

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA PROGRAMI

KISA VADELİ YABANCI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE
EKONOMİSİNE ETKİSİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

DOKTORA TEZİ

Zafer ADALI

EKİM-2024

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOKTORA PROGRAMI

KISA VADELİ YABANCI SERMAYE AKIMLARININ TÜRKİYE
EKONOMİSİNE ETKİSİ: EKONOMETRİK BİR ANALİZ

DOKTORA TEZİ

Zafer ADALI

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE

EKİM-2024

TRABZON

ONAY

Zafer ADALI tarafından hazırlanan “Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Türkiye Ekonomisine Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz” adlı bu Çalışma 31/10/2024 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı’nda **doktora tez** olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi		Karar		İmza
Unvanı - Adı ve Soyadı	Görevi	Kabul	Ret	
Prof. Dr. Rahmi YAMAK	Başkan	☐	☐	
Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE	Üye	☐	☐	
Prof. Dr. Murat Can GENÇ	Üye	☐	☐	
Prof. Dr. Servet CEYLAN	Üye	☐	☐	
Doç. Dr. Orhan ŞİMŞEK	Üye	☐	☐	

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

Prof. Dr. Haydar AKYAZI

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca KTÜ-Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu'na uygun olarak hazırlanan bu Çalışmada bana ait olmayan her türlü ifade ve bilginin kaynağına eksiksiz atıf yapıldığını aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Zafer ADALI

31/10/2024

ÖNSÖZ

Serbestleşme döneminde kısa vadeli yabancı sermaye akımları, gelişmekte olan ekonomilerin ekonomik performansını önemli ölçüde etkileyen bir faktör olarak ön plana çıkmıştır. Tasarruf yetersizliği, bütçe cari açıkları ve teknoloji yetersizliği olan gelişmekte olan ülkeler, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını geri çekecek uygulamaları hayata geçirmişlerdir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının kullanım şekli, ülkede kalış süresi, büyüklüğü, ülkenin görünümü, giriş ve çıkış anındaki küresel ekonomi, ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerini farklılaştırmaktadır. Bu faktörler göz önünde bulundurularak, bu çalışmada yoğun liberalleşme hareketleri yaşayan ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını çekmek isteyen Türkiye ekonomisi analiz edilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisinde kalıcı iyileşmelere yol açıp açmadığının araştırıldığı çalışmanın bulgularının bu alandaki araştırmacılar ve politika yapıcılar için faydalı olması beklenmektedir.

Doktora tezi gibi yoğun emek ve zaman isteyen bir sürecin tek başına yürütülmesi mümkün değil ve doktora süreci bir araştırmacı için hamlıktan olgunluğa geçişin yaşandığı bir zaman dilimidir. Doktora sürecimde, iktisat nedir, bir iktisatçının hayata nasıl bakması ve yorumlaması gerektiğini, araştırmanın nasıl yapılacağını ve bir akademisyeni ilgilendiren her unsuru cömertçe bana aktaran ve verdikleri tavsiyelerle her alandaki gelişimde büyük rol oynamış başta danışmanım Sayın Prof. Dr. Yakup KÜÇÜKKALE'ye, Sayın Prof. Dr. Rahmi YAMAK'a ve Sayın Prof. Dr. Murat Can GENÇ'e sonsuz teşekkürü bir borç bilirim. Hocalarımdan tedrisatından geçme onuruna eriştiğim için kendimi şanslı hissettiğimi belirtmek isterim. Tez jürimde bulunan Sayın Prof. Dr. Servet CEYLAN'a ve Sayın Orhan ŞİMŞEK'e fikir ve önerileriyle çalışmanın daha iyi bir noktaya gelmesine katkıda bulundukları için teşekkür ederim. Bunun yanında, tezimi okuyup fikirlerini paylaşan, tezime katkı sunan çok sayıdaki çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim. Eğitim hayatım boyunca üzerimde sonsuz emeği olan, tüm aileme minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

