde sönümlenmesi beklense de 2024 yılında azalmamıştır. Net Hata Noksan kalemi 2024 yılı Ocak- Kasım döneminde yaklaşık 15,8 milyar US\$, 12 aylık kümülatif olarak 18,4 milyar dolar gibi yüksek bir miktardır. Bölgedeki jeopolitik riskler ve bölgedeki ülkelerden kaynaklanan kayıt dışı fon transferi süreçlerinden kaynaklanması muhtemel olarak yorumlanmaktadır.

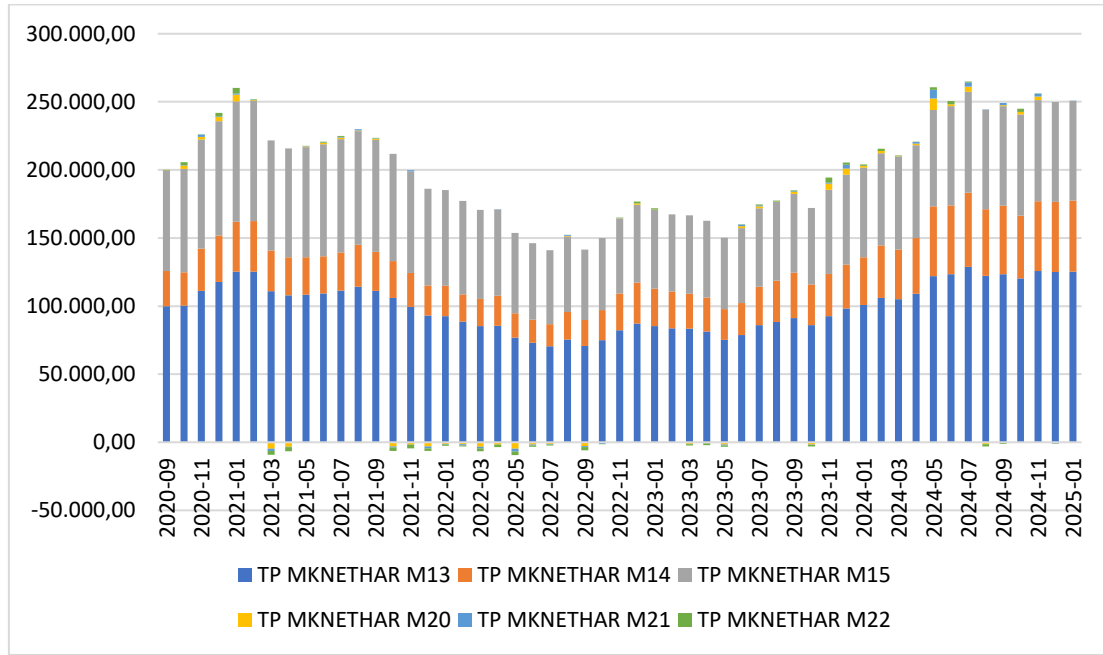
3.2.5. Milli Gelir Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketleri faiz oranlarına duyarlıdır. Borçluluk oranı ve tasarruf ihtiyacı yüksek olan Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin geldiği dönemlerde büyümede de artış yaşandığı görülmektedir. Şimşek (2007) Türkiye ekonomisinde 1992 ile 2005 yılları arasında büyüme ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasında pozitif bir ilişki, kısa vadeli sermaye artışı olduğu dönemlerde büyüme artışı sağlandığı, ancak 1994 ile 2001 yıllarında sermaye çıkışı yaşandığı dönemlerde büyümenin de olumsuz olarak etkilendiğini tespit etmiştir. Direkçi vd.(2013) ARDL analizi ile KVSH ile GSMH, enflasyon, cari açık, faiz oranı arasındaki etkileri incelemişler; Türkiye’de KVSH’lerinin kısa ve uzun dönemde ekonomik büyümeyi etkilediği, faiz oranlarına KVSH’nin duyarlı olduğu, enflasyon ve reel faiz oranından kısa vadeli sermaye akımlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Tezer (2020) Türkiye’de 2007- 2017 döneminde kısa vadeli dış borçlanma yükü ve GSYH arasında pozitif bir ilişki tespit etmiş, Uzun vadeli dış borç yükü ile GSYH arasında ilişkinin pozitif yönlü olmadığını, aksine, 2008-2010 yılları arasında orta ve uzun vadeli dış borç yükünün azaldığını, GSYH’nın yükseldiğini tespit etmiştir.

3.2.6. Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisinde finansal piyasalar üzerine etkisi İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ‘nın ilk kurulduğu 26. Aralık 1985 tarihinden bu güne kadar olumlu olmuştur. Bu konuda yapılan çalışmalarda pozitif etki yarattığı yönündedir.

Demir, vd.(2009), Türkiye’de KVSH üzerinde yurt dışı ve yurt içi faktör etkilerinin düzeyini VAR analizi ile incelemişler; KVSH’nin İMKB (BİST) üzerine pozitif, devlet tahvili ve yüksek faiz etkisinin negatif yönde tepki verdiğini, bu duruma 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler etkisi ile belirsizlik ve (CDS) risk primlerindeki artışın etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlar, çalışmalarında 10 dönemi içeren periyotta KVSH’nin ülkeye girişleri üzerinde iten faktörlerin % 17, çeken faktörlerin % 31 oranında etkili olduğunu tespit etmişlerdir.



- *TP. MKNETHAR.M13 1. Stok Genel Toplam, Stok-Düzey
- *TP.MKNETHAR.M14 1.1. Yurt İçi Piyasa Toplam, Stok-Düzey
- *TP.MKNETHAR.M15 1.2. Yurt Dışı Piyasa Toplam, Stok-Düzey
- *TP.MKNETHAR.M20 2. Net Değişim Genel Toplam, Net Değişim-Düzey
- *TP.MKNETHAR.M21 2.1. Yurt İçi Piyasa Toplam, Net Değişim-Düzey
- *TP.MKNETHAR.M22 2.2. Yurt Dışı Piyasa Toplam, Net Değişim-Düzey

Grafik 13: Yurt Dışında Yerleşik Kişilerin Portföyündeki Hisse Senedi ve Tahvil (Piyasa Değeri, Milyon ABD Doları) Aylık

Kaynak: TCMB, EVDS, Ödemeler Dengesi İstatistikleri

Grafik 13 incelendiğinde, 2024 ve 2025 yılı Ocak ayı verilerinde önceki yıllara nazaran TP Yurt İçi Piyasa, Stok-Düzey’ de artış olduğu görülmektedir.

3.2.7. Kamu Dengesi Üzerine Etkileri

Kamu borçlanma gereğinin yüksekliği ile birlikte, istikrarsız bir ekonomi, cari açığa bağlı olarak devalüasyonlar, ülke risk primi Türkiye'nin yüksek faiz ile borçlanma sebeplerindendir.

Güven (2001) sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönemde makroekonomik dengesizliklerin de giderilemediği, kamu kesimi açıklarının iç borç stokunu artırdığını vurgulamıştır.

Bu durum yeterince derinleşmemiş finansal piyasalar üzerinde yarattığı baskı ile yükselen faiz oranları ve getiri beklentisi ile kısa vadeli sermaye girişlerinde artışlar olması, yurt içinde mali piyasaları rahatlatırsa da makroekonomik dengesizlikler beklentilerin kötüleşmesine, sıcak paranın çıkışına sebep olmuştur.

Yüksek kamu açıkları, para ikamesi, enflasyonu düşürmek çabaları ile yüksek reel faiz oranları sermaye hareketlerinin de artmasına yol açmıştır. Sendikasyon kredileri ile bankaların yurtdışından borçlanma olanakları artmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri ile finansman imkânlarının genişlemesi, bankaların kamu sektörüne borç verebilmesi, hükümetlerin gevşek maliye politikası uygulamalarına imkân yaratmış, kamu harcamaları artmıştır. Türkiye ekonomisi hem dış açık hem de iç açığın yüksekliğine maruz kalmaktadır.

Hükümetlerin bütçe dışı kamu kaynaklarını harcayabilme keyfiyetlerinin artması bütçenin şeffaflığını yitirmesine zemin hazırlamıştır. Bütçenin hazırlanmasında maliyet etkinliği, kaynakların dağılımında etkinlik unsurlarını dikkate almadan gerçekçi olmayan tahminler ile bütçeler hazırlanmış, stratejik önceliklerin belirlenmesi güçleşmiştir.

Nisan 1994 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler sonucunda öncelikle kamu sektörü ve bankacılık sektörüne yönelik reformların yapılmasını, yeni ekonomik programın hazırlanmasını gerektirmiştir. Bankacılık sektöründeki güçlenmiş bilançolar 2008 küresel finans krizinden Türkiye ekonomisini nispeten korumuştur.

Ancak 2016-2018 yıllarında yaşanan finansal sarsıntılar, 2021 yılına gelindiğinde uygulanan heterodoks politikalar (-) reel faiz, istikrarsız makroekonomik koşullar, CDS priminin çok yükselmesi ile yabancı yatırımcıların Türkiye finansal piyasalarından uzaklaşması sebepler arasındadır.

Bu dönemde çok yüksek faiz maliyeti ile dışardan borçlanmak ihtiyacı faiz giderlerini de artırmıştır. Ortodoks politikalara dönülerek reel faizi artırmaya yönelik, döviz kurunda

sabit kur benzeri uygulamalar ile yabancı yatırımcının tahvile talebi cazip duruma getirilerek yüksek faiz ile kamunun yurtdışından borçlanması faiz maliyeti, Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulaması ile dövize talebin azaltılmaya çalışılmasının maliyeti kamu açıklarını artmıştır.

	Toplam
Harcamalar	10.777.008.795
1-Faiz Hariç Harcama	9.506.553.455
2-Faiz Harcamaları	1.270.455.341
Gelirler	8.670.863.309
1-Genel Bütçe Gelirleri	8.439.044.907
2-Özel Bütçeli İdarelerin Öz Gelirleri	187.877.799
3-Düzen. ve Denet. Kurumların Gelirleri	43.940.602
Bütçe Dengesi	-2.106.145.487
Faiz Dışı Denge	-835.690.146

Tablo 10: 2024 Yılı Merkezi Yönetim Bütçesi Denge Tablosu (Bin TL)

Kaynak: Hazine Merkezi Bütçe, TÜİK, Orta Vadeli Plan 2025-2027

Kamu sektöründe tasarruf tedbirleri uygulamaları ve yeni vergi paketleri ile artırılan vergiler bütçe açıklarını dengelemeye yönelik tedbirler uygulamaya koyulmaktadır. Orta Vadeli Plan (2025-2027) 2023 yılında bütçe açığının GSYH'ye oranı % 5,2 seviyesinde, 2024 yılında ise % 4,8' e gerilemiştir (HMB, TÜİK, OVP). 2024 yılı Aralık ayı itibariyle Merkezi Bütçe harcamalar toplamı 10.777.008.795 bin TL, Gelirler toplamı 8.670.863.309 bin TL, Bütçe dengesi (-) 2.106.145.487 bin TL açık vermiştir. 2024 yılında faiz harcamaları 1.270.455.341 bin TL olup, Faiz dışı denge (-) 835.690.146 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kısa vadeli borçların faiz ödemeleri ile uzun vadeli borçların son bir yıl için ödenen faizlerinin toplamı şeklindedir. Kısa vadeli borçların faiz ödemeleri, ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye hareketleri yoluyla ülkeye gelen hazine bonusu ve devlet tahvili menkul kıymetlerin kısa vadeli faiz ödemelerinden oluşmaktadır.

3.2.8. İstihdama Etkisi

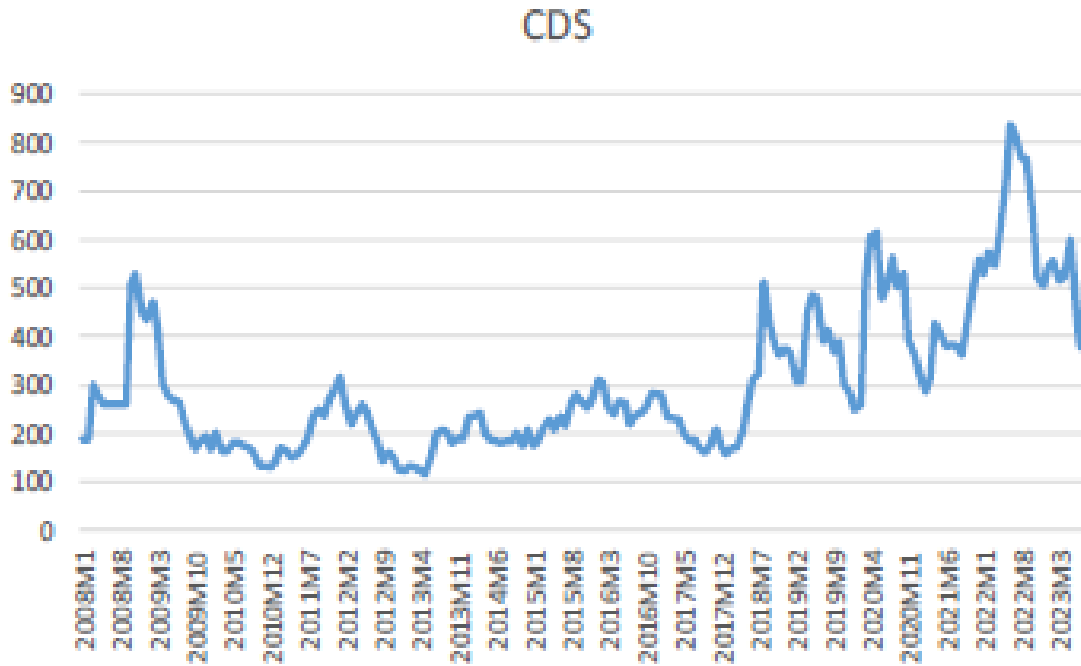
Türkiye ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketleri ile büyüme arasında kısa ve uzun dönemde pozitif ilişki olduğu konusunda birçok ampirik çalışmalar mevcuttur. Ayrıca, bankalar aracılığı ile kurumlaşmış özel sektör firmalarının sendikasyon kredileri vb. krediler yolu ile yurtdışından sağladıkları kısa ve orta vadeli kaynağın reel sektör ve finans sektöründeki firmalara plase edilerek işletmelerin büyümesine ve büyüyen bu

işletmelerde istihdamın da artmasına imkân yaratmıştır. İstanbul Menkul Kıymet Borsasında derinleşme ve işlem hacimlerinin artması ile bu piyasalarda işlem gören, kote edilmiş firmaların piyasa değerlerinde artış, yatırımları arttırarak, büyüme ve istihdamın artmasını sağlamıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sı (İMKB) 26 Aralık 1985 tarihinde açılmış, 05 Nisan 2013 tarihinden itibaren Borsa İstanbul (BİST) adıyla faaliyetine devam etmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin geldiği piyasa menkul kıymet borsasının açıldığı tarihten günümüze kadar bu piyasalarda yatırımcılara hizmet veren sayısız Yatırım Finansman şirketleri'nde uzmanlaşmış kişiler istihdam edilmektedir. Finans ve bankacılık sektöründe kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili istihdam edilen personelin sayısı ve uzmanlık alanları artmıştır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin istikrarlı olarak geldiği dönemlerde firmalarda uzmanlaşan bu kişiler, kısa vadeli sermayenin ülkeden çıktığı kriz dönemlerinden sonra da kendilerine iş imkânları yaratabilme kabiliyeti kazandıkları gözlenmiştir.

3.3. Türkiye'nin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve CDS Primleri

Türkiye ekonomisinde tasarruf oranları yetersizdir. Yüksek borç oranı, döviz ihtiya ı ve döviz kuru şokları, yüksek enflasyon oranı, bütçe açıkları, cari işlemler açığı ekonominin riskli olarak yorumlanmasının göstergeleridir. Bu açıkların finansmanında CDS primi borçlanma maliyeti açısından önemlidir.

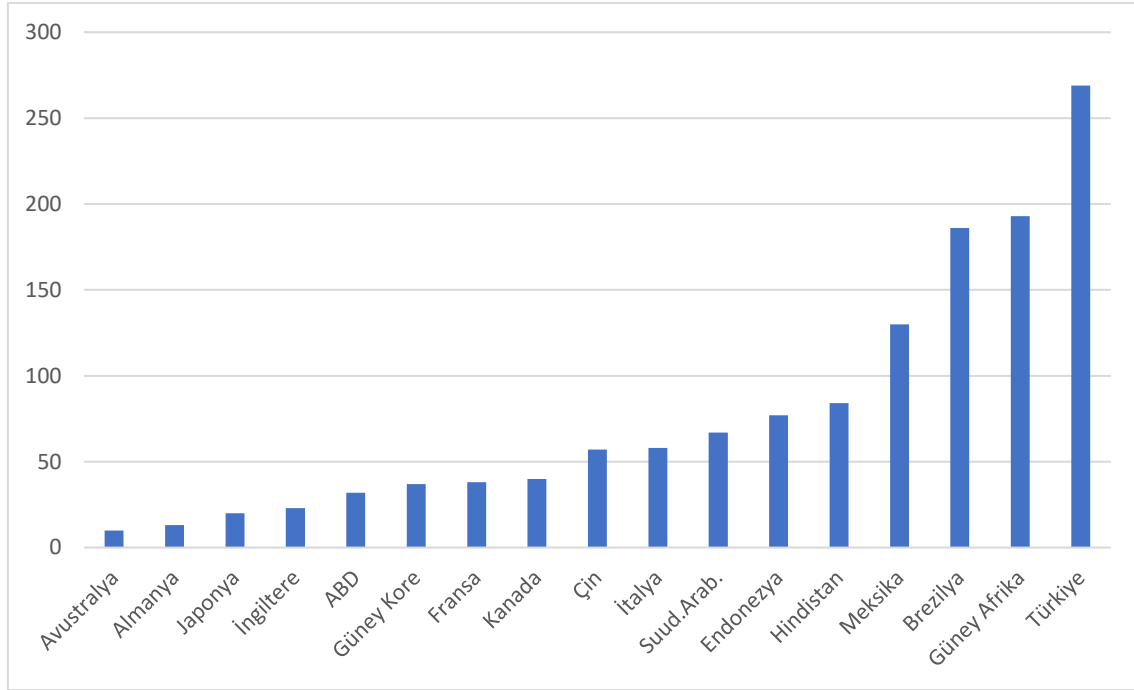
Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal istikrarsızlıklar 2016- 2018 yıllarında siyasi ve jeopolitik gerginlikler sonucunda Türkiye'nin 600 seviyesine kadar yükselen CDS primi, uygulanan para ve mali politikalar ile 2021 yılında 300 seviyesine kadar inmişti. Ancak, siyasi kaygılar ile TCMB'nin özerkliğine müdahaleler, 2021 Eylül ayında TCMB'nin politika faizini erken indirilmesi ve uygulanan heterodoks ekonomi politikaları sonucunda yükselen enflasyon ve döviz kurunda oynaklık, CDS primlerinin tekrar yükselmesine, kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye finansal piyasalarından uzaklaşmasına neden olmuş, bu da yurtdışından borçlanma maliyetlerini arttırmıştır. Bu dönemde CDS primi 2022 Haziran ayında 872 puana kadar yükselmiştir. Mayıs 2023 tarihi itibarıyla 703 seviyesindedir.



Grafik 14: Türkiye'nin CDS Primleri (2008-2023)

Kaynak: Sarı, 2024, Ülke Ekonomilerinde Bir Gösterge Olarak Kredi Temerrüt Takası

Grafik 14 incelendiğinde, 2008 ile 2023 arasında CDS primleri; 2008 Küresel Finans Krizi sürecinde artış göstermiş, 2011 yılında ve 2013 yılında 22 Mayıs 2013 FED'in niceliksel genişlemede azalmaya gideceği açıklamaları ile artış göstermiştir. Türkiye'de politik istikrarsızlık gezi olayları, darbe girişimi, siyasi ve politik istikrarsızlıklar, 2018'de Türkiye'de kur krizi, 2019 Covid 19 pandemisi, jeopolitik gerginlikler, 2021 yılında uygulanan heterodoks ekonomi politikaları sürecinde CDS artış görülmektedir. 2008 krizinden sonra FED'in QE uygulamaları, US\$'nın değer kaybetmesi ve gelişen ülkelere kısa vadeli sermaye hareketleri ile gelişen ülke paralarında değerlenme ile birlikte 2013 yılına kadar TL aşırı değerli görünümde kalmıştır. 2013 yılından sonra küresel sistemde değişmeye başlayan para politikaları ve ülke içinde siyasi istikrarsızlıklar, döviz kurunda enflasyonda, artışlar görülmüştür. CDS Oranlarının yüksekliği dışardan borçlanmanın maliyetini artırmıştır.



Grafik 15: 21.01.2025 tarihli Türkiye'nin CDS Primi

Kaynak: <https://tr.investing.com/rates-bonds/world-cds>, ulaşım tarihi 21.01.2025

2024 yılında Türkiye'de seçim ortamından çıkılması ve heterodoks ekonomi politikasından vazgeçilerek ortodoks politika uygulamaları sonucunda faiz oranları yükselmiş, yüksek faizli kamu borçlanma senetlerine, nispeten menkul kıymetler borsalarına yurtdışından kısa vadeli yabancı kaynak, döviz girişi ile TL değerlenmiş, döviz rezervlerinde önemli artışlar gerçekleşmiştir. 2024 sonu itibariyle CDS primleri 276 puan seviyelerine kadar inmiştir. Ülke risk priminde gerileme bankaların dış finansman koşullarında iyileşme ve yurtdışı borç çevirme oranının artmasına olanak sağlanmıştır.

3.4. Türkiye' de KVSH'ni Kontrol Etmeye Yönelik Önlemler

Türkiye'de sermaye hareketlerinde dalgalanmaların etkisini azaltmak amacıyla maliye politikasının bugüne kadar etkin kullanılmadığı, spekülatif sermaye hareketlerinden Tobin vergisi alınmamıştır. Türkiye, tasarruf açığı olan, büyümesini yurt dışından kaynak sağlayarak sürdürebilmesi açısından bu güne kadar yabancı sermayeyi ürkütmemek amacı ile vergi uygulaması getirilmemiştir. Vergi uygulanması halinde yabancı sermaye kuruluşu uygulanan vergi maliyetini borçlanan kurumlara yansıtabilmektedir. Bu durumda Tobin vergisi gibi vergi uygulamaları etkisiz kalabilmektedir. Gelişmiş

lkelerde uygulanan Tobin vergisi Türkiye’de kısa vadeli sermayeye olan bağımlılığı azaltacak politikalar izlenerek, Türkiye’nin de makroekonomik dengeleri vergi uygulamasını gerçekleştirecek zeye geldiğinde uygulanması muhtemeldir.

3.5. Türkiye'nin G-20 yeliğı

Türkiye’nin stratejik konumu, ticaret yolları açısından avantajlı konumu ve özel avantajlara sahip iç dinamikleri ile birlikte değerlendirildiğinde uluslararası ilişkilere sahip ülke olarak G 20 lkeleri içinde olması teşvik edilmiştir. Türkiye’nin G 20 grubu içinde olmasında ABD’nin de etkisi olmuştur. Ülkemizin gerek Asya gerek Rusya’da oluşan ekonomik ve mali problemlerden zarar görmesine karşın ayakta durmayı başarmıştır. Türkiye’nin G 20 Grubuna seçilmesinde Türkiye ekonomisinin büyüme hızı ve mali işlemlerin ulaştığı hacim ile birlikte kriz süreçlerinde alınan önlemler ve gelişen kriz yönetimi rol oynamıştır. Bu itibarla Türkiye’nin G-20 iştişarelerine faydalı olacağı değerlendirilmiştir. Türkiye’nin G-20 grubuna alınması ekonomik siyasi açıdan Türkiye için de önemli olup, ülkemize küresel mali ve ekonomik gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlayacaktır. G-20 yeliğı ülkemizin dış lem ile ilgili sorunlarının uluslararası alanda gündeme getirilmesi açısından imkân yaratmaktadır. Türkiye’nin G-20 Grubu içinde etkin ve faal bir yesi olmasının, uluslararası alanda siyasi nfuzumuzda artışa yol açabileceği değerlendirilmektedir. Türkiye’nin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri kapsayan temsil kabiliyeti yüksek yapısıyla G20 lkelerinin küresel ekonomik işbirliği ve eşgüdüm açısından en uygun platform olduğu değerlendirmekte ve G20’nin çalışmalarına aktif katkı sağlamaktadır.

4. BÖLÜM: KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN G-20 ÜLKELERİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN AMPİRİK OLARAK ANALİZİ

4.1. Literatür

Sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenler üzerinde etkisini araştıran teorik ve deneysel çalışmaların çok sayıda olduğu görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin kamu kesiminin de dâhil olduğu enflasyon, cari denge, yatırım ve büyüme üzerinde makroekonomik etkilerini araştıran çalışmaların daha az sayıda olmasının nedeni kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1990 yılından itibaren bilinen bir olgu olup, tanımında bir uzlaşa sağlanamamış, kapsamının geniş olmasıdır.

Literatürde ekonomik büyüme ve cari açık ilişkisinin pozitif yönde olduğu konusunda birçok çalışma olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açıklarının sermaye hareketleri ile giderildiği 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren bilinmektedir. Claessens vd. (1995) çalışmasında, analizine dâhil ettiği bugün G-20 ülkeleri içinde olan ülkeler ABD, Birleşik Krallık, Almanya, Fransa, Japonya, Güney Kore, Endonezya, Meksika, Arjantin, Brezilya'da 1970'lerin sonundan 1990'ların başına kadar kısa vadeli sermaye hareketlerinde düşük oynaklık olduğu ile ilgili deliller sunmuştur. Ancak, gelişmekte olan ülkelere 1990'lı yıllardan itibaren yaşanan krizler kısa vadeli sermaye hareketlerinin negatif etkilerini gözler önüne sermiştir. 1990'lı yıllardan itibaren cari açık veren gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye hareketlerinin giriş ve çıkışları daha yoğun yaşanmış, oynaklık oranları daha yüksek olup, ekonomik büyüme ve cari arasında kısa ve uzun dönemlerde daha yüksek etkiler ölçülmüştür.

Aydın (2002), Gelir dağılımındaki çarpıklığı, kaynak kullanımında etkinsizliği derinleştiren hususlardan olan kamu kesiminde aşırı borçlanma gereksinimi ve yüksek reel faizin kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekmesi ile ülkede büyümenin finansmanında kullanılabilecek kaynakların reel sektörden finans kesimine kayması sonucunda ekonomide hızlı bir daralma süreci yaşanacağını belirtmiştir.

Kasman vd. (2005) Türkiye'de 1984 ile 2004 yılları arasında ekonomik büyüme, reel döviz kuru ve cari denge verileri, sınır testi yöntemi ile çalışmasında reel kurlarda ve büyümede artış cari işlemler açığında da artışa neden olduğunu tespit etmiştir.

Liberati (2007), ABD, Japonya, Avusturalya, Kanada, Yeni Zelanda ve 15 Avrupa ülkesinin veri setleri ile ticari ve sermaye açıklarından kamu harcamalarının etkilerini incelediği çalışmasında hem sermaye akışlarını gösteren dışa açıklık hem de ticari dışa açıklığı gösteren dış açıklık göstergelerinin, GSYİH içinde kamu harcamalarının payını anlamlı olarak azalttığını tespit etmiştir.

Kasman vd.,(2005), sınır testi ile Türkiye'nin 1984-2004 dönemi cari denge, ekonomik büyüme ve reel döviz kuru verileri ile yaptığı çalışmasında reel kurlarda ve ekonomik büyümede artışın cari işlemler açığını da artırdığı sonucuna varmışlardır.

Tswamuna, Pardee ve Wunnava, (2007) sermaye piyasalarının liberelizasyona tabi olduğu 1994 yılından sonra Güney Afrika ekonomisinde sermaye akımlarının makroekonomik oynaklıkları artırdığı, belirsizlikleri artırarak ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediği, yabancı portfolyo yatırımlarında % 1 oranında bir artışın GSMH'da %0,009 oranında azalttığını belirlemiştir. 1994 öncesi dönemde yabancı portfolyo yatırımlarının ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediğini, ekonomik büyüme için sermaye hesabı liberelizasyonunun yeterli koşul olmadığını, uygun makroekonomik politikalar benimsenerek yabancı sermaye hareketlerinde istikrar sağlanabileceğine işaret etmişlerdir.

Telatar ve Terzi (2009), Granger Nedensellik testi ve VAR analizi yöntemi ile Türkiye'nin 1991 ile 2005 döneminde ekonomik büyümeden cari işlemler dengesine yönelik tek taraflı nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Lebe, vd.(2009) 1997 ile 2007 yılları çeyrek dönemlik veriler ile Romanya ve Türkiye'de cari açık ve ekonomik büyüme ilişkisini Yapısal Vektör Oto regresyon (SVAR) analizi yöntemi ile incelemiş, bu ülkelerde büyümedeki değişkenliğin cari açık üzerinde önemli etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Choong vd. (2010) 19 gelişmiş ülke ve 32 gelişen ülkede, portföy yatırımları, doğrudan yatırımlar ve dış borcun büyüme üzerinde etkisini araştırdıkları çalışmalarında, kısa vadeli dış borç şeklinde sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesini negatif etkilediği ancak, bu ülkelerin içinde sermaye piyasalarında gelişmişlik belirli bir düzeyin üzerinde olduğunda kısa vadeli borçlanma şeklindeki sermaye hareketlerinin ekonomik büyümede etkisinin pozitif olacağı belirlenmiştir.

Güngör, (2010) Türkiye ekonomisinde 1991 Q4, 2009 Q2 dönemi verileri ile EKK yöntemi ve Granger nedensellik analizi yöntemi ile portföy yatırımlarının cari işlemler

dengesi arasında tek yönlü ve güçlü bir nedensellik ilişkisi olduğu, Portföy yatırımların girişi ile TL'nin değer kazanması, kamu dengesinde bozulma, yurtiçi tüketim talebinde artış, yatırımların ticarete konu olmayan sektörlerle yönelmesi ile cari açığa sebep olduğu sonucuna varmışlar, döviz piyasası, sermaye piyasası işlemleri ve gelirlerinin vergilendirilmesi, sermaye akımları portföy giriş çıkışları üzerine sınırlamalar koyarak kontrol edilebileceğini önermiştir.

Yılmaz ve Akıncı (2011) eşbütünleşme analizi ile 1980-2010 döneminde Türkiye'de ekonomik büyümenin cari işlemler açığını artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Bayraktutan, Demirtaş (2011), Panel veri analiz yöntemiyle gelişmekte olan 19 ülkenin 1980 ile 2006 yılları arasında verileri ile çalışmışlardır. Büyüme, kamu harcamaları ve yatırımlardaki artışların cari açıkta artırıcı etki yaptığı, dış ticaret hadlerinde iyileşmenin, dışa açıklık oranında, dünya büyüme oranında ve dünya faiz oranlarındaki artışın cari işlemler açığını azalttığını tespit etmişlerdir.

Rosa (2011), Olay İncelemesi ve Araç Değişkenler yöntemi analizi ile aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 51 ülkede 1997 ile 2007 yılları arasındaki dönem yabancı varlık verilerini kullanarak yaptığı analiz sonucunda bu ülkelerde hisse senedi borsalarının genelde FED' in para politika değişimine negatif tepki verdiklerini tespit etmiştir.

Caşkurlu (2012) ülkeye giren sermayenin reel kurun oynaklığı üzerinde etkili olabileceğini, sermayenin doğrudan yatırım olarak geldiğinde reel kurda oynaklığın daha düşük, kısa vadeli sermaye hareketi olarak geldiyse getiri beklentisi azaldığında ani çıkış riskinin yüksek olduğunu vurgulamıştır. Daha fazla likidite girişinin işlem maliyetini düşürebileceğini, bu nedenle sürü hareketliliğinin oynaklığı artırabileceğini, aksine değişkenliğin ve dönülebilirliğinin sermaye akımlarının belirleyici olmasına karşı çok duyarlı duruma getirdiğini, bu durumun finansman kaynaklarında ve maliyetlerinde beklenmedik değişiklikler oluşturarak yatırım ortamını engellemekte, ihracat ve ithalatı olumsuz etkileyerek kalkınma ve büyümeyi zorlaştırabileceğini açıklamıştır.

Akbaş (2012), 20 OECD ülkesi, 1990-2010 dönemi verilerini kullanarak ARDL analizi ile çalışmıştır. KVSH ile Cari Açık arasında uzun ve kısa dönemde bir ilişki bulunduğu, KVSH ile ekonomik büyüme arasında bir ilişkinin bulunmadığını tespit etmiş ve bu ülkelerin kısa vadeli sermaye ile cari açıklarını kapattıkları sonucuna varmıştır.

Akçay ve Eretaş (2012), BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin 1993 -2011 dönemi verileri, ECM testi ile eş bütünleşik ilişkinin varlığını ve uzun dönemde cari açıktan ekonomik büyümeye doğru tek taraflı nedensellik ilişkisi tespit etmişlerdir.

Çiftçi (2014), Türkiye'nin 2001-2012 dönemi verileri, eşbütünleşme analizi ile uzun dönemde cari açık ve GSYH'nın birlikte hareket ettiği, cari açık taratarak Türkiye ekonomisinin büyüdüğü sonucuna ulaşmıştır. Şahin ve Mucuk (2014), Türkiye'nin 2002-2013 dönemi verileri yapmış oldukları analizde cari açığın ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Şit ve Alancioğlu (2016) Türkiye'nin 1980-2014 dönemi verileri, VAR analizi ile ekonomik büyüme ve cari işlemler açığında çift yönlü ilişki, büyümenin cari açığı artırdığı, cari açığın büyümeyi negatif yönlü etkilediğini tespit etmişlerdir.

Avcı (2015) 1998:Q1 – 2014:Q1 Türkiye ekonomisi verilerini kullanarak VAR analizi ve Granger nedensellik testi ile Türkiye gibi gelişen ülkelerde iktisadi büyüme ve cari açık arasında nedensellik ilişkisini büyümeden cari açığa doğru ters yönlü olduğu sonucuna varmışlar, ara malı üreten yerli endüstrilerin ve ihracatçı firmaların desteklenmesini önermişlerdir.

Erer vd. (2016), 1994: M01 ile 2014 M10 dönemi verilerini kullanarak TVAR yöntemi ile ECB ve FED' in para politikalarının Türkiye ekonomisi üzerinde etkisini analiz etmiştir. ECB politikalarının Türkiye ekonomisinde kısa dönemde enflasyonu azaltıcı yönde etkilediğini, FED' in para politikalarının Türkiye'de yüksek enflasyon dönemlerinde reel döviz kurunu pozitif etkilediğini, ECB ve FED' in Türkiye ekonomisinde sanayi üretim endeksini uzun dönemde negatif, kısa dönemde pozitif etkilediğini tespit etmiştir.

Biçen (2017), 2004 ile 2014 dönemi dışa açıklık seviyesi düşük ve yüksek olarak gruplandığı 26 ülkede kısa vadeli sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Sistem Geliştirilmiş Momentler yöntemi kullanarak incelemiştir. Her iki grupta da kısa vadeli sermaye hareketlerinin gayri safi yurtiçi hâsıla üzerindeki payında artışın pozitif olarak ekonomik büyümeyi etkilediğini tespit etmiştir.

Çiğdem (2017), Türkiye'de 1986 ile 2017 dönemi net dış ticaret dengesi ile portföy yatırımları arasında korelasyon ilişkisini uzun dönem ARDL sınır testi ve kısa dönem Granger Test ile incelenmiş, analizler sonucunda hem uzun hem de kısa dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri ile dış ticaret dengesi arasında ilişki tespit etmiştir.

Arslan ve Çiçek (2017) 2006 Q1 ile 2016 Q4 dönemi VAR analizi yöntemiyle Türkiye’de döviz kuru ile portföy yatırımları arasında ilişkiyi, etki- tepki metodu ile Tobin vergisinin gerekliliği ve etkinliğini incelemişler; Türkiye’de yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen bir şokun RDK’nu %3 oranında negatif etkilediği, RDK’da oluşan bir şokun portföy yatırımlarını pozitif yönde etkilediğini, portföy yatırımlarının uzun vadede %38 oranında RDK’nu etkilediği sonucuna varmışlardır.

Uçak (2017), Türkiye’nin 1980-2015 dönemi verileri, VAR analizi ile reel GSYH’dan cari dengeye doğru tek taraflı nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Duman (2017), Türkiye’nin 2003-2017 verileri, VAR analizi ile GSYH’dan cari dengeye doğru tek taraflı nedensellik ilişkisi tespit etmiştir.

Ekrem, (2018) Brezilya, Endonezya, Hindistan, Güney Afrika ve Türkiye’nin 2006 -2017 dönemine ait CDS primlerinin cari denge, kamu borcu, yabancı para cinsinden tahvil getirileri, reel döviz kuru ve faiz oranı verileri ile panel ARDL ile çalışmıştır. Analiz sonucunda, uzun dönemde analizde yer alan makroekonomik değişkenlerin CDS primini açıklar nitelikte olduğunu tespit etmişlerdir.

Çiğdem, (2019) VAR ve eşbütünleşme analizi, 1974-2018 dönemin verileri ile Türkiye’de kısa dönemde ekonomik büyümenin cari açığın nedeni olduğunu, uzun dönem analizinde ise cari açık ve ekonomik büyümenin eş bütünleşik olduğunu tespit etmiştir.

Petek ve Öznur (2021) 2000-2020 dönemi Türkiye’nin verileri PVAR analizi çalışmasında uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ile cari açığın negatif ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

Sadeghzadeh Emsen (2021), FED’ in geleneksel olmayan faiz ve parasal genişleme politikalarının gelişmiş ve gelişen ülkelerin döviz kurları, hisse senedi piyasaları, emtia fiyatlarına olan etkilerini 2003-01 ile 2021-01 dönemini yapısal kırılmalı zaman serisi yöntemi ile incelemiştir. FED’ in uyguladığı faiz oranlarında artışların; ülkelerin tamamında hisse senedi borsalarını kısa dönemde pozitif etkilediğini ancak, uzun dönemde anlamlı bir etki yaratmadığı, döviz kurlarına etkisinin Endonezya, Güney Kore, Güney Afrika, Meksika, Hindistan, Rusya, Brezilya, Kanada’da negatif, Japonya ve İngiltere’de pozitif etkilediğini, uzun dönemde Güney Kore’de negatif etkilediği bulgusuna varmıştır. FED’in QE politika uygulamasında kısa dönemde İtalya ve Kanada menkul kıymet borsalarını, uzun dönemde ABD, İngiltere, Çin, Kanada, Hindistan, Malezya, Almanya, Meksika, Güney Kore, Güney Afrika, Endonezya ve Türkiye’de

menkul kıymet borsalarını pozitif etkilediğini tespit etmiştir. FED' in QE politikalarının faiz politikalarına nazaran daha etkin olup, gelişmiş ülkelerde etkilerinde farklılıklar gösterdiği, gelişmekte olan ülkelerin FED' in para politikalarına daha duyarlı olduğunu ifade etmiştir.