Ekim, 2024

Zafer ADALI

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER	V
ÖZET.....	IX
ABSTRACT	X
TABLolar LİSTESİ.....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XIII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XVI
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL SERBESTLEŞME	4
1.1. Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşmenin Tarihi Gelişimi	5
1.2. Küreselleşmenin Boyutları.....	13
1.2.1. Ekonomik Boyutta Küreselleşme	13
1.2.2. Ticari Küreselleşme.....	14
1.2.3. Finansal Küreselleşme.....	15
1.2.3.1. İç Finansal Serbestleşme	17
1.2.3.2. Dış Finansal Serbestleşme	18
1.2.4. Üretimin Küreselleşmesi	21
1.2.5. Küreselleşmenin Siyasi ve Kültürel Boyutu.....	22
1.3. Küreselleşmeye Yönelik Görüşler	23
1.3.1. Aşırı Küreselciler (Hyperglobalist)	23
1.3.2. Küreselleşme Karşıtları	24
1.3.3. İlimli Küreselleşmeciler –Dönüşümcüler (Transformationalist).....	26
1.4. Finansal Serbestleşme ile İlgili Teorik Yaklaşımlar	26
1.4.1. McKinnon-Shaw Teoremi	26
1.4.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım	29
1.4.3. Yeni Yapısal Yaklaşım.....	30
1.5. Finansman Kaynakları	32
1.5.1. Vadelerine Göre Finansman Kaynakları	33
1.5.1.1. Kısa Vadeli Finansman Kaynakları	33
1.5.1.2. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları	33
1.5.2. Kullanım Yöntemine Göre Finansman Kaynakları	35
1.5.2.1. Proje ve Program Kredileri.....	35

1.5.2.2. Serbest ve Bağlı Krediler.....	36
1.5.2.3. İhracat Kredileri.....	36
1.5.2.4. Savunma Kredileri	36
1.5.2.5. Ticari Krediler ve Ticari Banka Kredileri.....	37
1.5.2.6. Re-Finansman (Röfinansman) Kredileri	37
1.5.3. Kaynağın Transfer Olduğu Kesime Göre Sınıflandırma	38
1.5.3.1. Kamu Kesimi Kredileri	38
1.5.3.2. Özel Sektör Kredileri.....	39
1.5.4. Finansman Kaynağına Göre Sınıflandırma	39
1.5.4.1. AB Kaynaklı Krediler	39
1.5.4.2. Diğer Yurtdışı Kaynaklı Krediler.....	40
1.5.5. Özel ve Resmi Sermaye Hareketleri.....	41
1.5.5.1. Doğrudan Yatırımlar	41
1.5.5.2. Resmi Sermaye Hareketleri.....	42

İKİNCİ BÖLÜM

2. KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ	43
2.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermayeyi Açıklamaya Yönelik Teoriler	45
2.1.1. Mundel-Fleming Modeli	45
2.1.2. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı	49
2.1.2.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi	51
2.1.2.2. Güvencesiz Faiz Haddi Yaklaşımı.....	52
2.1.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı	53
2.2. İktisat Okullarının Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Düşünceleri.....	57
2.2.1. Klasik İktisat ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	57
2.2.2. Keynesyen Ekol ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	61
2.2.3. Çağdaş İktisadi Ekollerde Kısa Vadeli Yabancı Sermaye.....	63
2.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler	64
2.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen İç Faktörler	65
2.3.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Dış Faktörler	68
2.4. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenlere Etkisi.....	72
2.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Enflasyona Etkisi	72
2.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Tasarruflara, Yatırımlara ve Tüketime Etkisi	77
2.4.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi.....	82
2.4.4. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Dengesine Etkisi	88
2.4.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İstihdama Etkisi	91
2.4.6. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Faizlere Etkisi.....	93
2.4.7. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi.....	98

2.4.8. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuruna ve Rezervlere Etkisi	101
2.5. Kısa Vadeli Yabancı Sermayeye Yönelik Önlemler.....	106
2.5.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerine Karşı Alınan Kontroller.....	109
2.5.1.1. Doğrudan Kontroller	109
2.5.1.2. Dolaylı Kontroller	110
2.5.1.2.1. Tobin Vergisi.....	111
2.5.1.2.1.1. Tobin Vergisi'nin Kavramsal Çerçevesi.....	111
2.5.1.2.2. Spahn Vergisi	116
2.5.1.2.3. Sterilizasyon Yöntemi	116
2.5.2. Sermaye Kontrolüne Dönük Diğer Önlemler	118

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE KRİZLER.....	119
3.1. 1980 Öncesi Dönemin Genel Görünümü	120
3.2. 1980-1983 Dönemi	124
3.3. 1984-1989 Dönemi	125
3.4. 1994 Krizi Öncesindeki Genel Durum.....	128
3.5. 1994 Krizi	131
3.6. 5 Nisan Kararları	133
3.7. Kasım 2000 Krizi	134
3.8. Şubat 2001 Krizi	137

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. LİTERATÜR TARAMASI	139
4.1. Türkiye Ekonomisi Üzerine Çalışmalar	139
4.2. Diğer Ülke ve Ülke Gruplarına Yönelik Çalışmalar	152