Zeren ve Kılıç (2020) G-20 ülkeleri örneğinde hisse senedi piyasaları üzerine 2013 Q1-2019 Q2 dönemini incelemiştir. Çalışmasında, hisse senedi piyasaları ve doğrudan yabancı yatırımlar arasında nedensellik ilişkisinin görülmediğini, İngilterede doğrudan yabancı yatırımlar ve ingiliz borsası arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi, Güney Afrika, Brezilya, Çin'de yabancı yatırımlardan borsa endeksine doğru, Endonezya'da borsa endeksinden yabancı yatırımlara doğru nedensellik ilişkisi tespit etmiştir.

Şengül, (2023), 1981-2018 dönemi kırılmalı beşli; Hindistan, Endonezya, Güney Afrika, Brezilya ve Türkiye'de cari açık ve finansal gelişmişlik arasındaki ilişkiyi panel veri analiz ile incelemiş, cari açık ile finansal gelişme arasında bağlantının cari dengenin sürdürülebilirliğine bağlı olarak uzun dönemde finansal gelişmişliğin cari açığı çift yönlü etkilediğini tespit etmiştir.

4.2. Metodoloji ve Veri Seti

4.2.1. Panel Vektör Otomatik Regresyon Analizi

Panel Vector Autoregression (PVAR), makroekonomik dinamikleri inceleyebilmek için pek çok faydası nedeni ile uygun bir analiz metodudur. Kireyev (2000) öncelikle, istatistiksel PVAR modeli belirli bir gelişme ve büyüme teorisine ilişkin olarak tarafsız olup, belirli bir yorumdan ziyade bir serinin son hareketlerine dayanmaktadır. İkinci olarak, birbirine bağlı olgular göz önüne alındığında PVAR modelinde içsel ve dışsal tüm değişkenler karşılıklı ve içsel olarak ele alınır, her bir PVAR değişkeni diğer değişkenler ve bunların işlemleri arasında gerçek bir eşzamanlılığın gösterilmesi ile birlikte tarihsel tezahürüne ilave olarak ek değişkenlere de bağlıdır. Üçüncü olarak, içsel ve dışsal şokların çok önemli olduğu küçük ve açık ekonomiler için makroekonomik dinamiklerin nedenlerini dikkate alan PVAR bu şoklar için de bir model sunmaktadır. Ayrıca, etkili ve tutarlı tahminler için tek veri veya birçok verilerden oluşan bir panel ve her iki durumda da aralarındaki bağlantıları incelemek için önemli bir araç olarak çok kolaydır.

Bu çalışmada, Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika Meksika ve Türkiye'nin makroekonomik verileri; Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Milli Gelir,

Yatırım, Enflasyon, Kamu Harcamaları ve Cari Denge arasında PVAR analizi ile yapılan çalışma daha doğru ve mantıklı bir tahmin sağlamaktadır.

P dereceli, k değişkenli, sabit etkili PVAR modelinin doğrusal denklemi;

$$Y_{it} = Y_{it-1}A_1 + Y_{it-2}A_2 + \dots + Y_{it-p+1}A_{p-1} + Y_{it-p}A_p + x_{it}\beta + u_{it} + e_{it}$$

$$i \in (1, 2, \dots, N), \quad t \in (1, 2, \dots, T)$$

i ve t indisleri sırasıyla kesit ve zaman boyutlarını vurgulamaktadır.

Y_{it} denklemde bağımlı değişkenlerin $1 \times k$ boyutlu vektörü olup, X_{it} , dışsal değişkenlerin $1 \times k$ boyutlu vektörüdür u_{it} ve e_{it} , sırası ile sabit etkilerin ve kendine özgü hata terimlerinin $1 \times k$ boyutlu vektörleridir. Denklemde gösterilen A_1, A_2, A_{p-1}, A_p ile $1 \times k$ boyutlu B matrisi tahmin edilir.

Yukarıda PVAR denklemine göre tasarlanan değişkenlerin Panel Vektör Hata Düzeltme Modeli (PVECM) biçimindeki vektör hata düzeltme modeli (VECM) ifadesi aşağıdaki denklemde verilmiştir. Gecikme değerleri için gecikme kriterleri uygulanacaktır. Her zaman serisi $I(1)$ ise ve değişkenler eş bütünleşikse, Engle ve Granger (1987)'e benze bir panel VECM nedenselliği belirleyebilir. Değişkenler arasında eş bütünleşmeyi bulmak çok önemlidir. Çünkü bağımlı değişkenlerdeki değişiklikleri eş bütünleşme ilişkisinin denge seviyesinin bir fonksiyonu olarak ve diğer açıklayıcı faktörlerdeki değişiklikleri modelleyen bir hata düzeltme mekanizmasının varlığını doğrular.

Aşağıdaki formüller bir VECM modelini temsil etmek için kullanılabilir.

$$\begin{aligned} \Delta \ln gdp_{it} = & c_{1i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{11ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{12ij} \Delta SRFC_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{13ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{14ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{15ij} \Delta INF_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{16ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{17i} \varepsilon_{it-1} + u_{1it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta SRFC_{it} = & c_{2i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{21ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{22ij} \Delta SRFC_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{23ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{24ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{25ij} \Delta INF_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{26ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{27i} \varepsilon_{it-1} + u_{2it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta CAB_{it} = & c_{3i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{31ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{32ij} \Delta SRFC_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{33ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{34ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{35ij} \Delta INF_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{36ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{37i} \varepsilon_{it-1} + u_{3it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta GOV_{it} = & c_{4i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{41ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{42ij} \Delta SRFC_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{43ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{44ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{45ij} \Delta INF_{it-j} + \\ & \sum_{j=1}^Q \beta_{46ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{47i} \varepsilon_{it-1} + u_{4it} \end{aligned}$$

$$\Delta INF_{it} = c_{5i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{51ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{52ij} \Delta SRFC_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{53ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{54ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{55ij} \Delta INF_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{56ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{57i} \varepsilon_{it-1} + u_{5it}$$

$$\Delta INV_{it} = c_{6i} + \sum_{j=1}^Q \beta_{61ij} \Delta \ln gdp_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{62ij} \Delta SRFC_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{63ij} \Delta CAB_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{64ij} \Delta GOV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{65ij} \Delta INF_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{66ij} \Delta INV_{it-j} + \sum_{j=1}^Q \beta_{67i} \varepsilon_{it-1} + u_{6it}$$

Gecikme değeri Q , ilk fark operatörü Δ , hata düzeltme terimi ε ve rastgele hata terimi u 'dur. VECM, kalıntılardaki ve kesitsel-özügü katsayı vektörlerindeki kesitsel korelasyonları destekleyen görünüşte ilgisiz regresyon (SUR) yöntemi kullanılarak hesaplanır.

4.2.2. Panel Birim Kök Testi

PVAR analizine geçmeden önce, tahmin süresinin ilk aşaması olan bütün serinin verilerini durağanlık açısından analiz etmek gerekir. Panel veriler için iki nesil birim kök testi mevcuttur; kesitsel bağımsızlığın varlığını kabul eden ilk neslin aksine, ikinci nesil kesitsel bağımlılığın varlığını kabul eder (Barbieri, 2006). Levin vd. (2002), Im vd. (1997), Maddala ve Wu (1999) ve Hadri'nin (2000) panel birim kök testleri ilk nesle dâhil edilirken, ikinci, nesil Pesaran (2007), Moon ve Perron (2004), Smith vd.(2004) ve Carrion-i-Silvestre vd.(2005)'i içerir. Şayet önemli bir seviyede pozitif kalıntı kesit bağımlılığı olup dikkate alınmaz ise, birinci nesil panel birim kök testleri boyut bozulmalarının varlığı sebebi ile yanlış sonuçlara yol açabilir Banerjee vd.(2005), Maddala ve Wu (1999), O'Connell,(1998). Panel analizinde en iyi tahmin ediciyi seçmek için kesit bağımlılığını test etmek esas olmalıdır. Salim ve Refiq (2012) ve Salahuddin vd.(2015) benzer şekilde Pesaran (2004) tarafından önerilen kesit bağımlılığı tanı testini kesit bağımlılığının varlığını araştırmak için kullanmıştır. Breusch-Pagan (1980) Lagrange çarpanı (LM), Pesaran (2004) ölçekli LM, Baltagi vd.(2012) önyargı düzeltilmiş ölçekli LM ve Pesaran (2004) CD testleri, kesitsel bağımlılığı tespit etmek için kullanılmaktadır.

4.2.3. Panel Eşbütünleşme Testleri

Panel eşbütünleşme testleri, durağan olmayan değişkenler arasındaki korelasyonun uzun vadeli bir ilişki oluşturup oluşturmadığını belirler. Farklı istatistiksel testlerin panel

verilerini artırmaya odaklanma, panel verilerine ve erişilebilirliğine olan yaygın ilgiden kaynaklanmaktadır. Koentegrasyonon incelenmesi, panel ortamındaki mevcut literatürün birincil odak noktası olmuştur. Bu çalışmadaki panel modelleri Pedroni (2004), Westerlund ve Edgerton (2007), Johansen metodolojisini kullanan bir Fisher tipi test (Maddala ve Wu, 1999) eşbütünleşme testlerine tabi tutulmuştur.

4.2.4. Veri Seti Tanıtımı

Cari işlemler dengesi hesaplarında cari açıkları süreklilik arz eden, borçluluk oranları yüksek 1990 lı yıllardan itibaren finansal krizlere maruz kalmış olan G-20 grubu içinde gelişmekte olan kırılğan ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1994 – 2023 dönemi ekonomik büyüme, cari açık, yatırım, kamu harcamaları ve enflasyon üzerine etkileri bu çalışmada deneysel olarak analiz edilecektir.

Ülke	Ülke Kodu	CAB 2023
Arjantin	ARG	-20,9
Brezilya	BRA	-21,7
Hindistan	IND	-23,2
Endonezya	IDN	-2,1
Meksika	MEX	-5,5
Güney Afrika	ZAF	-6,1
Türkiye	TUR	-45,0

Tablo 11: Çalışmanın Örneklemine Oluşturan Ülkeler CAB (Milyar US\$)

Kaynak: IMF World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Çalışmanın örneklemine oluşturan ülkeler, Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Meksika, Güney Afrika ve Türkiye’dir.

1985 ile 1988 yılları arasında Tokyo, Londra ve New York borsalarında yayılım etkisi ile oluşan finansal sarsıntılar, 1992- 1993 yıllarında yaşanan Avrupa Para Sistemi krizi, gelişmekte olan ülkelerde liberal ekonomiye geçme kararlarının etkileri ile birlikte, kısa vadeli sermaye akımları gelişmekte olan yükselen piyasa ekonomilerini tercih etmiştir. Bu ülkelere akan sıcak paranın etkilerinin olduğu dönem olmasından dolayı, başlangıç dönemi olarak 1994 yılı seçilmiştir.

G-20 grubu içinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler 1994 Türkiye ve Meksika krizi, 1997-1998 Güneydoğu Asya ve Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 2001 Türkiye krizi, 2002 Arjantin krizidir.

2008 Küresel Finans Krizi ABD’de başlayıp, küresel ekonomide gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de etkisini göstermiştir. 2019 Corona Virüs Pandemisi ve zaman zaman gelişmiş ekonomilerin durgunluk sürecine girmesi ile başta büyük merkez bankaları, FED, ECB, BOE ve BOJ olmak üzere, merkez bankalarının geleneksel ve geleneksel olmayan genişleyici para politikaları uygulamaları ile para arzı artmıştır.

Küresel sistemde hareket eden kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun olarak gelişme yolunda ekonomilere aktığı ve ülke ekonomilerini etkilediği dönem olarak bu çalışmada 1994-2023 dönemi seçilmiştir.

Değişken	Açıklama	Kaynak	Seri Numarası
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (SRCF)	Net Kısa Vadeli Sermaye Akımları	World Bank, World Development Indicators, Net Flows on External Debt, Short Term (US\$)	DT.NFL.DPNG.CD CC BY-4.0
Ekonomik Büyüme (Y)	Kişi Başına Düşen Reel Milli Gelir (2015 Fiyatlarıyla)	World Bank, World Development Indicators, GDP Per Capita, (Constant 2015 US\$)	NY.GDP.PCAP.KD
Yatırımlar (İNV)	Yatırımların GSYH’deki Payı (%)	World Bank, World Development Indicators, Gross Capital Formation (% of GDP)	NE.GDI.TOTL. ZS
Enflasyon (INF)	GSYH Deflatörü Yıllık % Değişimi	World Bank, World Development Indicators, Inflation (GDP Deflator) (Annual %)	NY.GDP.DEFL.KD.ZG
Devletin Ekonomideki Ağırlığı (GOV)	Kamu Kesimi Nihai Tüketim Harcamalarının GSYH’deki Payı (%)	World Bank, World Development Indicators, General Government. Final Consumption Expenditure (% of GDP)	NE.CON.GOV.T.ZS
Cari Denge (CAB)	Cari İşlemler Dengesi (%)	World Bank, World Development Indicators, Current account balance (% of GDP)	BN.CAB.XOKA.GD.ZS

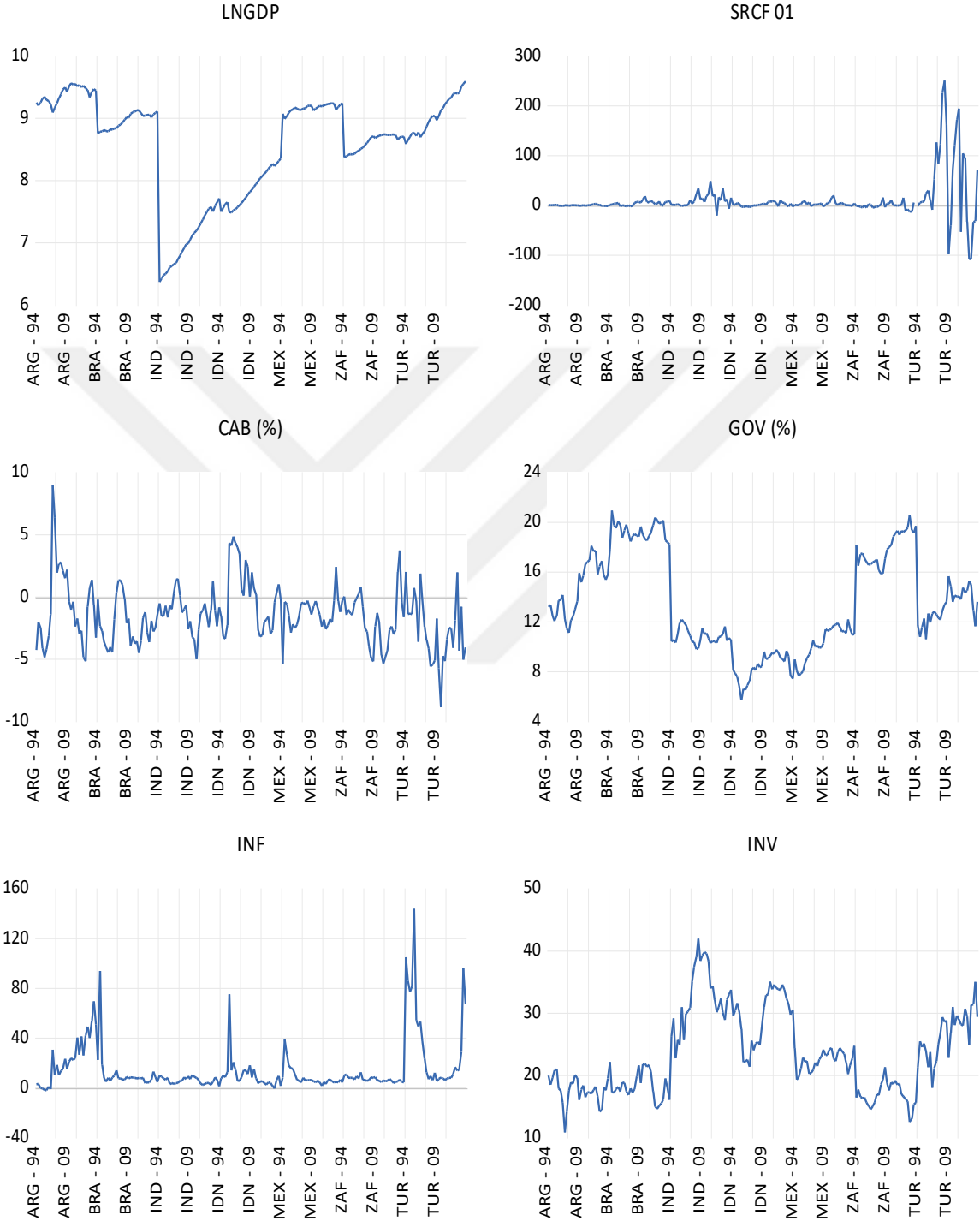
Tablo 12: Analizde kullanılan değişkenler

Kaynak: World Bank, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Dünya Bankası, World Economic Outlook veri tabanından veri seti oluşturulmuştur. Analizde kullanılan değişkenler ve bu değişkenlerin açıklamaları ve kaynaklara ilişkin bilgiler Tablo: 12 de gösterilmiştir. Analizde 1994- 2023 dönemi 30 yıl ve 7 ülke seçilmesi nedeni ile panel veri analizi kullanılmıştır.

4.3. Yöntem ve Ampirik Uygulama

4.3.1. Değişkenlerin Zaman Yolu Grafikleri



Grafik 16: Değişkenlerin Zaman Yolu Grafikleri

Kaynak: World Bank, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 16, Değişkenlerin zaman yolu grafikleri incelendiğinde;

Kişi başına milli gelir, Arjantin’de, 1994 yılında 10.397 US\$ seviyesinde iken yaşanan devalüasyonlar sebebi ile inişli çıkışlı seyir göstermiş, en yüksek 2011 yılında 14.200 US\$, 2023 yılında 12.625 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Brezilya’da 1994 yılında 6.358 US\$ iken 2013 yılında 9.213 US\$, 2023 yılında 9.032 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Hindistan’da 1994 yılında 586 US\$ iken yükselen bir trend şeklinde 2023 yılında 2.239 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Endonezya’da 1994 yılında 1.805 US\$ olan kişi başına milli gelir, 2023 yılında 4.248 US\$ seviyesine yükselmiştir. Meksika’da 1994 yılında 8.715 US\$ iken 2023 yılında 10.327 US\$ olmuştur. Güney Afrika’da kişi başına milli gelir 1994 yılında 4.331 US\$ düzeyinden 2023 yılında 6.006 US\$ olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de 1994 yılında 5.376 US\$ olan kişi başına milli gelir 2023 yılında 14.630 US\$ olarak gerçekleşmiştir.