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. VERİ VE METODOLOJİ.....	158
5.1. Veri	158
5.2. Metodoloji.....	159
5.2.1. Eş Bütünleşme Testleri.....	159
5.2.1.1. Fourier ADL Eş Bütünleşme Testi.....	162
5.2.1.2. Fourier Shin Eş Bütünleşme Testi.....	163
5.2.1.3. Granger ve Yoon (2002) ve Hatemi-J ve Irondoust (2012) Saklı Eşbütünleşme Analizi.....	165
5.2.1.4. Asimetrik/Saklı Fourier ADL Eş bütünleşme Testi	167
5.2.2. Nedensellik Analizleri.....	169

5.2.2.1. Hacker-Hatemi-J Bootstrap Nedensellik Analizi	171
5.2.2.2. Fourier Granger Nedensellik Analizi	172
5.2.2.3. Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi	173
5.2.2.4. Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Analizi	175
5.2.2.5. Zamanla Değişen Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi	177
5.2.2.6. Breitung –Candelon Frekans Alanında Nedensellik Analizi	179
5.2.3. Tam Değiştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (FMOLS) ve Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi (DOLS) Tahmincileri	181
5.2.4. Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli.....	182
5.2.4.1. Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonu Analizi.....	183

ALTINCI BÖLÜM

6. BULGULAR	187
6.1. Durağanlık Analizi	187
6.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları	194
6.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Asimetrik İlişkiye Dair Analiz Bulguları	204
6.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları	220
6.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları	226
6.5. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları	239
6.5.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları	244
6.6. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları	254
6.6.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları	259
SONUÇ VE ÖNERİLER	269
KAYNAKÇA	278
EKLER.....	312
ÖZGEÇMİŞ.....	367

ÖZET

Sürdürülebilir, güçlü ve sağlam büyüme stratejileri, hükümetlerin karşılaştığı zorluklardan biri olmuştur. Ekonomik performansı arttırmak için, literatürde çeşitli teorik çerçeveler, kılavuzlar ve politika yönergeleri önerilmiş ve uygulanmıştır. Uygulamalar ve teorik çerçeveler incelendiğinde, yeterli tasarruf veya farklı yollarla tasarruf elde etmek ve üretmek, öncelikle ekonomik büyümenin belirleyicileri olmuştur. Bununla birlikte, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler, tasarrufları ve ekonomik performansı azaltan ciddi kemikleşmiş darboğazlarla karşılaşmaktadır. Küreselleşme ve ticaretin, finansmanın ve üretimin serbestleştirilmesi, son 60 yıla bakıldığında, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüme projeksiyonu ile ilgili sorunlarının aşılmasında reçete olarak ilan edilmiştir. Küreselleşme ve ekonomi üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması sayesinde, çeşitli teori ve görüşler, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerin ekonomik büyüme için gerekli altyapı ve üretime yatırım yapmak üzere yeterli yabancı sermayeye ulaşabileceğini iddia etmektedir. Yabancı sermaye girişlerinde en çok tartışılan ve etkili olan faktörlerden biri, kısa vadeli yabancı sermaye girişleri olmuştur. 1980'lerden bu yana, finansal serbestleşme yoğun bir şekilde gündeme gelmiş ve kısa vadeli yabancı sermaye fonlarındaki her türlü dalgalanma gelişmekte olan ülkelerin ekonomik performansını belirlemiştir.

Türkiye, kısa vadeli yabancı sermaye fonlarının ekonomideki rolünün en temel örneklerinden biridir. Bu bağlamda, çalışma 2003:Q3-2022:Q3 dönemi boyunca kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin seçilmiş beş makroekonomik faktör olan; Merkez Bankaları döviz rezervi, nominal döviz kuru, GSYİH ve Tüketici Fiyat Endeksi üzerindeki etkisini araştırmaya çalışmıştır. Kanıtlara ulaşmak için simetrik, asimetrik ve farklı frekanslara dayalı çeşitli ekonometrik yöntemler kullanılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri makroekonomik değişkenler üzerinde farklı şekil, güç ve büyüklükte etkiler yaratmaktadır. Yapılan tahminler sonucunda, Türkiye ekonomisinin liberalleşme ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını destekleyen görüşlere uygun bir süreç yaşamadığı savunulmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri nedeniyle enflasyon, nominal döviz kuru ve GSYH'de beklenen iyileşmeler kalıcı olmamaktadır. Değişkenler arasındaki etkileşimin simetrik alandan ziyade asimetrik alanda daha belirgin olduğu da çalışma bulguları arasındadır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin rolünün aşırı sermaye bolluğu ve kıtlığı gibi ekstrem dönemlerde daha görünür olduğu tespit edildiğinden, çalışmada politika yapıcılara uzun vadeli sermaye girişlerini harekete geçirip davet etmeleri ve yurtiçi tasarrufu artırmaya yönelik politikalar uygulamaları tavsiye edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Girişi, Simetrik ve Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları, Ekonomik Büyüme Stratejisi