Kısa vadeli sermaye (SRCF) oransal olarak değerlendirildiğinde, en yüksek oranda kısa vadeli sermaye girişi ve çıkışı olan ülkenin Türkiye olduğu görülmektedir. Arjantin’de kısa vadeli sermaye yatırımları 1994 yılında 3,8 milyar US\$, 1998 yılında 4,4 milyar US\$ tutarında iken 1998-2002 yıllarında sıcak para çıkışı ile 1998 yılında (-) 831 milyon US\$, 2001 yılında (-) 3,99 milyar US\$, 2023 yılında (-) 5,9 milyar US\$ ile en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Brezilya’da kısa vadeli sermaye hareketleri 1994 yılında 3,8 milyar US\$ olarak gerçekleşmiş, 1998-2004 yılları arasında inişli çıkışlı seyir göstermiş 2006 yılından itibaren yükselme eğilimine girmiş, 2011 yılında 71,9 milyar US\$ ile en yüksek seviyesine ulaşmış olup, 2023 yılında 36 milyar US\$ olarak gerçekleşmiştir. Hindistan ekonomisinde kısa vadeli sermaye hareketi 1994 yılı sonunda 743 milyon US\$ olup, artış eğilimindedir. 1999, 2016 ve 2022 yıllarında sıcak para çıkışları yaşanmış 2023 yılında 11,7 milyar US\$ seviyesine yükseltmiştir. Endonezya’da 1994 yılsonunda 1,5 milyar US\$ kısa vadeli sermaye bakiyesi, 1998 yılında Güney Doğu Asya Krizi etkileri ile 2005 yılına kadar (-) 649 milyon US\$’a kadar düşmüştür. 2006 yılında sermaye girişi ile 1,9 milyar US\$, 2014 yılında 14,5 milyar US\$ seviyesine yükselmiş, 2023 yılında (-) 2,5 milyar US\$ tutarında gerçekleşmiştir. Meksika’da 1994 yılsonunda 2,6 milyar US\$ tutarında kısa vadeli sermaye yatırımı 1998 yılında 20,9 milyar US\$, 2008 yılında (-) 4,8 milyar US\$, 2013 yılında 50,6 milyar US\$, 2019 yılında (-) 407 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş, 2023 yılında 11,3 milyar US\$ seviyesine yükselmiştir. Güney Afrika’da 1994 yılsonunda (-) 400 milyon US\$ kısa vadeli sermaye yatırımı 2018 yılında (-) 4,2 milyar US\$, 2023 yılında 2,4 milyar US\$ olarak gerçekleşmiştir. Türkiye’de kısa vadeli

sermaye hareketleri inişli çıkışlı seyir izlemiştir. 1994 yılı sonunda (-) 136 milyon US\$, 1996 yılında 1 milyar US\$, 1999 yılı 4 milyar US\$, 2001 yılı (-) 1,1 milyar US\$, 2003 yılında 17,2 milyar US\$, 2007 yılında 34 milyar US\$, 2009 yılında (-) 13 milyar US\$, 2014 yılında 26,5 milyar US\$, 2019 yılında (-) 14,6 milyar US\$, 2023 yılında 9,6 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

G-20 grubu ülkeleri içinde cari açık veren kırılgan gelişmekte olan ülkeleri baz aldığımız çalışmamızda yukarıdaki grafikte de görüldüğü üzere bu ülkelerin cari fazla vermiş oldukları dönemler öncesinde cari açık seviyelerinin çok yüksek olduğu gözlenmektedir. Yaşanan finansal krizler sonrasında uygulanan maliye ve para politikaları ile cari işlemler dengeleri bir dönem cari fazla vermektedir. Gelişmekte olan bu ülkelerde ithalata bağımlılık, enerji ve kaynak ihtiyacı cari açıklarının artmasına neden olmaktadır. Arjantin 2001-2009 yılları arasında cari fazla vermiştir, Brezilya 2003-2006 döneminde, Hindistan 2001-2004 dönemi, Endonezya 1998-2011 yılları arasında, Meksika 2020 yılında, Güney Afrika 1994 yılında, 2001-2002 döneminde ve 2020 yılında, Türkiye’de 1994 yılı, 1998 yılı, 2001 yılı 2019 yılında cari fazla vermiştir. Bu dönemler öncesinde finansal çalkantılar, krizler yaşanmış, devalüasyonlar yapılmak zorunda kalınmış, faiz artışları ve yabancı yatırımcılar ile dönem dönem sözlü toplantılar yapılarak kısa vadeli sermaye girişi sağlanmaya çalışılmıştır. İhracat gelirleri ve ithalat giderleri ile cari işlemler dengesi sağlanmaya çalışılmıştır.

1994 ile 2023 yılları arasında kamu harcamalarının en fazla görüldüğü ülkeler Brezilya ve Güney Afrika’dır. Arjantin, Meksika, Endonezya ve Türkiye’de kamu harcamaları inişli çıkışlı yükseliş trendinde olmuştur. Yaşanan kriz dönemlerinden sonra uygulanan para ve maliye politikaları ile kamu harcamaları da yükseliş göstermektedir. Ancak belirli bir artış eğiliminden sonra enflasyonun kontrolü amacı ile uygulanan mali politikalar gözetilerek uygulanan tasarruf tedbirleri sonucunda azalma eğilimine girmektedir.

Enflasyon grafiği incelendiğinde, Arjantin ve Türkiye en yüksek enflasyon oranlarına maruz kalan ülkeler konumundadır. Arjantin ekonomisinde enflasyon 1994 yılı sonunda enflasyon %2 olarak gerçekleşmiş, 2022 yılı sonunda %64, 2023 yılı sonunda %51 ile yükselen bir trend görünümündedir. Brezilya’nın 1994 yılı sonunda % 22 olan enflasyon oranı 1995 yılı sonunda % 94 olmuştur. 1996 yılında % 18 olarak gerçekleşen enflasyon devam eden yıllarda tek haneli olarak görülmektedir. Türkiye’de 1994 yılı sonunda %104 olarak gerçekleşen enflasyon, 1998 yılında %143 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılından

2017 yılına kadar tek haneli rakamlarda gerçekleşen enflasyon oranı tekrar yükseliş trendine girerek 2022 yılında %96, 2023 yılında %67 olarak gerçekleşmiştir.

1994 ile 2023 döneminde yatırımların GSYH'deki payı en yüksek ülke Hindistan, Endonezya ve Türkiye olarak görülmektedir.

4.3.2. Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Tablo 13'de kişi başına düşen reel milli gelir (LNGDP), net kısa vadeli sermaye akımları (SRFC), cari işlemler dengesi (CAB), kamu kesimi nihai tüketim harcamalarının GSYH'deki payı (GOV), enflasyon (INF), yatırımlar (INV)'ın tanımlayıcı istatistik değerlerine yer verilmiştir.

	LNGDP	SRFC	CAB	GOV	INF	INV
Mean	8.583818	9.748961	-1.437999	13.47219	14.45265	23.45926
Median	8.808249	1.499179	-1.529365	12.42942	7.752061	22.13876
Maximum	9.590855	250.1409	8.970785	20.92792	143.6397	41.95080
Minimum	6.373619	-107.4046	-8.870208	5.693508	-1.836558	10.85391
Std. Dev.	0.818215	39.65643	2.427991	3.960052	20.38379	6.642296
Skewness	-1.041279	3.064041	0.679658	0.230208	3.248392	0.614811
Kurtosis	3.070482	17.82987	4.597937	1.815464	15.05111	2.506671
Jarque-Bera	37.81175	2242.208	38.32662	14.06491	1632.267	15.28614
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000883	0.000000	0.000479
Sum	1794.018	2037.533	-300.5419	2815.688	3020.604	4902.985
Sum Sq. Dev.	139.2510	327107.5	1226.189	3261.858	86423.79	9176.981
Observations	209	209	209	209	209	209

Tablo 13: Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri Tablosu

Kaynak: World Bank, World Economic Outlook verileri ile yazar tarafından oluşturulmuştur.

Jarque-Bera normallik değerlerinden görüldüğü gibi serilerin hiçbirisi normal dağılım özelliklerine sahip olmayıp, maksimum ve minimum değerler; 143,63 maksimum değer INF serisinde ve (-)107,40 minimum değer ile SRFC serisinde gerçekleşmiştir. LNGDP 8.80, INF 7.75 medyan değerlerdir.

Tanımlayıcı istatistiklere göre oynaklığın göstergesi olan standart sapma değeri en yüksek 39,65 ile SRFC serisinde gözlenmiştir, sırası ile INV 6.64, GOV 3.96, CAB 2.42, INF 20,38, LNGDP 0.81 standart sapma değerini almıştır. Seri; LNGDP 0,81, CAB 2,42, GOV 3,96, INV 6,64, INF 20,38, SRFC 39, 65 değerleri ile sağa çarpıktır. SRFC ve INF dışında diğer seriler basık olarak tanımlanabilir.

4.3.3. Panel Birim Kök Testleri ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Verilerin birim kökü panel durağanlık testleri ile kontrol edilmiştir. Durağanlık testleri, sabitli ve trendli seriler için incelenmiştir.

Tablo 14 ün ilk bölümü bu testlerin sonuçlarını göstermektedir. Sıfır hipotezinin ortak ve bireysel seviyeleri durağanlık varsayımı üzerine tanımlanmıştır. Levin vd.(2002) birim kök hem özel hem de genel olarak geçerlidir. SRFC haricinde diğer seriler bir birim köke sahiptir. İkinci adımda bu serilerin farklarının alınan birim kök testleri, farkları $D(x)$ olarak alınan panel serileri için birim kök testi gecikmeleri seçilmiştir. Tablo 14’de Panel Birim Kök Testleri ve Durağanlık testleri görülmektedir.

LNGDP					D(LNGDP)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t^*	-0.95675	0.1693	7	196	Levin, Lin & Chu t^*	-6.19363	0.0000	7	189
Breitung t-stat	-0.39538	0.3463	7	189	Breitung t-stat	-5.73043	0.0000	7	182
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.36717	0.3567	7	196	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.58472	0.0000	7	189
ADF - Fisher Chi-square	18.3026	0.1933	7	196	ADF - Fisher Chi-square	45.1185	0.0000	7	189
PP - Fisher Chi-square	7.79451	0.8998	7	203	PP - Fisher Chi-square	94.2575	0.0000	7	196
SRFC					D(SRFC)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t^*	-3.11949	0.0009	7	195	Levin, Lin & Chu t^*	-6.95585	0.0000	7	188
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-3.22935	0.0006	7	195	Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.06643	0.0000	7	188
ADF - Fisher Chi-square	33.5540	0.0024	7	195	ADF - Fisher Chi-square	98.1442	0.0000	7	188
PP - Fisher Chi-square	48.3041	0.0000	7	202	PP - Fisher Chi-square	181.350	0.0000	7	195
CAB					D(CAB)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t^*	-2.24853	0.0123	7	196	Levin, Lin & Chu t^*	-6.43859	0.0000	7	189
Breitung t-stat	-3.30863	0.0005	7	189	Breitung t-stat	-4.42520	0.0000	7	182
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.54162	0.0616	7	196	Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.50189	0.0000	7	189
ADF - Fisher Chi-square	19.9095	0.1330	7	196	ADF - Fisher Chi-square	75.1529	0.0000	7	189
PP - Fisher Chi-square	26.8784	0.0200	7	203	PP - Fisher Chi-square	156.663	0.0000	7	196

GOV					D(GOV)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu					Levin, Lin & Chu				
t*	2.30129	0.9893	7	196	t*	-3.67917	0.0001	7	189
Breitung t-stat	-0.80845	0.2094	7	189	Breitung t-stat	-4.07426	0.0000	7	182
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and					Im, Pesaran and				
Shin W-stat	0.47980	0.6843	7	196	Shin W-stat	-6.09077	0.0000	7	189
ADF - Fisher					ADF - Fisher				
Chi-square	9.49645	0.7980	7	196	Chi-square	60.2715	0.0000	7	189
PP - Fisher Chi-square	20.1149	0.1266	7	203	PP - Fisher Chi-square	182.159	0.0000	7	196
INF					D(INF)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu					Levin, Lin & Chu				
t*	-19.3567	0.0000	7	196	t*	-2.40185	0.0082	7	189
Breitung t-stat	0.12167	0.5484	7	189	Breitung t-stat	-3.29063	0.0005	7	182
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and					Im, Pesaran and				
Shin W-stat	-12.0542	0.0000	7	196	Shin W-stat	-10.7540	0.0000	7	189
ADF - Fisher					ADF - Fisher				
Chi-square	299.458	0.0000	7	196	Chi-square	123.149	0.0000	7	189
PP - Fisher Chi-square	90.6008	0.0000	7	203	PP - Fisher Chi-square	1214.78	0.0000	7	196
INV					D(INV)				
Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs	Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)					Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu					Levin, Lin & Chu				
t*	-0.31386	0.3768	7	196	t*	-0.80669	0.2099	7	189
Breitung t-stat	-1.44959	0.0736	7	189	Breitung t-stat	-3.31909	0.0005	7	182
Null: Unit root (assumes individual unit root process)					Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and					Im, Pesaran and				
Shin W-stat	-0.63607	0.2624	7	196	Shin W-stat	-5.01323	0.0000	7	189
ADF - Fisher					ADF - Fisher				
Chi-square	17.2008	0.2456	7	196	Chi-square	49.4688	0.0000	7	189
PP - Fisher Chi-square	22.3638	0.0714	7	203	PP - Fisher Chi-square	365.565	0.0000	7	196

Tablo 14: Panel Birim Kök Testleri ve Durağanlık Testleri

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

LNGDP normal düzey ve 1 farkları alınarak birim kök testlerine sabitli ve trendli olarak 1. farklarına bakılmıştır. LNGDP birim kök temsil edilen farkı alındığı zaman %1 anlamlılık düzeyde serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır.

CAB, normal düzey ve 1 farkları alınarak panel birim kök testine sabitli ve trendli olarak 1.farklarına bakılmıştır. CAB birim düzeyde kök, Im, Pesaran and Shin W-stat, ADF - Fisher Chi-square düzeyde birim kök ihtiva ediyor, Levin, Lin & Chu t*, Breitung t-stat,

PP - Fisher Chi-square düzeyde birim kök ihtiva etmiyor. CAB farkı alındığı zaman %1 anlamlılık düzeyde serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır.

GOV, normal düzey ve 1 farkları alınarak birim kök testlerine sabitli ve trendli olarak 1. Farklarına bakılmıştır. GOV, normal düzeyde bütün testler birim kök ihtiva etmektedir, temsil edilen farkı alındığı zaman %1 anlamlılık düzeyde serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır.

INF, normal düzey ve 1 farkları alınarak birim kök testlerine sabitli ve trendli olarak 1. Farklarına bakılmıştır. INF, normal düzeyde Breitung t-stat test birim kök ihtiva etmektedir, diğer testler birim kök ihtiva etmemektedir. 1 farkı alındığı zaman %1 anlamlılık düzeyde serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır.

INV, normal düzey ve 1 farkları alınarak birim kök testlerine sabitli ve trendli olarak 1. farklarına bakılmıştır. INV, normal düzeyde bütün testler birim kök ihtiva etmektedir, Farkı alındığı zaman Levin, Lin & Chu t* testi hariç diğerleri % 1 anlamlılık düzeyde serinin durağan olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 14, yalnızca sabitler içeren her seri için tahminleri içermektedir. Her farklılaştırılmış seri, her tahmin tekniği için serinin birinci dereceden I (1) entegre olduğu anlaşılmaktadır. Tüm seriler için sıfır hipotezi % 1’de reddedilir, birinci dereceden farkı hesaplanan serinin durağan olduğu belirlenmiştir. Başlangıçta durağan farkları olan serinin PVAR model analizine bakılarak, seri uzun vadeli bir eşbütünleşme korelasyonu gösteriyor ise VECM tahmini yapılmalıdır.

4.3.4. Yatay Kesit Bağımlılığı ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Daha önceki panel veri testlerinde kullanılan birinci nesil birim kök testleri, ortak faktörlerden etkilenen kesitsel verileri yeterince belirleyememektedir. Kesit gruplar arasında etkileşimin artması, panel veri setlerinde yatay kesit bağımlılığı sorununa yol açabilmektedir.

Ülkeler arasındaki analizlerde özellikle küresel ticaretin ve finansal serbestleşmenin arttığı 1980 yılından sonraki dönemde bu durumun sınanması oldukça önemli olmuştur. Yatay kesit bağımlılığının test edilmesi amacıyla bu çalışmada EVIEWS programı kullanarak Bai ve Ng’nin (2004) PANİC testi uygulanmıştır.

Kesitsel bağımlılık testlerinin sonuçları, uzun dönem varyans seçeneklerini destekleyen MQC istatistikleri ile otomatik faktör seçiminin kullanılması tercih edilmiştir. Bai ve

Ng'nin (2004) PANİC deterministik testi Tablo:15''de gösterilmiştir. Serilerin sabit modeli için bulgular tablonun en üstünde gösterilmiştir. Alt satırlar birleştirilmiş test sonuçlarını göstermektedir.

Common factors: Cardinality of non-stationary factors			
Test variant: MQC			
Null hypothesis: Retain common factors			
Maximum factors: 6 (Schwert)			
Factors selected: 6 (Bai and Ng: Average of criteria)			
MQ significance level: 5%			
Stationary factors: 0			
Common trends		Test statistic	p-value
6		89.16172	0.99990
Idiosyncratic elements: Cross-section specific ADF unit root tests			
Null hypothesis: Unit root for specified cross-section			
Lag selection: AIC with maxlag=6			
Cross-section	ADF lags	t-stat	p-value
ARG	1	-1.38663	0.15640
BRA	1	-1.38663	0.15640
IND	1	-1.38663	0.15640
IDN	1	-1.38663	0.15640
MEX	1	-1.38663	0.15640
ZAF	1	-1.38663	0.15640
TUR	1	-1.38663	0.15640
Idiosyncratic elements: Pooled test			
Null hypothesis: No cointegration among all cross-sections			
Lag selection: AIC with maxlag=6			
Value			p-value
Pooled statistic			2.26301
			0.02363

Tablo 15: Bai ve Ng' Yatay Kesit Bağımlılığı Unit Root Testleri (PANİC)

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 15' de yatay kesit serilerindeki ortak faktörler sıfır hipotezi kabul edilmiştir. Bu modelde havuzlandırılmış istatistik değeri, yatay kesit bağımlılığı olduğunu göstermektedir. $0,02363 < 0,05$ olduğu için %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak değişkenler arasında eş bütünleşik bir ilişki vardır.

4.3.5. Eşbütünleşme Testleri ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Tablo 16 Johanse Fisher Panel Eşbütünleşme Testi sonuçlarını içermektedir.