ABSTRACT

Sustainable, strong, and robust growth strategies have been one of the challenges governments encounter. Various theoretical frameworks, guidelines, and policy directions have been proposed and implemented in the literature to enrich economic performance. As for viewing the applications and theoretical frameworks, adequate savings or achieving and generating savings through different paths have been primarily irreparable determinants of economic growth. However, the developing and least developing countries encounter severe ossified bottlenecks, which dampen savings and economic performance. Globalization and the liberalization of trade, finances, and production have been announced as the overcoming of the developing and least developing countries' issues related to economic growth projection over the six decades. With the help of globalization and removing restrictions on the economy, various theories and views claim that developing and least developing countries can achieve adequate foreign capital to invest in the required infrastructure and production for economic growth. Short-term foreign capital inflows have been one of the most discussed and influential factors in foreign capital inflows. Since the 1980s, financial removal has been intensely lifted, and any fluctuation in short-term foreign capital funds has determined the economic performance of developing countries.

Türkiye is one of the most essential examples of the role of short-term foreign capital funds in the economy. Within this context, the study has endeavored to investigate the effect of the short-term foreign capital inflows on the five selected macroeconomic factors named the Central Banks' foreign reserve, the nominal exchange rate, the real effective exchange rate, GDP and Consumer Price Index over the period between 2003:Q3-2022:Q3. Various econometric methods based on symmetric, asymmetric, and different frequencies have been employed to reach the evidence. Short-term foreign capital inflows promote varying shapes, strengths, and sizes of influence on macroeconomic variables. As a consequence of the estimations, it is argued that the Turkish economy has not experienced a process in line with the views favoring liberalization and short-term foreign capital flows. The expected improvements in inflation, nominal exchange rate, inflation, and GDP due to short-term foreign capital inflows are not permanent. It is also among the study findings that the interaction between variables is more pronounced in the asymmetric rather than symmetric area. As the role of short-term foreign capital inflows has been detected as more visible in extreme periods such as excessive capital abundance and scarcity, the study recommended that policymakers may mobilize and invite long-term capital inflows and implement policies aimed at increasing domestic savings.

Key Words: Short-Term Foreign Capital Inflow, Symmetric and Asymmetric Impulse-Response Functions, Economic Growth Strategy

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo Nr.	Tablo Adı	Sayfa Nr.
1	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarını Etkileyen İç ve Dış Faktörler	72
2	Vergi Oranları ile Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranı Arasındaki İlişki	112
3	Tanımlayıcı İstatistikler	158
4	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları	195
5	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Nedensellik Analizlerinin Bulguları	199
6	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları	206
7	FMOLS ve F-FMOLS Uzun Dönem Katsayıları	207
8	FMOLS ve F-FMOLS Kısa Dönem Katsayıları	207
9	DOLS ve F-DOLS Uzun Dönem Katsayıları	208
10	DOLS ve F-DOLS Kısa Katsayıları	208
11	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları	213
12	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları	221
13	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik Analizi Bulguları	222
14	Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları	226
15	FMOLS ve F-FMOLS Uzun Dönem Katsayıları	227
16	FMOLS ve F-FMOLS Kısa Dönem Katsayıları	227
17	DOLS ve F-DOLS Uzun Dönem Katsayıları	227

Tablo Nr.	Tablo Adı	Sayfa Nr.
18	DOLS ve F-DOLS Kısa Katsayıları.....	228
19	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları.....	233
20	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE için Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları	240
21	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE ARASINDAKİ Rezervleri Arasındaki Nedensellik Analizlerinin Bulguları.....	242
22	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları	245
23	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Reel Efektif Döviz Kuru İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları.....	249
24	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları	255
25	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYİH Kuru için Nedensellik Analizi Sonuçları	256
26	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYİH Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları	259
27	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları	263

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil Nr.	Şekil Adı	Sayfa Nr.
1	Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Enflasyon Oranına Etkisi	74
2	Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Enflasyona Etkisi	75
3	Kısa Vadeli Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki İlişki.....	75
4	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Yatırım ve Tasarruf Üzerindeki Etkisi.....	81
5	Yoksulluk Tuzağı.....	82
6	Kısa Vadeli Sermaye Akımları İle Ekonomik Büyüme Arasındaki Etkileşim.....	87
7	Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İstihdama Etkisi.....	92
8	Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Faiz Oranına Uzun Dönemde Etkisi.....	96
9	Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Döviz Kuruna Olan Etkisi.....	101
10	Sabit Döviz Kuru Rejimi Uygulandığında Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Nominal Döviz Kuruna ve Rezervlere Etkisi.....	103
11	Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Dış Ticaret Sonrası Cari İşlemler Dengesine Etkisi	104
12	Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları	198
13	Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları	201
14	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları	203
15	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları.....	209
16	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	214
17	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	216