Trend assumption: Linear deterministic trend Series: LNGDP SRCF GOV CAB INF INV Lags interval (in first differences): 1 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.293882	161.0542	95.75366	0.0000
At most 1 *	0.176052	95.63531	69.81889	0.0001
At most 2 *	0.143379	59.22955	47.85613	0.0030
At most 3 *	0.075437	30.13477	29.79707	0.0457
At most 4	0.063221	15.38917	15.49471	0.0519
At most 5	0.016413	3.111228	3.841465	0.0778
Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.293882	65.41891	40.07757	0.0000
At most 1 *	0.176052	36.40576	33.87687	0.0244
At most 2 *	0.143379	29.09478	27.58434	0.0318
At most 3	0.075437	14.74560	21.13162	0.3071
At most 4	0.063221	12.27794	14.26460	0.1006
At most 5	0.016413	3.111228	3.841465	0.0778
Max-eigenvalue test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

Tablo 16: Johansen Panel Cointegration Test

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Bir eşbütünleşme ilişkisinin olmaması sıfır hipotezinin tanımıdır. 1997- 2023 yılları arasında 188 gözlem, iz testi sonucu 0,05 anlamlılık seviyesinde ve Max-Eigen testi 0,05 anlamlılık düzeyinde en az 3 eş bütünleşik vektör olduğunu göstermektedir. Bu testlerin sonuçları göz önünde bulundurularak seriler arasında eş bütünleşik ilişki olduğunu söyleyebiliriz.

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -2048.109					
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)					
LNGDP	SRCF	GOV	CAB	INF	INV
1.000000	-0.132714 (0.01673)	-0.222737 (0.19314)	-1.615906 (0.30363)	0.016846 (0.02961)	0.004503 (0.11976)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(LNGDP)	-0.001542 (0.00071)				
D(SRCF)	3.364191 (0.60880)				
D(GOV)	-0.029195 (0.01098)				
D(CAB)	0.079987 (0.03271)				
D(INF)	0.766725 (0.20701)				
D(INV)	-0.070959 (0.03489)				

Tablo 17: Johansen Eşbütünleşme Analiz Sonuçları 1. Eşbütünleşme Tablosu

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 17’de sunulan eşbütünleşme testi sonuçları Fisher hipotezinde belirtilen teorik ilişkinin ekonomik veriler ile uyumlu olup olmadığını göstermektedir. Eğer test sonuçları bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında uzun vadeli bir denge ilişkisi olduğunu ortaya koyuyorsa bu teorik Fisher hipotezinin geçerli olduğunu, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlere olan bağımlılığını doğrular. Bu ilişkiyi,

$$\text{LNGDP} = 0,132714 \text{ SRCF} + 0,222737 \text{ GOV} + 1,615906 \text{ CAB} - 0,016846 \text{ INF} - 0,004503 \text{ INV}$$

denklemleri ile görebiliriz.

Kısa vadeli sermaye hareketlerindeki bir birimlik artış LNGDP’yi pozitif etkilemekte, kamu harcamalarında bir birimlik artış LNGDP’yi pozitif etkilemekte, cari dengede bir artış LNGDP’yi pozitif etkilemektedir. Enflasyonda bir birimlik artış LNGDP’yi negatif etkilemektedir. Modelimizdeki ülkeler Arjantin, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Güney Afrika, Meksika ve Türkiye ekonomisinde makroekonomik dinamikler açısından önemli bir bulgudur. Ekonomi politikası yapıcılar için kısa vadeli sermaye hareketleri, kamu harcamaları ve cari dengede artışların büyümedeki olumlu ilişkisini dikkate alan ekonomi politikaları üretmeleri gerektiğini doğrular. Bu bulgular para politikası ve maliye

politikasının eşgüdümünün önemini vurgular. G-20 ülkeleri içinde cari açık veren kırılğan ekonomiler olarak tanımladığımız model ülkelerimiz ekonomik yönetiminde bu ilişkilerin dikkate alınmasını öne sürmektedir.

Modelimizde kısa vadeli sermaye hareketlerini dışlar isek, eşbütünleşme denklemi aşağıdaki gibidir.

$$\text{LNGDP} = -0,497827 \text{ GOV} - 0,722325 \text{ CAB} + 0,030105 \text{ INF} - 0,533985 \text{ INV}$$

Bu denkleme göre, kamu harcamalarında bir birimlik artış LNGDP'yi negatif etkilemekte, cari dengede bir birimlik artış LNGDP'yi negatif etkilemekte, enflasyonda bir birim artış LNGDP'yi pozitif etkilemekte, yatırımlarda bir birim artış LNGDP'yi negatif etkilemektedir.

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -2029.906					
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)					
LNGDP	SRCF_01	GOV	CAB	INF	INV
1.000000	0.000000	0.497827 (0.12878)	0.722325 (0.18880)	-0.030105 (0.01979)	0.533985 (0.08017)
0.000000	1.000000	5.429448 (1.80583)	17.61857 (2.64743)	-0.353769 (0.27750)	3.989649 (1.12412)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(LNGDP)	0.003935 (0.00166)	0.000169 (9.2E-05)			
D(SRCF)	2.432470 (1.46902)	-0.440376 (0.08116)			
D(GOV)	-0.116457 (0.02553)	0.004446 (0.00141)			
D(CAB)	0.005135 (0.07879)	-0.010125 (0.00435)			
D(INF)	1.701964 (0.49410)	-0.107877 (0.02730)			
D(INV)	-0.081100 (0.08430)	0.009484 (0.00466)			

Tablo 18: KVSH'nin dışlandığı Johansen Eşbütünleşme Tablosu

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 18, Kısa vadeli sermaye hareketlerinin dışlandığı modelimizde enflasyondaki bir birimlik artış büyümeyi pozitif etkilediği görülmektedir. Tasarruf ihtiyacı içinde olan model ülkelerimizde para arzını artırarak, enflasyon artışı ile büyümenin artacağı sonucunu gösteren denklemimizde, ihracatın teşvik edilmesi, cari dengenin sürdürülebilirliği, büyümenin sürdürülebilirliği için kısa vadeli sermaye hareketlerinin

dışlanmaması gerektiğini, yapısal problemlerin çözülerek kısa vadeli sermaye akımlarında istikrar sağlanması vurgulamaktadır.

3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -2015.358					
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)					
LNGDP	SRCF_01	GOV	CAB	INF	INV
1.000000	0.000000	0.000000	0.713056 (0.22001)	0.021172 (0.02795)	-0.247870 (0.08135)
0.000000	1.000000	0.000000	17.51747 (3.35663)	0.205469 (0.42646)	-4.537498 (1.24111)
0.000000	0.000000	1.000000	0.018621 (0.64468)	-0.103001 (0.08191)	1.570537 (0.23837)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)					
D(LNGDP)	0.006981 (0.00288)	0.000131 (9.6E-05)	0.003354 (0.00080)		
D(SRCF)	6.176915 (2.53655)	-0.486529 (0.08439)	-0.591346 (0.70702)		
D(GOV)	-0.099498 (0.04446)	0.004237 (0.00148)	-0.031171 (0.01239)		
D(CAB)	-0.488721 (0.12947)	-0.004038 (0.00431)	-0.130063 (0.03609)		
D(INF)	1.857922 (0.86096)	-0.109799 (0.02864)	0.286090 (0.23998)		
D(INV)	0.250630	0.005395	0.063272		

Tablo 19: KSVH'nin ve Hükümet Harcamalarının Dışlandığı Eşbütünleşme Tablosu

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 19'da kısa vadeli sermaye ve hükümet harcamalarının dışlandığı eşbütünleşme tablosunu göstermektedir. Hem kısa vadeli sermaye hareketlerini hem de hükümet harcamalarını dışlar isek eşbütünleşme denklemi;

LNGDP = - 0,713056 CAB - 0,021172 INF +0,247870 INV olarak gerçekleşmektedir.

Cari dengede bir birim artış LNGDP'yi negatif etkilemekte, enflasyonda bir birim artış LNGDP'yi negatif etkilemekte, yatırımlardaki bir birim artış LNGDP'yi pozitif etkilemektedir. Vektör Hata Düzeltme Tahminleri ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi
Birim kök ve eş bütünleşme testlerinden anlaşılabileceği gibi serinin birim köke sahip olduğu ve kısa dönemli bir ilişkinin olduğu anlaşılmaktadır. Bu durumda eş bütünleşme Vektörü elde etmek için VECM'yi tahmin edebiliriz. Seriler arasında eşbütünleşik vektörün katsayılarında en az bir eşbütünleşik vektör görülebilir.

$\pi = \alpha\beta$ Error Correction	D(LNGDP)	D(SRCF)	D(GOV)	D(CAB)	D(INF)	D(INV)
$\alpha\alpha$	-0.001542 (0.00071) [-2.16564]	3.364191 (0.60880) [5.52596]	-0.029195 (0.01098) [-2.65803]	0.079987 (0.03271) [2.44551]	0.766725 (0.20701) [3.70388]	-0.070959 (0.03489) [-2.03377]
$\beta\beta$	1.000000	-0.132714 (0.01673) [-7.93492]	-0.222737 (0.01673) [-1.15326]	-1.615906 (0.30363) [-5.32197]	0.016846 (0.02961) [0.56887]	0.004503 (0.11976) [0.03760]

Standard errors in () & t-statistics in []

Tablo 20: Vektör Hata Düzeltme Tahmini Tablosu (α ve β Vektör)

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablodan görüleceği gibi α uyum hızı parametrelerin matrisini oluşturmaktadır. Serilerin bir kısmı %1 önem seviyesinde anlamlı görünmektedir. Bu katsayıların sıfırdan farklı olması uzun vadeli Granger nedenselliğinde seriler arasında nedensel bir ilişki olduğunu göstermektedir. β , kointegrasyon parametre matrisini temsil etmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve hükümet harcamalarının dışlandığı modelimizde yatırımlardaki bir birimlik artış büyümeyi pozitif etkilediği görülmektedir. Anlamlı olarak değerlendirilebilecek bu sonuç model ülkelerimizin makroekonomik değerlerinin yatırım yapılabilir ve sürdürülebilir seviyede olması ve uzun vadeli yatırımın yapılabilirliği açısından mevzuat düzenlemelerinin, hukuki altyapının yabancı doğrudan yatırımlar için uyumlu olmasını gerektirmektedir.

Cari açık veren, borçluluk oranları yüksek gelişmekte olan, kırılgan ekonomik yapıdaki model ülkelerimizde kısa vadede yabancı tasarruflara duyulan ihtiyaç sebebi ile yatırımlarda bir birim artışın büyümeyi artıracığı sonucunu gösteren 3. Eşbütünleşme denklemimiz, büyümenin sürdürülebilirliği açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin dışlanmaması gerektiğini göstermektedir. Politika yapıcılar kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklıkların daha az yaşanlığı, kısa vadeli krediler şeklinde sağlanması, finansal kuruluşlar, bankalar aracılığı ile reel sektörde faaliyette bulunan yatırımcı firmalara sağlanan kısa ve orta vadeli krediler şeklinde politikalar üretmelidir. Model ülkelerimiz politika yapıcıları ülkenin makroekonomik değerlerinde istikrar sağlayacak politikalar üretmeleri, sıcak para şeklinde ülkeye gelen kısa vadeli sermayenin işlem yaptığı menkul kıymet borsalarının derinliğini, işlem hacmi artıracak, oynaklığı azaltacaktır.

Bağımlı Değişken LNGDP'nin Kısa Dönem Tahminleri:

	D(LNGDP)	D(SRCF)	D(GOV)	D(CAB)	D(INF)	D(INV)
D(LNGDP(-1))	0.146892	118.7932	1.329695	-7.498405	104.4834	5.128780
	(0.10225)	(87.4195)	(1.57720)	(4.69659)	(29.7248)	(5.01005)
	[1.43666]	[1.35889]	[0.84307]	[-1.59657]	[3.51503]	[1.02370]
D(LNGDP(-2))	0.143133	81.22401	2.100851	4.145063	-54.27550	-6.569424
	(0.10000)	(85.5014)	(1.54259)	(4.59354)	(29.0726)	(4.90012)
	[1.43130]	[0.94997]	[1.36190]	[0.90237]	[-1.86690]	[-1.34066]
D(SRCF_01(-1))	-6.11E-05	0.132805	-0.003961	0.006552	0.057825	-0.002027
	(9.8E-05)	(0.08377)	(0.00151)	(0.00450)	(0.02849)	(0.00480)
	[-0.62330]	[1.58528]	[-2.62101]	[1.45576]	[2.03000]	[-0.42222]
D(SRCF_01(-2))	-0.000210	-0.100632	0.001396	0.016973	0.024884	-0.019629
	(9.3E-05)	(0.07923)	(0.00143)	(0.00426)	(0.02694)	(0.00454)
	[-2.26340]	[-1.27015]	[0.97645]	[3.98754]	[0.92370]	[-4.32295]
D(GOV(-1))	-0.000139	2.516621	-0.001331	-0.113329	3.845628	-0.065035
	(0.00546)	(4.67167)	(0.08429)	(0.25098)	(1.58848)	(0.26774)
	[-0.02551]	[0.53870]	[-0.01579]	[-0.45154]	[2.42094]	[-0.24291]
D(GOV(-2))	0.000324	-2.826037	-0.129618	0.096561	1.571081	0.011566
	(0.00459)	(3.92187)	(0.07076)	(0.21070)	(1.33353)	(0.22476)
	[0.07055]	[-0.72058]	[-1.83188]	[0.45828]	[1.17814]	[0.05146]
D(CAB(-1))	0.001033	3.756253	-0.150568	-0.157828	2.275482	0.042958
	(0.00249)	(2.12844)	(0.03840)	(0.11435)	(0.72372)	(0.12198)
	[0.41478]	[1.76479]	[-3.92096]	[-1.38022]	[3.14414]	[0.35216]
D(CAB(-2))	0.004372	4.966135	-0.091217	-0.085803	0.646421	0.099032
	(0.00239)	(2.04415)	(0.03688)	(0.10982)	(0.69506)	(0.11715)
	[1.82877]	[2.42944]	[-2.47335]	[-0.78130]	[0.93002]	[0.84533]
D(INF(-1))	-0.000312	-0.008251	0.018752	0.000677	-0.362993	-0.030906
	(0.00028)	(0.24236)	(0.00437)	(0.01302)	(0.08241)	(0.01389)
	[-1.10211]	[-0.03404]	[4.28852]	[0.05203]	[-4.40478]	[-2.22505]
D(INF(-2))	0.000139	-0.072624	0.002251	-0.020228	-0.169866	0.000130
	(0.00024)	(0.20693)	(0.00373)	(0.01112)	(0.07036)	(0.01186)
	[0.57581]	[-0.35096]	[0.60287]	[-1.81957]	[-2.41424]	[0.01096]
D(INV(-1))	0.002818	1.574986	-0.074272	-0.097969	0.662341	-0.118136
	(0.00200)	(1.70820)	(0.03082)	(0.09177)	(0.58083)	(0.09790)
	[1.41026]	[0.92201]	[-2.40996]	[-1.06752]	[1.14033]	[-1.20673]
D(INV(-2))	0.001863	0.379247	-0.078987	-0.084209	1.407386	0.236503
	(0.00194)	(1.65999)	(0.02995)	(0.08918)	(0.56444)	(0.09513)
	[0.95946]	[0.22846]	[-2.63738]	[-0.94423]	[2.49343]	[2.48597]
C	0.014001	-4.034210	0.004733	0.104084	-1.686795	0.098336
	(0.00400)	(3.42147)	(0.06173)	(0.18382)	(1.16338)	(0.19609)
	[3.49866]	[-1.17909]	[0.07667]	[0.56623]	[-1.44990]	[0.50149]

R-squared	0.154481	0.250352	0.268116	0.183179	0.281340	0.217616
Adj. R-squared	0.091310	0.194344	0.213436	0.122152	0.227647	0.159162
Sum sq. resids	0.263315	192488.9	62.65582	555.5894	22254.93	632.2281
S.E. equation	0.038901	33.26046	0.600076	1.786909	11.30937	1.906173
F-statistic	2.445443	4.469912	4.903288	3.001608	5.239800	3.722854
Log likelihood	350.8993	-918.3075	-163.4746	-368.6177	-715.5049	-380.7644
Akaike AIC	-3.584035	9.918165	1.888028	4.070401	7.760690	4.199622
Schwarz SC	-3.343023	10.15918	2.129040	4.311413	8.001702	4.440633
Mean dependent	0.020555	0.471181	0.047487	0.013594	-0.060134	0.091742
S.D. dependent	0.040809	37.05555	0.676611	1.907184	12.86858	2.078768
Determinant resid covariance (dof adj.)		185.9443				
Determinant resid covariance		116.8776				
Log likelihood		-2048.109				
Akaike information criterion		22.74584				
Schwarz criterion		24.29520				
Number of coefficients		90				

Tablo 21: Bağımlı Değişken LNGDP'nin Kısa Dönem Tahminleri

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 21'de değişkenlerin kısa dönem tahminleri incelendiğinde;

D(LNGDP)'nin birinci gecikmesi enflasyonu pozitif etkilemektedir.

D(SRCF)'nin birinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif, enflasyonu pozitif etkilemektedir. D(SRCF)'nin ikinci gecikmesi büyümeyi negatif, cari dengeyi pozitif, yatırımları negatif etkilemektedir.

D(GOV)'nin birinci gecikmesi enflasyonu pozitif etkilemektedir.

D(CAB)'ın birinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif, enflasyonu pozitif etkilemektedir. D(CAB)'ın ikinci gecikmesi kısa vadeli sermaye hareketlerini pozitif, kamu harcamalarını negatif etkilemektedir.

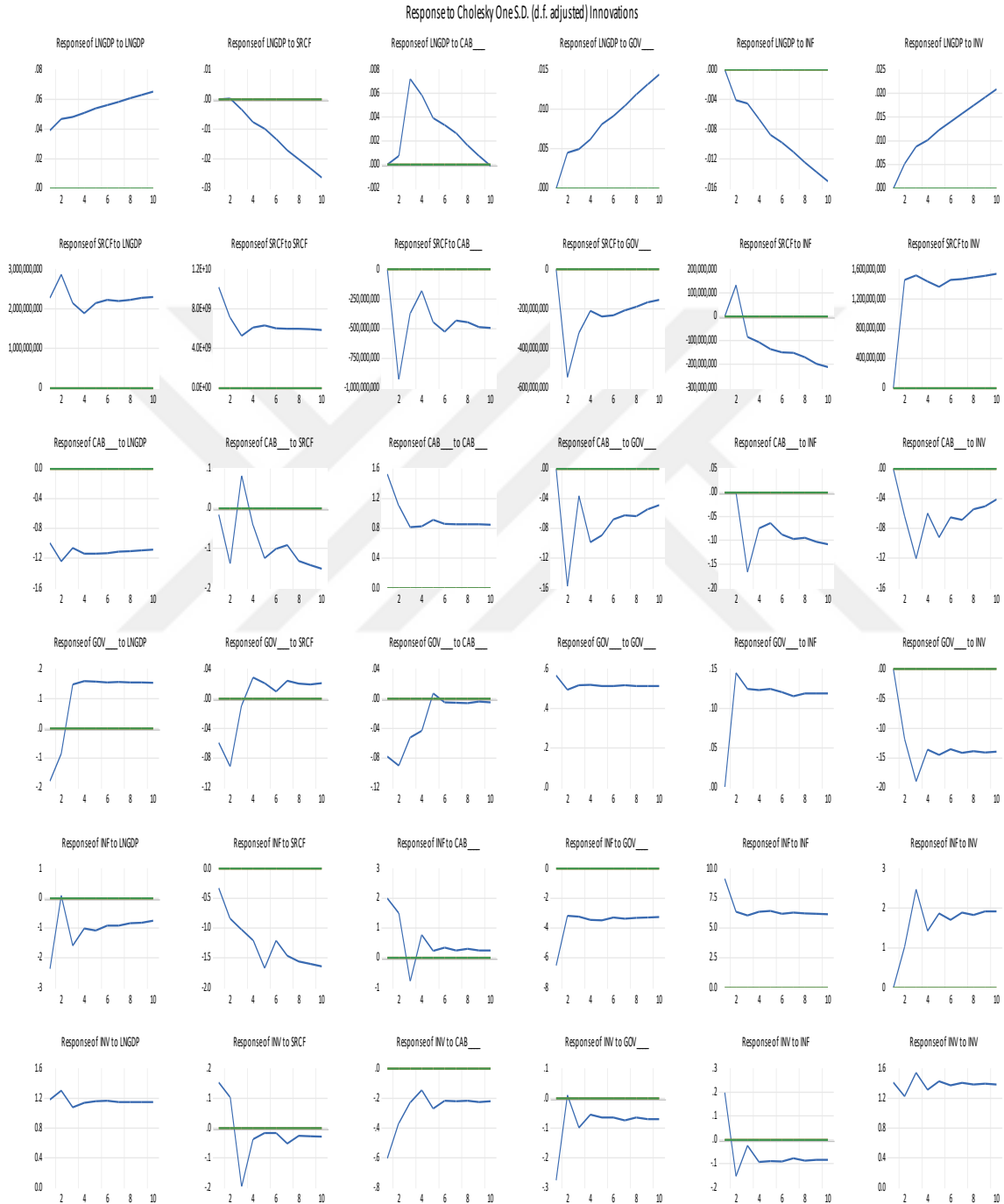
D(INF)'un birinci gecikmesi kamu harcamalarını pozitif, enflasyonu negatif, yatırımları negatif etkilemektedir. D(INF)' un ikinci gecikmesi enflasyonu negatif etkilemektedir.

D(INV)'ın birinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif etkilemekte, D(INV)'ın ikinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif, enflasyonu pozitif, yatırımları pozitif etkilemektedir.

4.3.6. Etki Tepki Analizi ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Etki-Tepki analizini gerçekleştirirken uygun değişken dizinini seçmek önemli olmaktadır. Love ve Zicchino (2006)'nın geliştirdiği PVAR modelinde etki-tepki fonksiyonları Sims (1980) 'in önerdiği şekilde şokların ortogonalizasyonunu sağlamak için varyans-kovaryans kalıntıları matrisinin Cholesky ayrıştırmasına dayanır. Sims'e

göre sisteme daha sonra giren değişken daha içsel olup, sadece önceki değişkeni bir gecikme ile etkilemektedir. Sıradaki daha önce gelen değişkenler daha dışsal olup, sonraki değişkenleri aynı anda veya bir gecikme ile etkilemektedir. Etki-tepki fonksiyonlarının bulguları bu bölümde açıklanmaktadır.



Grafik 17: Etki Tepki Fonksiyonları

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Grafik 17’de her bir değişken için etki- tepki fonksiyonları izlenmektedir;

LNGDP; kendi değişimine, kamu harcamalarına ve yatırımlara önce daha çok artış ile, sonra azalarak pozitif trend şeklinde yanıt vermektedir. LNGDP, cari dengeye önce hızlı bir yükseliş ardından daha yavaş bir düşüş ile yanıt verir. LNGDP, kısa vadeli sermaye hareketleri ve enflasyona negatif tepki vermektedir.

SRCF'nin büyüme üzerinde önce pozitif ardından negatif etki gösterdikten sonra kısmen yatay bir görünüm sergilemekte, SRCF kendi değişimine önce olumsuz, sonra yatay bir tepki vermektedir. SRCF'nin cari denge ve kamu harcamaları üzerinde etkisi sıfırın altındadır, önce V şeklinde negatif, sonra negatif yatay seyire devam etmektedir. Enflasyona tepkisi çok kısa dönem pozitif, ardından negatif ve sıfırın altındadır. SRCF'nin yatırımlara tepkisi önce çok kısa dönem pozitif, ardından yatay seyretmektedir. CAB'ın büyümeye etkisi yatay seyretmektedir. CAB'ın kısa vadeli sermaye hareketlerine etkisi olumsuzdur ancak hızla pozitive döner, ardından tekrar negatif eğimde ve eksi değerde seyreder. CAB'ın kendine verdiği tepki önce azalır sonra yatay seyir izler. CAB'ın kamu harcamalarına, enflasyona ve yatırımlara verdiği tepki sıfırın altında ve negatiftir ardından bir yükseliş görülse de inişli, çıkışlı eksi bakiyede seyretmektedir.

GOV 'un büyüme ve enflasyona etkisi pozitif bir artış göstermekte ardından yatay seyir izlemektedir. GOV 'un kısa vadeli sermaye hareketlerinde ve cari denge üzerine bir şoka tepkisi önce negatif, sonra pozitif bir artış göstermekte, ardından yatay bir seyir izlemekte, kısa vadeli sermaye hareketlerinde sıfırın üstünde, cari dengede sıfırın altına yakınsar. GOV 'un kendine tepkisi yatay bir seyir izler. GOV 'un yatırımlarda bir şoka tepkisi önce negatif, ardından sıfırın altında yatay bir seyir izlemektedir.

INF'in büyüme ve kamu harcamalarına etkisi sıfırın altında önce yükseliş gösterse de sonra bir düşüş ile sıfırın altında yatay seyir etmektedir. INF'nin kendine etkisi sıfırın altında negatif eğimlidir. INF'nin cari dengeye etkisi önce negatif eğimli olarak sıfırın altına kadar inmiştir, sonra yükseliş gösterse de sıfırın üstünde yakınsar ve yatay bir seyir izler. INF'nin kendine etkisi önce negatif eğimli ardından yatay bir seyir izlemektedir. INF'nin yatırımlara etkisi önce pozitif bir etki yapar sonra negatife dönse de inişli çıkışlı yatay bir seyir izler.

INV'nin büyümeye ve kendine etkisi pozitif ve inişli çıkışlı yatay bir seyir izler. INV'nin kısa vadeli sermaye hareketlerine ve enflasyona etkisi negatif ve sıfıra yakınsar yatay bir seyir izler. INV'nin sıfırın altında önce artış eğiminde sonra inişli çıkışlı yatay bir seyir

izler. INV'nin kamu harcamalarına etkisi sıfırın altında önce artış eğiliminde sıfıra yakınsar sonra azalır, inişli çıkışlı yatay bir seyir izler.

4.3.7. Granger Nedensellik/ WALD Testi ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
Dependent variable: D(LNGDP)			
D(SRCF)	1.649591	2	0.4383
D(CAB)	9.164924	2	0.0102
D(GOV)	0.366133	2	0.8327
D(INF)	2.324142	2	0.3128
D(INV)	1.478727	2	0.4774
All	15.34600	10	0.1199
Dependent variable: D(SRCF)			
D(LNGDP)	0.196251	2	0.9065
D(CAB)	0.216155	2	0.8976
D(GOV)	0.172714	2	0.9173
D(INF)	0.144136	2	0.9305
D(INV)	3.233348	2	0.1986
All	7.642040	10	0.6638
Dependent variable: D(CAB)			
D(LNGDP)	8.229867	2	0.0163
D(SRCF)	3.578199	2	0.1671
D(GOV)	1.601427	2	0.4490
D(INF)	3.205308	2	0.2014
D(INV)	1.293483	2	0.5237
All	19.44284	10	0.0350
Dependent variable: D(GOV)			
D(LNGDP)	22.11485	2	0.0000
D(SRCF)	3.525659	2	0.1716
D(CAB)	4.504910	2	0.1051
D(INF)	14.23870	2	0.0008
D(INV)	6.870704	2	0.0322
All	59.80471	10	0.0000
Dependent variable: D(INF)			
D(LNGDP)	12.93654	2	0.0016
D(SRCF)	0.003667	2	0.9982
D(CAB)	2.792046	2	0.2476
D(GOV)	2.404088	2	0.3006
D(INV)	4.821023	2	0.0898
All	18.87394	10	0.0419
Dependent variable: D(INV)			
D(LNGDP)	3.086808	2	0.2137
D(SRCF)	6.352535	2	0.0417
D(CAB)	5.041392	2	0.0804
D(GOV)	0.366875	2	0.8324
D(INF)	7.490998	2	0.0236
All	27.96635	10	0.0018

Tablo 22: VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Engle ve Granger (1987) kısa vadeli nedensellik ilişkisinin varlığını belirler. Kısa vadeli dinamikler, Granger nedenselliği Engle ve Granger (1987) takip ederek, denklemler için kısa vadeli dinamikler tahmin edilebilir. Önce her ülke için kısa vadeli nedensellikler değerlendirildikten sonra bölgesel bir analiz yapılır. Schwarz ve Hannan- Quinn bilgi kriterleri her zaman 2 olarak sabitlenen vektör otoregresyon gecikme uzunluğu q 'yu tanımlamak için kullanılır. Kısa vadeli Granger nedensellik testleri Tablo 22'de sunulmuştur.

Granger nedensellik testi analiz sonuçlarına göre; bağımlı değişken $D(LNGDP)$ cari dengenin nedenidir, bağımlı değişken CAB , büyümenin nedenidir. Cari denge ile büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi mevcuttur. Büyüme, enflasyon, yatırımlar bağımlı değişken kamu harcamalarının nedenidir. Büyüme, Enflasyonun nedenidir. Kısa vadels sermaye hareketleri ve enflasyon, bağımlı değişken yatırımların nedenidir.

SONUÇ

Küreselleşen dünya ekonomisinde gelişmiş ülkeler sermayelerini karlı alanlarda değerlendirebilmek, küresel, bölgesel, ulusal yaşanan finansal krizlerden ve pandemi vb. dünya ekonomisini de derinden etkileyen sorunlarla baş edebilmek ve ekonomilerini etkin tutabilmek için merkez bankalarının uyguladıkları para politikaları ile gelişmekte olan ülke ekonomilerini de etkilemektedir. Tasarruf yetersizliğinden dolayı kaynak ihtiyacında olan gelişmekte olan ülkeler, büyümelerinin finansmanını sağlamak amacı ve uygulamaya koydukları finansal serbestleşme politikaları ile gerek uzun vadeli doğrudan sermaye yatırımlarını, gerekse cari açıklarının finansman ihtiyaçlarını karşılamak için kısa vadeli sermaye hareketlerini ülkelere çekmek istemektedir. Teknolojinin gelişmesi, ürün ve varlık fiyatlarında çeşitlenmeler de sermaye hareketlerinin hızı ve hacminin artmasında etkili olmuştur.

1980'li yıllardan itibaren küreselleşme ile beraber finansal küreselleşme sürecinin de hız kazandığı dünya ekonomisinde gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarında artışlar olduğu gözlemlenmiştir. Serbest piyasa ekonomisi içerisinde kısa vadeli sermaye akımlarının miktar ve hız kazanması sonucunda 1990'lı yılların başından itibaren varlık fiyatlarında artışlar ile Asya krizine kadar süren ilk dalga hareketi yaşanmıştır. Aşırı artış hali varlık fiyatlarında balonlaşma yaratarak 1997 ve 1998 yıllarında ani sıcak para kaçışları ile yaşanan finansal kriz, bulaşma etkisi yaratarak Güneydoğu Asya ülkelerinde, Rusya ve Brezilya'da ani kısa vadeli sermaye çıkışları yaşanmasına sebep olmuştur. Finansal krizlerden etkilenen Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu G-20 grubu, finansal sistemin daha sağlıklı bir yapıya kavuşabilmesi için hepbirlikte kararlar alabilmek amacı ile gelişmiş ve gelişmekte olan 19 ülke ve Avrupa Komisyonunca 1999 yılında oluşturulmuştur. 2002 yılının başından itibaren ABD ekonomisinde uygulanan düşük ve değişken faiz politikaları ile 2007 yılında Mortgage Krizi olarak başlayan kriz, gelişmekte olan ülkelere sıcak para çıkışlarının yaşandığı ikinci dalga hareketi ile 2008 ve 2009 yıllarında Küresel Finans Krizi'ne dönüşmüştür. Devam eden süreçte gelişmiş ülke merkez bankalarının, öncelikle ABD merkez bankası FED'in uyguladıkları geleneksel ve geleneksel olmayan genişletici para politikaları, QE programları ile dünya ekonomisinde genişleyen para arzı, kısa vadeli sermaye akımı olarak gelişen ülke ekonomilerinin büyüme, kamu harcamaları, cari denge, enflasyon ve yatırımlarını etkilememiştir.

FED' in bilançosu 2007 yılında yaklaşık 700 milyar US\$ seviyesinde iken, QE1, QE2, QE3, QE4 genişletici para politikaları ile 2014 Ekim ayında 4,5 trilyon US\$ düzeyine yükselmiştir. 2014 Ekim ayından itibaren aşamalı şekilde daraltıcı para politikaları uygulayan FED, bilançosunu 2019 Ağustos ayında 3,9 trilyon US\$ seviyesine kadar indirmiştir. 2019 yılında dünyada yaşanan Covid-19 Pandemisi sebebi ile ekonominin durma noktasına gelmesi ile FED genişleyici para politikası uygulamalarına tekrar başlamıştır. 2021 yılı Şubat ayında FED'in bilançosu 7,6 trilyon US\$'a yükselmiş, 2022 yılı itibariyle 9 trilyon US\$ seviyesine ulaşmıştır. 2008 yılı ile 2013 yılları arasında dünya ekonomisinde, büyük merkez bankalarının tahvil alım programları uygulamaları piyasalarda fazla likidite oluşmasına neden olmuştur. Ortaya çıkan bu fazla likit fonların getiri ve faiz oranının yüksek bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. FED'in uyguladığı para politikaları ile para arzının artması sonucunda ABD'de borsalarında hisse senedi ve tahvil fiyatlarının artması, varlık getirilerinin düşmesi ile uluslararası finansal yatırımcılar, gelişen ülkelerdeki daha riskli ve daha yüksek getirili varlıkları almaya yönelmişlerdir. Artan talep gelişen ülkelerde varlık fiyatlarını artırıp, faiz oranlarını düşürerek bir taraftan finansal piyasalarda, diğer taraftan borçlanma maliyetlerinde düşüşler sebebi ile reel sektörde, mal ve hizmet piyasalarında genişleyici etkiler yaratmış, üretimin artmasına yol açmıştır.

Kaynak ihtiyacı içinde olan, cari açık veren, borçluluk oranları yüksek gelişmekte olan ülkeler, kısa vadeli sermayeyi çekmek için yüksek faiz içeren para politikaları uygulamaya sokmuşlardır. Yüksek faiz, düşük kur politikaları ihracat gelirlerinde azalma, ithalat giderinde ise artışa sebep olmuş ve bu ülkelerin cari açıklarını arttırmıştır. Böylece ülkelerin yüksek faiz, yüksek enflasyon sarmalından çıkabilmesi güçleşmiştir.

Yüksek düzeyde kısa vadeli sermaye girişi ile yatırım yapılan ülke parasının değerlenmesi, ülke ihracatını ve büyümeyi olumsuz etkileyip, ithalatı ve tüketimi artırarak talep enflasyonu riskini yükseltmiştir. Bu durum büyüme hedefli politika uygulamalarını güçleştirmiş, bu ülkede kredilerin çok fazla büyümesi ve yerel merkez bankalarının ekonomiyi soğutmak amacı ile faiz artırımları, yerel paranın daha da fazla değerlenmesine yol açarak, ihracatı azaltacak ve büyümeyi düşürücü etkilere sebep olmuştur.

Uluslararası sistemden kaynak sağlamaya çalışan ülkeler, finansal kuruluşlar, reel sektör firmalarının S&P, Moodys ve Fitch kredi derecelendirme kuruluşlarından aldığı notlar ve

yatırım yapılabilirliği ölçütleri de kısa vadeli sermayeyi bünyelerine çekebilmek için önemli olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunlarına çözüm üretebilme kabiliyetleri, CDS puanları bu ülkelerin uluslararası sistemden sağlayabilecekleri kaynağa ulaşabilmelerini kolaylaştırmakta, finansman maliyetini azaltmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin uluslararası piyasalarda hareketi küresel, bölgesel, ulusal finansal sistemin riskli olup olmadığı ile de ilişkilidir. Risk göstergeleri olan VIX endeksi hisse senetlerinin, MOVE Endeksi tahvillerin oynaklığını yatırımcıların takip etmelerine yardımcı olmaktadır. MSCI Endeksi küresel yatırımcıların güvenilir ve yaygın olarak kullandıkları endeks olup, MSCI Emerging Markets Endeksleri, dünya çapında hızla büyüyen ekonomilerdeki getiriyi ölçmeye yardımcı olmak amacıyla oluşturulmuştur. Dünya ekonomisini etkileyen riskli dönemlerde kısa vadeli sermaye yatırımcıları tahvil, altın gibi güvenli yatırım araçlarını tercih etmekte, riskli gördükleri piyasalardan hızla çıkmaktadır.

Gelişen ülkelere akan sermaye hareketleri incelendiğinde bu akımlar içinde sıcak tabir edilen spekülatif sermayenin yoğunluğunun artması dikkat çekicidir. Para arzı ve borçluluk oranı artmış olan dünya ekonomisinde sıcak para yüksek kar peşinde koşan yatırımcılar, hangi ülke yüksek getiri sağlıyor ve ülke riski nispeten az ise, o ülkeye doğru hızla hareket etmektedir. Gelişmekte olan ülkelere gelen kısa vadeli sermayenin önemli bir kısmı ise kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yatırım yapılabilirliği yüksek finansal kuruluşlar, bankalar aracılığı ile ve/veya kurumlaşmış reel sektör firmalarına sağlanan kısa ve orta vadeli krediler ile işletme sermayesi mahiyetinde kaynak sağlamak üzere gelmektedir.

G-20 ülkeleri içinde cari açık veren, gelişmekte olan ülkeler Arjantin, Brezilya, Endonezya, Güney Afrika, Hindistan, Meksika ve Türkiye ekonomisinde finansal krizlerin yaşandığı 1994 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişleri ile büyümeleri, kamu harcamaları, cari dengeleri, enflasyon ve yatırımları etkilenmiştir.

Çalışmanın konusu olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin G-20 ülke ekonomileri üzerine etkileri ile ilgili eşbütünleşme analizi sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki bir birimlik artışın LNGDP'yi pozitif, kamu harcamalarında bir birimlik artış LNGDP'yi pozitif, cari dengede bir artış LNGDP'yi pozitif etkilemektedir. Bu sonuçlar gelişmekte olan G-20 ülkeleri için oldukça anlamlıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ve hükümet harcamalarının dışlandığı eşbütünleşme analizimizde

yatırımlardaki bir birimlik artışın büyümeyi pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Anlamli olarak değerdendirilebilecek bu sonuç modeldeki ülkelerin makroekonomik göstergeleri dikkate alındığında bu ülkelerin yatırım yapılabilirliğı sürdürülebilir seviyede olması ve mevzuat düzenlemelerinin, hukuki altyapının yabancı doğrudan yatırımlar için uyumlu olmasını gerektirmektedir.