Şekil Nr.	Şekil Adı	Sayfa Nr.
18	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları	222
19	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları	224
20	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru için Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları	225
21	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları Nominal Döviz Kuru Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları	230
22	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları	234
23	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	235
24	Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları	241
25	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları	243
26	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları	243
27	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları.....	247
28	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	250
29	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Asimetrik Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları.....	251
30	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları	256
31	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları	257
32	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Asimetrik Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları.....	258

Şekil Nr.	Şekil Adı	Sayfa Nr.
33	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları.....	261
34	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	264
35	Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH için Asimetrik Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları.....	265



KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADF	: Augmented Dickey-Fuller Test-Genişletilmiş Dickey-Fuller
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
ARDL	: Autoregressive Distributed Lag- Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif
BİST	: Borsa İstanbul
BP	: Ödemeler Bilançosu Dengesi
COS	: Kosinüs
DOLS	: Dinamik En Küçük Kareler
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DYY	: Doğrudan yabancı yatırım
ECM	: Error Correlation Model-Hata Düzeltme
EKK	: En Küçük Kareler
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması
EVDS	: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FADF	: Fourier ADF
FADL	: Fourier ADL-Fourier Otoregresif Gecikmesi Dağıtılmış
FKPSS	: Fourier KPSS
FMOLS	: Fully Modified OLS- Tam Değiştirilmiş En Küçük Kareler
GATT	: Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması
GMM	: Generalized Method Of Moments –Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GSYH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
GSYHNEG	: Gayrisafı Yurtiçi Hasıla Negatif Bileşenleri
GSYHPOZ	: Gayrisafı Yurtiçi Hasıla Pozitif Bileşenleri
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IS	: Mal Piyasasında Denge
KFG	: Krugman Flood Garber Modeli
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
KPSS	: Kwiatkowski Phillips Schmidt Shin
KVSH	: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri
KVSHNEG	: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Negatif Bileşenleri

KVSHPOZ	: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Pozitif Bileşenleri
LİBOR	: Londra Bankalararası Faiz Oranı
LM	: Para Piyasasında Denge
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşması
NARDL	: Nonlinear Autoregressive Distributed Lag-Linear Olmayan Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PP	: Philips-Perron
SİN	: Sinüs
SVAR	: Structural Vector Autoregression- Yapısal Vektör Otoregresif
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜFENEG	: Tüketici Fiyat Endeksi Negatif Bileşenleri
TÜFEPOZ	: Tüketici Fiyat Endeksi Pozitif Bileşenleri
USD	: Amerikan Doları
USDNEG	: Amerikan Doları Negatif Bileşenleri
USDPOZ	: Amerikan Doları Pozitif Bileşenleri
VAR	: Vector Autoregression- Vektör Otoregresif
vd.	: Ve diğerleri
WTO	: Dünya Ticaret Örgütü
DTÖ	: Dünya Ticaret Örgütü

GİRİŞ

Yaklaşık altmış yılı aşkın bir süredir meydana gelen sosyal, politik ve ekonomik olaylar, dönüşümler ve bakış açılarındaki değişiklikler, dünya iktisat tarihi üzerinde hayati bir etkiye sahip olmuştur. Küreselleşme kavramı ve bununla bağlantılı finans, üretim, ekonomik ve uluslararası ticaretin liberalizasyonu kavramları, tüm ekonomiler üzerinde önemli bir etkiye sahip olmuştur. Literatürde küreselleşmenin rolü ve etkisi ile küreselleşme üzerine tartışmalı teorik çerçeveler, görüşler ve ampirik araştırmalar oldukça fazla sayıdadır. Özellikle de küreselleşme çerçevesinde ilerleyen liberal politikaların işleyişine ve etkilerine dair tartışmalar önemli bir yer kaplamaktadır. Ana akım olarak ifade edilebilecek olan görüş, liberalleşme politikalarının ekonomik büyüme ve kalkınma üzerine olumlu etkileri olacağını savunurken karşıt görüş, gelişmekte olan ülkelerin liberalleşme hareketleri nedeniyle ekonomik krizler yaşamaya yatkın olduğunu iddia etmekte ve görüşlerini doğrulamak için gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizleri örnek göstermektedir. Bu bağlamda da finansal liberalizasyon en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Liberalleşme hareketi içinde belki de en çok tartışılan alan finansal liberalizasyon olmuştur.