Değışkenlerin kısa dönem tahminlerinin incelendiğı analizde $D(LNGDP)$ 'nin birinci gecikmesi enflasyonu pozitif etkilemekte, $D(SRCF)$ 'nin birinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif, enflasyonu pozitif yönde etkilemekte, $D(SRCF)$ 'nin ikinci geçilmesi büyümeyi negatif, cari dengeyi pozitif, yatırımları negatif etkilemektedir. $D(GOV)$ 'nin birinci gecikmesi enflasyonu pozitif yönde etkilemektedir. $D(CAB)$ 'ın birinci gecikmesi kamu harcamalarını negatif, enflasyonu pozitif yönde etkilemekte, $D(CAB)$ 'ın ikinci gecikmesi kısa vadeli sermaye hareketlerini pozitif, kamu harcamalarını negatif yönde etkilemektedir. $D(INF)$ 'un birinci gecikmesi kamu harcamalarını pozitif, enflasyonu negatif, yatırımları ise negatif olarak etkilemektedir. $D(INF)$ ' un ikinci gecikmesi ise enflasyonu negatif yönde etkilediğı tespit edilmiştir.

Değışkenler arasında etki-tepki fonksiyonları incelenmiş kısa vadeli sermaye hareketlerinin diğerdereğışkenler üzerinde, diğerdereğışkenlerin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etki ve tepkisi değerdendirilmiştir.

Granger nedensellik /WALD testi sonuçlarına göre; bağımlı değışken $D(LNGDP)$ cari dengenin, bağımlı değışken CAB ise büyümenin nedeni olduğı tahmin edilmiştir. Cari denge ile büyüme arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin var olduğı, büyüme, enflasyon, yatırımlar bağımlı değışken kamu harcamalarının nedeni olduğı sonucuna ulaşılırken, büyüme ise enflasyonun nedeni olduğı, kısa vadeli sermaye hareketleri ve enflasyon, bağımlı değışken yatırımların nedeni olduğı sonucuna varılmıştır.

Modeldeki lkeler için bu analiz sonuçları değerdendirildiğinde, ekonomi politikası yapıcılarının kısa vadeli sermaye hareketleri ile kamu harcamaları ve cari işlemler dengesindeki artışların büyüme üzerindeki olumlu ilişkisini dikkate alan ekonomi politikaları üretmeleri ve geliştirmeleri gerektiğı ortaya çıkmaktadır. Bu bulgular para politikası ve maliye politikasının eşgüdümünün önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

G-20 lkeleri içinde cari açık veren gelişmekte olan ülkelerde bu ilişkilerin dikkate alınması gerektiğı dikkat çekmektedir. Cari açık veren, borçluluk oranları yüksek gelişmekte olan, kırılgan ekonomik yapıdaki model ülkeler kısa vadede yabancı

tasarruflara duydukları ihtiyaç sebebi ile yatırımlarda bir birim artışın büyümeyi artıracığı sonucunu gösteren eşbütünleşme sonuçları, büyümenin sürdürülebilirliği açısından kısa vadeli sermaye hareketlerinin dışlanmaması gerektiğini göstermektedir. Model ülkelerde politika yapıcılarının ülkenin makroekonomik değerlerinde istikrar sağlayacak politikalar üreterek yapısal sorunlarına çözüm bulmaları, sıcak para olarak ülkeye gelen kısa vadeli sermaye açısından işlem yapılan menkul kıymet borsalarının derinliğini, işlem hacminin artırılması, piyasa oynaklığını ve kısa vadeli sermayenin ani çıkışlarını azaltacaktır. Ayrıca, uluslararası finansal kuruluşlardan konsorsiyumlar ile kısa ve orta vadeli kaynak sağlanmasına yönelik çalışmalar, ülkedeki finansal kuruluşlar ve bankalar aracılığı ile reel sektörde faaliyette bulunan yatırımcı firmalara kısa ve orta vadeli kredi programlarını çeşitlendirmeleri ve geliştirmeleri, kısa vadeli sermayenin istikrarlı olarak ülkede kalması açısından önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- ACAR M., (2009), Düzleştirici ve Özgürleştirici Bir Süreç Olarak Küreselleşme, Orion Kitabevi,
- ACEMOĞLU D., ROBINSON J. A., (2013), Ulusların Düşüşü Güç, Zenginlik ve Yoksulluğun Kökenleri. İstanbul: Doğan Kitap
- ACEMOĞLU D., ÜÇER E. M. (2020). High-quality versus low-quality growth in Turkey: causes and consequences. Turkish economy at the crossroads: Facing the challenges ahead.
- AÇIKGÖZ E., (2008), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Kontrol Etmede Kullanılabilecek Araçlar, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- ADDA J., (2007), Ekonominin Küreselleşmesi, İletişim Yayınları, İstanbul, AFONSO, A. (2003). Understanding the Determinants of Sovereign Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies. Journal of Economics and Finance, 27(1), 56-74.
- AKAD, A. S., (2008), Ödemeler Dengesi Yazıları, Erisim:12/01/2008 <http://akat.bilgi.edu.tr/others/0408-disacik-2.pdf>
- AKBAŞ, Y. E. (2012). Makro Ekonomik Değişkenlerin Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Araştırma. İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 1(2), 59-74.
- AKÇA, E. E., Bal, H., DEMİR, Ö. (2016). Sermaye kontrollerinin etkinliği: Yeni gelişen piyasa ekonomilerinden bazı deneyimler. Imuco 2016, Antalya, 684-694.
- AKÇAY, A. Ö. ve ERETAŞ, F. (2012). Cari açık ve ekonomik büyüme ilişkisinin panel nedensellik analizi ekseninde değerlendirilmesi. Türkiye Ekonomi Kurumu: III. Uluslararası Ekonomi Konferansı'nda sunulan bildiri. İzmir, Türkiye. Erişim adresi: <http://teacongress.org/papers>.
- AKDİŞ M., (2000) Global Finansal Sistem, Finansal Krizler ve Türkiye, Beta Basım Yayım, İstanbul.
- AKDİŞ M., (2002), "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler", Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:7, Sayı:26,
- AKDİŞ M., (2004), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı: 36, Mayıs- Haziran 2004, s. 36-48.
- AKDİŞ M., (2004), Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl:6, Sayı:36, Mayıs Haziran, s.36-48, Denizli.

- AKYÜZ Y., (2011), Küresel Kriz ve Yükselen Ekonomilerde Büyüme ve İstikrar: Çift Şeritli Yol Mu,? Yoksa Yolun Sonu Mu?, İktisat Ve Toplum Dergisi, Sayı.13,
- ALAGÖZ M., IŞIK N., DELİCE G. (2006), Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sinyali Olarak Cari Hesap Göstergeleri, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri: Makale Derlemesi, Arıkan Yayınevi, 348-374.
- ALANTAR, D., (2003) Sıcak Para Hareketleri ve Tobin Vergisi, Yaklaşım Dergisi. Yıl 11, Sayı.130, s.84-90.
- ALÇIN, S., GÜMÜŞOĞLU, N.K. (2019), The Impact Of Capital Flows On Current Account Deficit For Turkey, Journal of Life Economics, E-ISSN;2148-4139, DOI:10.15637/jlecon.6.003
- ALP A., (2000), Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme, İstanbul, Yapı Kredi Yayınları
- APAYDIN, Ş., ŞAHİN, H. (2017). Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli. Politik Ekonomik Kuram, 1, 22-72. doi:10.30586/pek.312914
- ARİYOSHİ, M. A., KİRİLENKO, M. A., ÖTKER, M. I., LAURENS, M. B., KRİLJENKO, M. J. I. C., HABERMEİER, M. K. F., (2000). Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization (No. 190). International Monetary Fund, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm>
- ARSLAN, S., ÇİÇEK, M. (2017). Yabancı Portföy Yatırımları İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye’de Yabancı Sermayenin Vergilendirilmesi. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi (Icmeb Özel Sayı), 292-299, doi:10.17130/ijmeh.2017ICMEB1735453
- ASLAN Ö., KORAP H. L. (2007), Exogenous Characteristics Of Short-Term Capital Flows: Can They Be Under Control Evidence From Turkey. S.B.D., 1-16.
- ASLAN N., TERZİ N., ETZA S., (2014), Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt: 5, Sayı: 10,
- ATO, (2003) ATO’nun 17.04.2003 ve 14.05.2003 tarihli basın açıklaması, www.atonet.org
- AY A., (2001). Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasal Modellerin Başarısını Etkileyen Faktörler, Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 1(2), 125-146.
- AYDIN, H. I., ve YALÇINKAYA, O. (2017). Effects of the Economic Freedoms on The Economic Growth: Evidence from the EU and Comcec Countries (1996-2015) Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, 3, 12-25.

- AYDIN, M.F., (2002) Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Çalışma Tebliğ No:13.
- BEDİR HANOĞLU P. (1999), Asya Krizinden Rusya’ya, Birikim Dergisi, 119, 81-87.
- BALAK, D., (1998), Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türk Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı
- BALTAGİ, B. H., FENG, Q., KAO, C. (2012). A Lagrange multiplier test for cross-sectional dependence in a fixed effects panel data model. Journal of Econometrics, 170(1), 164–177. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2012.04.004>
- BARBIERİ, L. (2006). Panel Unit Root Tests: A Review. Serie Rossa: Economia – Quaderno N. 43. Università Cattolica.
- BARTKIEWICZ, P. (2018). The Impact Of Quantitative Easing on Emerging Markets- Literature Review. Financial Internet Quarterly’e-Finance’, 14(4)
- BAKOVA, R., BÜYÜKTÜRK, C. (2009) Güncel Kambiyo Mevzuatı, İstanbul, İTO Yayınları, 2009
- BANERJEE, A., GUO, X., WANG, H. (2005). On the optimality of conditional expectation as a Bregman predictor. IEEE Transactions on Information Theory, 51(7), 2664–2669. <https://doi.org/10.1109/TIT.2005.850145>
- BAYRAKTUTAN, Y., DEMİRTAŞ, I. (2011). “Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari Açığın Belirleyicileri”, Kocaeli Üniversitesi SBE Dergisi, 22 (2), 1-28.
- BELLİER, İ.S., DEMİRALP, A., (2024) G-20 Ülkelerinde Enflasyon Yakınsaması: Panel Birim Kök Testinden Kanıtlar, Ardahan Üniversitesi İİBF Dergisi, 6(1): 40–47
- BHATTARAI, S., CHATTERJEE, A., PARK, W. Y. (2021). Effects of US Quantitative Easing on Emerging Market Economies. Journal of Economic Dynamics and Control, 122, 104031.
- BİÇEN Ö.F., (2017), Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Ekonomik Büyüme: Yükselen Piyasa Ekonomileri Üzerine Bir İnceleme, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, orcid.org/0000-0003-1021-5198.
- BİRD G., and RAMKISHEN R., (2000), Restraining International Capital Movements: What Does it Mean?., CIES Working Paper No. 14
- BLOOMFIELD A., (1946), Postwar Control of International Capital Movements.", The American Economic Review, 36.2, pp. 687-709.
- BOROTAV, K. (2007). Türkiye İktisat Tarihi (11 b.). Ankara: İmge Kitabevi

- BRAUNSTEIN, S. ve WELCH, C. (Kasım 2002). Financial Literacy: An Overview of Practice, Research, and Policy. Federal Reserve Bulletin, Kasım 2002, 445-457.
- BREUSCH, T., PAGAN, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification tests in econometrics. Review of Economic Studies, 47(1), 239-253. [https:// doi. org/ 10. 2307/ 22971 11](https://doi.org/10.2307/2297111)
- BUSSIÈRE, M. ve MULDER, C. (1999). “External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion.” Erişim: Eylül 2016, IMF Çalışma Tebliği, 88. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/External>
- BYRNE, J. P., FIESS, N., (2011). International Capital Flows to Emerging and Developing Countries: National and Global Determinants, SIRE Discussion Papers 2011-03, Scottish Institute for Research in Economics (SIRE).
- CAŞKURLU, S. İ. (2012), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri ya da Modern Bir Kırmızı Başlıklı Kız Masalı”, Mülkiye Dergisi. C.25.S.229.
- CALVO G. A., LEIDERMAN, L., ve REINHART, C. M., (1993) “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, Inter-American Development Bank Working Paper, No.302.
- CARLSON, M and HERNANDEZ, L (2002) “Determinants and Repercussions of The Composition of Capital Inflows”, Board of Governors of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, Number 717
- CARRIÓN-İ SILVESTRE, J. L., BARRÍO-CASTRO, T. D., LOPEZ-BAZO, E. (2005). Breaking the panels: An application to the GDP Per Capita. The Econometrics Journal, 8(2), 159-175. [https:// doi. org/ 10. 1111/j. 1368- 423X. 2005. 00158.x](https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2005.00158.x)
- CENGİZ Ç., (2018), Sakarya İktisat Dergisi , Cilt 7, Sayı 4, 2018, ss. 1-17
- CHAN, K. C., FUNG, H. G., ZHANG, G. (2009), “On the relationship between Asian credit default swap and equity markets”, Journal of Asia Business Studies, 4(1), 3-12.
- CHEN, J., MANCİNİ, T., SAHAY, R. (2014). “Spillovers from United States Monetary Policy on emerging markets: Different this time?” IMF Working Paper, No. 240.
- CHOONG, C.K, BAHARUMSHAH, A. Z , YUSOP, Z., HABİBULLAH, M. S., (2010), Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis Japan and The World Economy, 107:117
- CİNEL E, (2015). Türkiye’de Döviz Rezervleri Yeterli mi? Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 12, 131-144. Erişim: Mart 2016. <http://dergipark.ulakbim.gov.tr/makusobed/article/view/1098001173/0>

- CLAESSENS S., DOOLEY, M. P., WARNER, A.(1995). Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? The World Bank Economic Review, 153-174.
- CORSETTI G., PAOLO P., NOURIEL R. (1999a), What Caused the Asian currency and Financial Crisis?, Japan and the World Economy, 11, 305-373.
- CORSETTI G., PAOLO P., NOURIEL R. (1999b), Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis, European Economic Review, 43, 1211-1236.
- ÇAKMAK U. (2013), Finansal Kırılganlık Endeksi (Türkiye 1989-2011) ve Yorumlar, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 33(1), 239-260.
- ÇİĞDEM, G.,(2019), Is There A Relationship Between Short-Term Capital Movements And Balance Of Foreign Trade? An Empirical Study on Turkey, Akademik Hassasiyetler, Cilt: 6 Sayı: 11, 353 - 366, 28.05.2019,
- ÇİFTÇİ, N. (2014). Türkiye’de cari açık, reel döviz kuru ve ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler: Eş bütünleşme analizi. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 14(1), 129-142. <https://doi.org/10.18037/ausbd.12816>
- DELİCE G. (2003), Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20, 57-81.
- DEMİR, M., SEVER, E. (2009). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 8, 214-239.
- DE RİVERO O., (2003), Kalkınma Efsanesi: XXI. Yüzyılın Bağımsız Yaşayamayan Ekonomileri, Çev. Ömer Karakurt, İstanbul Çitlembik Yayınları,
- DİREKÇİ, T. B., KAYGUSUZ, S. (2013). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi(9), 28-42.
- DUMAN, Y. K. (2017). Türkiye’de cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki. Sakarya İktisat Dergisi, 6(4), 12-28.
- DURGAN, S. (2016). Türkiye’nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi. Ankara: Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.
- ECB (2010). “The ECB’s response to the financial crisis”, European Central Bank Monthly Bulletin, October, p.59–74.
- EĞİLMEZ M., (2009), Küresel Finans Krizi, Remzi Kitabevi, İstanbul
- EĞİLMEZ M., (2021). Türkiye’nin enflasyon sorunu üzerine. İktisat ve Toplum, 133

- EKREM, B. (2018). Makroekonomik Göstergelerin Cds Primini Açıklama Gücü: Kırılgan Beşli Ülkeleri İçin Bir Panel Ardl Analizi. ICOAEF'18 IV. International Conference on Applied Economics and Finance & Extended with Social Sciences Bildiriler Kitabı, s.487-501.
- ENGLE, R., GRANGER, C. (1987). Cointegration and error correction: Representation, estimation, and testing. *Econometrica*, 55(2), 251–276
- EPSTEİN, G., ILENE, G., SUNDARAM, J. K. (2003). Capital management techniques in developing countries: An assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future. Political Economy Research Insititute Working Paper No. 56.
- ERARSLAN C., (2014), Küresel Finansal Krizin Evrimi: Mortgage Krizinden Avrupa Borç Krizine Nedenleri, Etkileri ve Sonuçları, İstanbul: Der Yayınları
- ERATAŞ F., ÖZTEKİN D., (2010), Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri Türkiye Örneği, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Sayı:2 Cilt: 2,.
- ERDİNÇ Y., (2010), 36/42 Para Harekâtı: Krizlerin Belgesel Romanı., Scala Yayıncılık
- ERER E., ERER D., ÇAYIR M., ALTAY N.O., (2016), “TCMB, FED ve ECB Para Politikalarının Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri: 1994-2014 Dönemi Analizi”, *Sosyoekonomi*, Voume 24, No 29, 2016, pp. 285–305.
- ERGÜL, Ö., (2012), Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü,
- ERKILIÇ, S. (2006), “Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Ankara.
- FAWLEY B. W., NEELY,C.J., (2013), "Four Stories of Quantitative Easing", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), p. 51 -88.
- FELDSTEIN M.(2002), Argentina’s Fall: Lessons from the Latest Financial Crisis, *Foreign Affairs*, 81 (2), 8-14.
- FRATZSCHER, M. (2012). Capital controls and foreign exchange policy. Working Paper 1415, European Central Bank.
- FRATZSCHER, M., LO DUCA, M., STRAUB, R. (2016). “On the international spillovers of US quantitative easing”, *The Economic Journal*, 128 (608): 330–377.
- FRENCH D., RİCARDO D., VD., (1994), International Competitiveness and The Macroeconomics of Capital Account Opening.", 41, 1994, pp.107-123.
- GREENIDGE, K., HOLDER, C., MOORE, A. (2011). Current account deficit sustainability: The case of Barbados. *Applied Economics*, 43(8), 973-984. <https://doi.org/10.1080/00036840802600095>

- GÜNDOĞAN N., (2002), Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerine Etkileri, İ.Ü., Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No: 26, İstanbul, Mart, s.74.
- GÜRİŞ, B. (2019). A new nonlinear unit root test with Fourier function. Communications in Statistics-Simulation and Computation, 48(10), 3056-3062.
- GÜRKAYNAK R. S., KISACIKOĞLU B., LEE S. S., & ŞİMŞEK, A. (2023). Türkiye'nin Enflasyon Tercihleri. Çıkmaz Yol: Dünden Yarına Türkiye Ekonomisi(pp.123-148).İstanbul Bilgi University Press.
- HACIHASANOĞLU B. (2005). Meksika 1994 ve Arjantin 2001-2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi. 1-120. Ankara, Türkiye: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- HADRI, K. (2000). Testing for stationarity in heterogeneous panel data. The Econometrics Journal, 3(2), 148–161. [https:// doi. org/ 10. 1111/ 1368- 423X. 00043](https://doi.org/10.1111/1368-423X.00043)
- HALL, K. (25 Ağustos 2008), The Importance of Financial Literacy. Conference on Deepening Financial Capacity in the Pacific Region, Sidney, Erişim: 25 Aralık 2015, <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2008/sep/pdf/bu-0908-3.pdf>
- HERRMAN, S., WINKLER, A. (2009). Real convergence, financial markets, and the current account—emerging Europe versus emerging Asia. The North American Journal of Economics and Finance, 20(2), 100-123.
- HIGGINS B. (2002), Was ERM Crisis Inevitable?, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City,48(4), 28-40.
- IM, K. S., PESARAN, M. H., SHİN, Y. (1997). Testing for unit roots in heterogeneous panels. Journal of Econometrics, 115(1), 53–74. [https:// doi. org/ 10. 1016/ S0304- 4076\(03\) 00092-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(03)00092-7) (erişim tarihi 20.11.2020)
- IMF (2018) Working Papers, <http://www.brics2018.org.za/previous-summits>, (erişim tarihi 20/11/2020)
- IMF. (2009). Balance of payments and international investment position manual. USA:
- IIF, (2015), The Institute of International Finance, 2015 Raporu, <http://www.maliye.gov.tr>, (erişim tarihi: 13/08/2016)
- İNANCLİ, S., TORUSDAĞ M. (2021), “Cari Açık - Bütçe Açığı ve Faiz Oranı İlişkisi Bağlamında İkiz Açık ve Üçüz Açık Hipotezinin Geçerliliği: 1990-2019 Dönemi Türkiye Örneği”, Sosyoekonomi, 29(50), 299-315.
- İNAN E. A. (2002), Arjantin Krizinin Sebepleri ve Gelişimi, Bankacılar Dergisi, 42,
- İNANDİM Ş., (2005), Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, s. 5-26. 2005.