Finansal liberalizasyonu destekleyici görüşler, gelişmekte olan ülkelerin yetersiz tasarruf ve teknoloji ile karşılaştığını, bu durumun ise bir kısır döngüye neden olduğunu savunmaktadır. Bu kısır döngüyü aşmak için gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye kullanabilmektedir. Yabancı sermaye hareketleri, başta kısa ve uzun vadeli olmak üzere çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları, en çok arzu edilen yabancı sermaye hareketleri olarak kabul edilen uzun vadeli yabancı sermaye hareketleridir. Doğrudan yabancı yatırım (DYY), yabancı yatırımcıların veya finansal kuruluşların bir ülkede yeni bir fabrika veya işletme kurması, mevcut bir firmayı satın alması, kurulu bir firmanın sermayesini artırması veya bir firmaya başlangıç sermayesi sağlamasıdır. Portföy yatırımları, hisse senedi yatırımları ve devlet tahvilleridir. Ancak gelişmiş ülkeler arasında uzun vadeli yabancı sermaye hareketleri gerçekleşirken gelişmekte olan ülkelerdeki yabancı sermaye hareketleri genellikle kısa vadeye dayanmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri, bir yıldan daha kısa süreli kaynak girişleri ile karakterize edilirken faiz arbitrajı altında hareket etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki finansal serbestleşme kapsamında finansal piyasalar ve sermaye hareketleri üzerindeki engeller ve kontroller, politika yapıcılar tarafından azaltılmış veya yürürlükten kaldırılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin gelecekte yeterli fon yaratan gerekli yatırım malları ve üretken alanlar için kullanılması beklenmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının beklenen olumlu etkileri, birçok faktöre bağlıdır. Gelen fonların öncelikli olarak hangi alanlarda kullanıldığı, politika

yapıcıların bakış açısı, ekonominin genel görünümü ve yabancı sermayenin ülkede kalış süresi, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki etkisini farklılaştırmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini birincil cari işlemler ve bütçe açığı olarak kullanması, bu ülkelerin kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine daha bağımlı, iç ve dış şoklara karşı daha duyarlı olmasına neden olmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları tersine döndüğünde sermaye girişleri sırasında yapısal kırılganlıkları derinleşen gelişmekte olan ekonomiler, yıkıcı etkileri olan krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke içerisinde kullanım niteliği ve ülke ekonomisinin yapısal durumu kadar bu sermaye akımının ülkede kalma süresi, miktarı, dış ve yerel olmak üzere politik, ekonomik ve sosyal şoklar karşısında göstermiş olduğu tepki, ülke ekonomilerinin ekonomik performanslarına etkisini değiştirebilmektedir. Bu bağlamda ülkelerin finansal serbestleşme hareketleri sonrasında tecrübeleri, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerin makro iktisadi değişkenlerdeki etkisini görmek açısından yararlıdır. Türkiye ekonomisinin son elli yılının incelenmesi, finansal serbestleşme ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının bir ülke ekonomisine etkisini görmek açısından önemli bir örnektir. 24 Ocak Kararları ile serbestleşme politikalarının işlevsellik kazandığı ekonomide 1989 yılında “Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar” ile sermaye hareketleri üzerindeki engeller kaldırılmıştır. Bu tarihten itibaren Türkiye, ekonomisi yabancı sermaye akımları ile büyüyen ve yabancı sermayeyi bütçe ve cari açık finansmanlarında kullanan bir ülke olarak tarihteki yerini almıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına bağlı bir ekonomik yapı, ülke ekonomisinin kırılganlığını artırarak krizlere yatkın bir görünüm kazanmasına yol açmıştır. Bunun etkisi ise 1990’lardan 2001 yılına kadar ülke ekonomisinde bir dizi krizin yaşanmasıyla görülmüştür. 2001 yılında Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile yapısal sorunlar çözülmeye çalışılsa da günümüzde hala ülke ekonomisi, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına bağlı bir performans sergilemektedir. Bu durum, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını içeren çalışmaların hem ulusal hem de uluslararası literatürdeki öneminin korunmasına kaynaklık etmektedir.

Bu çalışmada 2003:Q3-2022:Q3 dönemi için kısa vadeli yabancı akımlarının Türkiye ekonomisi üzerine etkisi seçili makroekonomik değişkenler özelinde irdelenecektir. İncelenen dönem içerisinde hem Türkiye ekonomisinde hem de küresel piyasalarda birçok olumlu ve olumsuz şoklar ortaya çıkmış ve bu şokların etkisi, ekonomiler üzerinde hissedilmiştir. Bu açıdan incelenen dönemin karakteristik özelliği, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine etkisinin incelenen zaman aralığında değişim göstermesine yol açtığı düşünülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının miktarı, ülkede bulunma süresi, çıkış zamanlarında ekonomiye etkisinin farklılık göstermesi ve ele alınan dönem içerisinde gerçekleşen dış ve iç kaynaklı durumlar araştırmada uygulanan ekonometrik yöntemlerin belirlenmesinde önemli rol oynamıştır. Ayrıca kısa vadeli yabancı sermaye akımları girişi ve çıkışında ekonomik ve finansal değişkenlerin birbiriyle geri beslemeli karmaşık tepki ve etkiler sunması, uygulanan yöntemlerin içeriğinin