- IPEK, E., KIZILGÖL, Ö.A. (2016), “Türkiye Ekonomisinde Üçüz Açık/Triple Deficit in Turkish Economy”, *Ege Akademik Bakış*, 16(3), 425.
- JITTRAPANUNJ, T. , PRASARTSET, S. (2009). Hot money and capital controls in Thailand. *Third World network (TWN)*.
- KARANFİL, M., KILIÇ C. (2015), “Türkiye Ekonomisinde Üçüz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Zaman Serisi Analizi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(24), 1-20.
- KANGAL M., (2021), FED’in Para Politikalarının Gelişmekte Olan Ülkeler Üzerine Etkisi, *Haliç Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Eylül 2021, C:4/2,243-246
- KAMINSKY G., REINHART C.M., VEGH C.A. (2003), The Unholy Trinity of Financial Contagion, *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 51-74.
- KAPLAN E., RODRİK D., (2001), Did The Malaysian Capital Controls Work?. NBER Working Paper no. w8142. New York: National Bureau of Economic Research
- KAR, M., KARA, M. A. (2003). “Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, *DTM Dergisi*, Sayı:29,
- KARA A. H. (2008). Turkish experience with implicit inflation targeting. *Central bank review*, 8(1), 1-16.
- KARLUK R., (2013), *Uluslararası Ekonomi*, Beta Yayınları, İstanbul.
- KASMAN A., TURGUTLU E., KONYALI G. (2005). Cari açık büyümenin mi aşırı değerli TL’nin mi sonucudur? *İktisat İşletme ve Finans*, 20 (233), 88-98.
- KAZGAN G., (2005). Küreselleşme ve Ulus Devlet Yeni Ekonomik Düzen Ne Getiriyor? Ne Götürüyor? Nereye Gidiyor? *İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları*, İstanbul
- KİBRİTÇİOĞLU A. (2011), Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001, *Yeni Türkiye Dergisi*, *Ekonomik Kriz Özel Sayısı*, 7(41), 174-182.
- KİNDLEBERGER C., (1965), *İnternational Short Term Capital Movements*, Reptings of Economic Classics, Augustus M. Kelley Publisher, New York
- KIRAN B. (2007). Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XXII(1), 269- 283.
- KIZILKAYA, O. ÖZTUTUŞ, F (2018), “Türkiye’de Üçüz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Nedensellik Analizi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 17(68), 1476-1488.
- KİREYEV, A. (2000). Comparative Macroeconomic Dynamics in the Arab World: A Panel VAR Approach, *IMF Working Paper No:00/54*. [https:// doi. org/ 10. 5089/ 97814 51847 505. 001](https://doi.org/10.5089/9781451847505.001)

- KİYOTAKİ, N., MOORE, J. (2005). Financial deepening. *Journal of the European Economic Association*, 3(2-3), 701-713.
- KRUEGER, A.O. (1983), *Exchange Rate Determination*, Cambridge: Cambridge University Press.
- KRUEGER A.O, TORNELL A. (1999), *The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crises: Mexico 1995-98*, National Bureau of Economic Research,
- KRUGMAN P. (1979), *A Model of Balance of Payments Crises*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 11 (3).
- KUTLAR A., ŞİMŞEK M. (2001) Türkiye’de Bütçe Açıklarının Dış Ticaret Açıklarına Etkileri, *Ekonometrik Bir Yaklaşım: 1984 (4)-2000 (2)*, D.D.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 16, Sayı:1, ss 1-13
- LEBE, F., KAYHAN, S., ADIGÜZEL, U., YİĞİT, B. (2009). The empirical analysis of the effects of economic growth and exchange rate on current account deficit: Romania and Turkey samples. *Journal of Applied Quantitative Methods*, 4(1), 69-81. Retrieved from <http://www.jaqm.ro/index.php>
- LEVİN, A., LIN, C., CHU, C. J. (2002). Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1–24. [https:// doi. org/ 10. 1016/ S0304- 4076\(01\) 00098-7](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(01)00098-7)
- LİBERATİ, P., (2007), “Trade Openness, Capital Openness and Government Size”, *Journal of Public Policy*, 27: 215-247.
- LOVE, I., ZİCCHİNO, L. (2006). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from Panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(2), 190–210. [https:// doi. org/ 10. 1016/j. qref. 2005. 11. 007](https://doi.org/10.1016/j.qref.2005.11.007)
- MADDALA, G. S., WU, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61, 631–652. [https:// doi. org/ 10. 1111/ 1468- 0084. 0610s 1631](https://doi.org/10.1111/1468-0084.0610s1631)
- MASARU Y., SHİRAİ S., (2000), *Policy Recommendations for Preventing Another Capital Crisis*, Technical Background Paper, Asian Development Bank Institute, 7 Temmuz 2000, ss.85’den Aktaran: Delice Güven, “Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Ocak-Haziran 2003, s.60.
- MISHKIN S., F., (1996), *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, Working Paper 5600, National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN S.F., (2001), *Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies*, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research. in *Emerging Market Countries*, NBER Working Papers No: 8087, January

- MİSHKİN, S. F., (2011). “Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis.” *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70.
- MOGHADAM, R. (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Strategy, Policy, And Review Department, International Monetary Fund
- MOON, H. R., PERRON, B. (2004). Testing for a unit root in panel with dynamic factors. *Journal of Econometrics*, 122(1), 81–126. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2003.10.020>
- O’CONNEL, P. G. J. (1998) The overvaluation of purchasing power parity. *Journal of International Economics*, 44(1), 1–19. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(97\)00017-2](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(97)00017-2)
- ORGAN İ., BERK, E., (2016), Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması, *Econ World Working Paper Series*, No.5, s. 13.
- ORGAN, İ., BERK E. (2016). Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye için Tobin Vergisi Tartışması. *EconWorld Working Paper Series*.
- ÖRNEK İ. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *SBF Dergisi*, 63(2), 199-217. [doi:10.1501/SBFder_0000002069](https://doi.org/10.1501/SBFder_0000002069)
- ÖZATAY F. (2016), *Finansal Krizler ve Türkiye*, İstanbul: Doğan Kitap.
- ÖZTÜRK N., BAYRAKTAR Y. (2010). Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar. *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11.
- PARK, D., SHİN, K. (2009). Saving, investment, and current account surplus in developing Asia. *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, (158).
- PAN, W. F.; WANG, X.; XIAO, Y.; XU, W.; ZHANG, J. (2024), “The effect of economic and political uncertainty on sovereign CDS spreads”, *International Review of Economics & Finance*, 89, 143-155.
- PANDEV, R., PASRİCHA, G.K., PATNAİK, I., SHAH, A. (2015). Motivation and capital controls and their effectiveness, *Bank of Canada Working Paper/Document de Travail*, 5.
- PARASIZ İ., BİLDİRİCİ M., (2006), *Modern Konjonktür Teorileri*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1996), “Trade Credit: Theories and Evidence” (No. w5602). National Bureau of Economic Research.
- PEDRONİ, P. (2004). Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled time series tests with an application to the PPP Hypothesis: new results.

Econometric Theory, 20(3), 597–625. <https://doi.org/10.1017/S0266466604203073>

PESERAN, M.H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. Working Papers No. 1229, University of Cambridge.

PETEK, A., ÖZNUR, S., (2021). Doğrudan Yabancı Yatırımların Cari Açık Üzerindeki Etkisi: Türkiye örneği. İzmir İktisat Dergisi, 36 (4), 843-856.

POWELL, J. H. (2015). “Financial institutions, financial markets, and financial stability”, Speech by Mr Jerome H Powell, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, at the Stern School of Business, New York University, New York City, 18 February.

RADELET S., SACHS J. (1998), The Onset of The East Asian Financial Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper, 6688.

RİVERO, O. D. (2003). Kalkınma efsanesi. (Ö. Karakurt, Çev.). İstanbul: Çitlenbik Yayınları.

RODRİK D., VELESCO A., (1999), Short-Term Capital Flows, Annual World Bank Conference On Development Economics World Bank, New York

ROSA C., (2011), “The Validity of the Event-Study Approach: Evidence from the Impact of the FED’s Monetary Policy on US and Foreign Asset Prices”, Economica, Issue 78, 2011, pp. 429 - 439.

ROSKİN, M. G., (2007), Çağdaş Devlet Sistemleri Siyaset, Coğrafya, Kültür. Liberte Yayınları, Ankara

ROUBİNİ, N., WACHTEL, P. (1998). Current account sustainability in transition economies. NBER Working Paper No.6468. National Bureau of Economic Research. U

SADEGHZADEH EMSEN, H., (2021), FED Para Politikalarının Finansal Piyasalara ve Emtia Fiyatlarına Etkileri: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Yapısal Kırılmalı Bir Ekonometrik Analiz, Journal of Economy Culture and Society 2021; 64: 233-255

SALİM, R. A., RAFİQ, S. (2012). Why do some emerging economies proactively accelerate the adoption of renewable energy? Energy Economics, 34(4), 1051–1057. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.08.015>

SARI, S., (2024) Ülke Ekonomilerinde Bir Gösterge Olarak Kredi Temerrüt Takası Makro Belirleyiciler: Türkiye Örneği, Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi. Haziran, s.10-20. / Tokat Gaziosmanpaşa University The Journal of Social Sciences Research. June,

SALAHUDDİN, M., GOW, J., OZTURK, I. (2015). Is the long-run relationship between economic growth, electricity consumption, carbon dioxide emissions and

financial development in gulf cooperation council countries robust? Renewable and Sustainable Energy Reviews, 51, 317–326. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2015.06.005>

SELİMATA S., (2003) Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Active, Eylül-Ekim

SEYİDOĞLU, H., (2013) Uluslararası Finans, İstanbul: Güzem Can Yayınları, No: 27

SHAGİL, A., ZLATE, A., (2014). “Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?” Journal of International Money and Finance, vol. 48B, pp. 221–248. Available at <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.05.015>

SHARMA S. D., (2003), The Malaysian Capital Controls and the Debates on the New International Financial Architecture, Review of Asian and Pacific Studies, 25.2, pp. 1-25.

SHAW, E.S., (1973). Financial Deeping in Economic Development, Cambridge: Harvard University Press

SİMS, C. A. (1980). Macroeconomics and reality. Econometrica, 48(1), 1–48. <https://doi.org/10.2307/1912017>

SMİTH, L. V., LEYBOURNE, S., KİM, T. H., NEWBOLD, P. (2004). More powerful panel unit root tests with an application to the mean reversion in real exchange rates. Journal of Applied Econometrics, 19(2), 147–170. <https://doi.org/10.1002/jae.723>

SMİTH, J. G., (1997), “Exchange Rate Instability and the Tobin Tax”, Cambridge Journal of Economics, Vol. 21, 1997, pp. 744.

SOROS (2003), George, Küreselleşme Üzerine, Bilgi Üniversitesi, İstanbul

STIGLITZ J. (2009), The Global Crisis, Social Protection and Jobs, International Labour Rreview, 148 (1-2), 1-13.

SÜMMEOĞLU O. E, (2010). Uluslararası Rezervler, Türkiye’de Rezerv Yönetimi ve 1990-2009 Döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Uyguladığı Rezerv Yönetim Politikaları. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara.

ŞAHİN, İ. E., MUCUK, M. (2014). The effect of current account deficit on economic growth: The case of Turkey. Paper presented at the 11th International Academic Conference, 24 June, Reykjavik. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/sek/iapro/0301828.html>

ŞENGÖNÜL, A., DEĞİRMEN, S. (2012). Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Türkiye’nin Ekonomik Büyümesine Etkisi: Sermaye piyasası ve Bankacılık Kanalı. 5.20. 2020 tarihinde <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/81651/1/723859345>.

- ŞENGÜL, O. (2023). Cari Açık–Finansal Gelişme İlişkisi: Kırılgan Beşli Örneği. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD), 15(28), 168-179.
- ŞİMŞEK A. R. (2007). Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
- ŞİT, M. ve ALANCIOĞLU, E. (2016). Türkiye’de cari işlemler dengesi ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki: VAR analizi. ASSAM-UHAD, 5, 5-23. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/assam>
- TAYLOR, M.P., SARNO L. (1997). “Capital Flows to Developing Countries: Long And Short-Term Determinants”, The World Bank Economic Review, Vol. 11, 451–70
- TELATAR, O. M., TERZİ, H. (2009). Türkiye’de ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesi ilişkisi. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23(2), 119-134. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/atauniiibd>
- TEPAV, Makroekonomi Çalışma Grubu (2024) “Para Politikası Değerlendirme Notu” 21.01.2024, <https://tepav.org.tr/tr/haberler/s/10698>.
- TEZER, H. (2020). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Makroekonomik Etkisinin İncelenmesi (2008-2018). Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 24 (2), 831-859.
- TOSHBIWAL G.(2012), Brazil and Russia During the Financial Crisis: A Tale of Two Commodity Exporters, Harv. Bus. L. Rev., 2(199).
- TSWAMUNO, D.T., PARDEE, S., ve WUNNAWA, P.W., (2007). “Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience”, International Journal of Applied Economics, 4 (2), 75-89.
- UÇAK, S. (2017). Cari denge ve ekonomik büyüme ilişkisi: Türkiye analizi. Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 15(2), 107-139, Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/cbayarsos>
- UZUN A. M. (2006), Latin Amerika’da Yaşanan Finansal Krizlerin Kriz Erken Uyarı Göstergeleri Açısından Değerlendirilmesi, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri: Makale Derlemesi (211-236), İstanbul: Arıkan Yayınevi.
- UZUNOĞLU S., ALKIN, K. ve GÜRSEL C. F., (1995), Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye”, Ankara: IMKB Araştırma Yayınları, Sayı:6, s. 55- 67, Haziran 1995.
- WADE R. (1998), The Asian Debt and Development Crisis of 1997, Causes and Consequences, World Development, 26 (8), 1535-1553.
- WANG, H. C., HANG, J. T., CHUNG, C. P. (2015). Do short-term international capital inflows drive China’s assetmarkets? The Quarterly Review of Economics and Finance (60), 115-124. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2015.10.006>

- WESTERLUND, J., EDGERTON, D. L. (2007). A panel bootstrap cointegration test. *Economics Letters*, 97(3), 185–190. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2007.03.003>
- VOLZ U. (2005), Pegs, Baskets, and the Importance of Policy Credibility: Lessons of the 1992-93 ERM Crisis, HWWA Discussion Paper 323.
- YAPRAKLI, S.(2007), Enflasyon ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki Türkiye için Eş Bütünleşme ve Nedensellik Testleriyle Bir Analiz, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, cilt.10, sa.2, ss.287-300,
- YAY T., YAY G.G., YILMAZ E. (2001), Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2001-47.
- YAY T, (2003), Gelişmekte Olan Ülkelerin Finansal Entegrasyonu Üzerine Bir Değerlendirme, İktisat Dergisi, Sayı: 438, Haziran 2003
- YELDAN E., (2006), Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, 12. Baskı, İletişim Yayınları, İstanbul
- YELDAN E, (2002), ” Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”, Praksis Dergisi, sayı:7
- YILDIZ N. (2017). G20 Gelişimi, Yapısı, Politikaları, Sosyal Boyutu ve L20. (59), 5-291. Ankara
- YILDIZ, N. (2015). G-20, Küresel Sorunları Çözecek. Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi, 4(9), 64-91.
- YILMAZ, Ö., AKINCI, M. (2011). İktisadi büyüme ile cari işlemler bilançosu arasındaki ilişki: Türkiye örneği. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 15 (2), 363-377.
- ZEREN, F., KILIÇ, D., (2020), Doğrudan Yabancı Yatırımların Hisse Senedi Piyasaları Üzerine Etkisi: G-20 Ülkeleri Örneği, Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi Cilt5/Sayı:1

ÖZ GEÇMİŞ

Ad Soyad: Bingül ARTAN	
Eğitim Bilgileri	
Lisans	
Üniversite	Anadolu Üniversitesi
Fakülte	Açıköğretim Fakültesi
Bölümü	İktisat
Yüksek Lisans	
Üniversite	Sakarya Üniversitesi
Enstitü Adı	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Programı	İktisat
Makale ve Bildiriler	
1. : ARTAN, B. (2024). Büyüyen Küresel Güç BRICS Ülkeleri ve Türkiye'nin Dış Ticareti Üzerine Etkileri, Sakarya Üniversitesi İktisat Dergisi, 13(2), 35-57.	
2. ARTAN, B. (2024). Dış Ticarete Kabul Kredisinin Firma, Banka ve Ülke Ekonomisi Üzerine Etkileri, İzmir Democracy University Social Sciences Journal, 7(2), 179-197. https://doi.org/10.61127/idosos.1504739	
3. ARTAN B., (2017), BRICS Ülkeleri ve Türkiye'de 2000-2016 Yılları Arasında Tasarruf İhtiyacı ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri'nin Büyümeye Etkisi, I. Uluslararası Ekonomi, Finans ve Ekonometri Öğrenci Sempozyumu (EFEOS), Bildiri Kitabı, sayfa 20	
4. ARTAN B., (2019), Kabul Kredilerinin Bankalar ve İhracatçı Reel Sektör Firmalarına Bilanço Etkileri, 6. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi, Niğde, Bildiriler Kitabı, sayfa 522,	
5. ARTAN B., EROL Z., (2013) Durdurun Anayasayı Binecek Var! Yeni Anayasa Yolculuğunda STK'ların Etkisi ve Önemi (Sakarya Sivil Toplum Platformu Örneği), Çanakkale 18 Mart Üniversitesi Biga İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 8. Uluslararası Sivil Toplum Kuruluşları Panel Bölümü, Bildiriler Kitabı, sayfa 197	