oluşmasında etkili olmuştur. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının seçili makroekonomik değişkenlere etkisi, bu doğrultuda ayrı ayrı modellenerek doğrudan göz önüne serilecektir. Bu amaç doğrultusunda simetrik ve asimetrik bulgular sunan zaman serisi yöntemlerinden yararlanılmıştır. Simetrik ve asimetrik zaman serisi yöntemlerinin kullanılması, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında yaşanan pozitif ve negatif şokların değişkenlerdeki etkisini ortaya koyarak politika yapıcıların farklı durumlarda uygulayacakları politikaları belirlemesi açısından önemli kılacaktır. Ayrıca incelenen dönemin alt dönemlerinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisinin farklılaşabileceği durumu ve etkinin farklı frekans alanlarında değişim göstermesi düşüncesi, ekonometrik yöntemlerin belirlenmesi açısından yol gösterici olmuştur. Bu bilgiler ışığında kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşim, simetrik ve asimetrik zaman serisi yöntemleri ile zamana bağlı değişen ekonometrik yöntemler uygulanarak araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde küreselleşme ve yabancı sermaye akımları kavramı açıklanmıştır. İkinci bölümde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına ait teorik görüşler ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisini kapsayan teoriler üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde Türkiye ekonomisinin ve diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerin serbestleşme politikaları akabinde yaşadıkları kriz tecrübelerine yer verilerek kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomilerine etkileri saptanmaya çalışılmıştır. Dördüncü bölümde konuyla alakalı literatürde kullanılan veriler ve uygulanan zaman serisi modelleri açıklanmıştır. Beşinci bölümde ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının seçili makroekonomik değişkenlere etkilerinin analiz bulguları ve yorumlanması gerçekleştirilmiştir. Son bölüm ise çalışmanın genel değerlendirmesine ve politika önerilerine ayrılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL SERBESTLEŞME

Küreselleşme, günlük hayata dair konuşmalarda sıklıkla kullanılan bir kavramdır. Bu kavram 400 yıldır farklı boyutlarda hissedilirken küreselleşme olgusu ilk olarak 1960'lı yıllarda ortaya çıkmış ve 1980'li yıllarda kullanımı artmıştır. 1990'lı yıllara gelindiğinde ise yaşanan çağ küreselleşme kelimesinin uyardığı birçok unsur tarafından çepeçevre kuşatılmış hale gelmiştir. Dünya tarihinin son 60 yılı bu kavram üzerindeki tartışmalar üzerinden geçmiştir (Appadurai, 2001). 1960'lı yıllarda önce gelişmiş ülkeler, 1980'li yıllarda ise gelişmekte olan ülkeler aşamalı olarak gönüllü veya dayatılarak küreselleşme uygulamalarını hayata geçirmiştir (Bozkurt, 2000). 1991 yılında Sovyetler Birliğinin yıkılması ardından ise demir perde ülkeleri ekonomilerini, sosyal ve siyasal hayatlarını dünya düzenine uyum sağlamak adına devrimsel değişime uğratmışlardır (Seyrek, 2002). Günümüz dünyasında Kuzey Kore ve Küba dışında geri kalan ülkeler küreselleşmiş bir dünya düzeninin içinde yaşamaktadır. Çin tek parti rejimine bağlı olmasına rağmen 1970'li yıllardan itibaren ekonomisini dışa açması sonucunda sosyal ve politik boyutta olmasa bile ekonomik boyutta küreselleşmiş bir ekonomidir. Küreselleşmenin bir simgesi olan Coca-Cola markası yanında dünyanın her köşesinde bir malın etiketinde "Made in China" yazısı görmek mümkündür. Küreselleşmenin farklı kanallar üzerinden gerçekleşmesi ve etki yelpazesinin çok geniş olması bu kavramın tanımlanmasını zorlaştırmaktadır. Bu kavramı tanımlayan kişinin meşgul olduğu bilim dalı, dünya görüşü ve hatta yaşadığı coğrafya bu tanımlarının sayısını artıran etmenlerdir. Tanımlamalar kişiye özgü olsa da literatürde küreselleşme kavramının ekonomik, politik, sosyal ve teknolojik alanlar temel alınarak açıklanılmaya çalışıldığı görülmektedir. Bu temel alanlar içerisinde bile bir gruplaşma mevcuttur. Bazı araştırmacılar ve düşünürler, küreselleşmeyi; siyasal, kültürel ve ekonomik boyutlu bir kavram olarak nitelendirirken bazıları ise küreselleşmenin bu boyutların yanında hukuksal, çevresel, manevi değerleri de içeren daha da karmaşık yapıda olduğunu savunmaktadır (DPT, 2000; Tağraf, 2002). Genel olarak küreselleşmenin mutlak ve genel kabul görmüş bir tanımlaması mevcut olmasa da küreselleşme olgusu dünyanın ekonomik, sosyal ve siyasi alanda değişimlerini ifade etmek için sıklıkla kullanılmaktadır (Kürkçü, 2013).

Bu bölümde, küreselleşme kavramı ve küreselleşmenin tarihi gelişimi incelenirken, küreselleşmenin; ekonomik, ticari, finansal boyutları ile üretimin küreselleşmesi ve siyasi-kültürel yönden küreselleşme ele alınmaktadır. Daha sonra ise, küreselleşmeye yönelik görüşler, finansal serbestleşme ile ilgili teorik yaklaşımlar, finansman kaynakları açıklanmaktadır.

1.1. Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşmenin Tarihi Gelişimi

Küreselleşmenin başlangıcı geçmiş yıllara dayansa da hala günümüzde hüküm sürmesi ve gelişimine devam etmesi bu kavramın keskin çizgilerle ifade edilmesini zorlaştırmaktadır. İlk gelişim zamanları, yüzyıllık bir zaman diliminde gerçekleşirken, günümüz şartlarında gerçekleşen değişim sürecini ifade etmek zordur (Bozkurt, 2016). Dinamik yapıda oluşan yeni koşullara göre adaptasyon yeteneğinin yüksek olması kavramın tanımlanmasını zora sokan bir başka etmendir. Bu konuya binaen körler topluluğun bir fili dokunarak tarif etme çabası küreselleşmenin tanımlanmasına dair güzel bir benzetmedir (Gürsoy ve Çapçioğlu, 2006). Küreselleşme olgusunu liberalleşme politikalarıyla özdeşleştirmek bu alanda oldukça sık karşılanan bir yaklaşımdır. Ulusal ekonomilerin gümrük duvarlarını kaldırmaları ve sermaye hareketlerini serbest hale getirerek küresel ekonomilerle finansal ve ticari alanda entegrasyon sağlama çabaları, küreselleşme olarak ifade edilmektedir (Kaymakçı, 2007).

Bayar'a (2008) göre, küreselleşme devletlerin ve bireylerin karşılıklı olarak birbirlerine bağımlı olma sürecidir. Eğilmez (2020) ise küreselleşmeyi kapitalist sistemin ve onun değer yargılarının dünyayı sarması olarak ifade etmektedir. Kürkçü (2013) için küreselleşme ekonomik, politik, sosyal ve kültürel alanda dünya genelinde bütünleşme ve bir bütün olarak mesafe ve sınırların öneminin kaybolmasıdır. Gurgul ve Lach (2014) ise küreselleşmeyi dünya çapında mal ve sermaye piyasasının birleşme sürecini ifade ettiğini ve küreselleşme uygulamalarının ise mal, ticaret ve sermaye üzerindeki kısıtlamalarının kaldırılmasını içerdiğini belirtmektedir. Küreselleşme olgusu Wolf'e (2014) göre, ulusal pazarların ulusal olmayan rakiplere açılım sürecidir. Krugman (2010) küreselleşmeyi üretimin maliyetli alanlardan ucuz alanlara yönelmesi olarak ifade etmektedir. Küreselleşme kavramı Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ), World Trade Organization, WTO (2008) için ulusal ekonomilerin iş gücünün, sermaye ve yatırım piyasalarının diğer ülke ekonomileriyle bütünleşmesidir. Bu alandaki diğer bir tanımlama ise Birleşmiş Milletler (2004) tarafından gerçekleştirilmiştir. Birleşmiş Milletlere (2004) göre, küreselleşme bilgi akışının teknolojik gelişmeler yoluyla ilerlemesiyle bir ülkeye ait yerel ekonomik ve kurumsal yapılarının dünya geneliyle bütünleşmesidir (United Nations, 2024).

Küreselleşme ile birlikte ulus ve ondan türetilmiş sözcüklerinin sonuna eklenen devlet, ekonomi, kültür, siyaset ve politika kavramları ulus-ötesi siyaset, ekonomi ve kültür gibi kavramlara dönüşmüştür (Aktan,2015). Ülkelerin mal, hizmet, sermaye ve işgücü alanlardaki kamu denetlemelerini, düzenlemelerini veya yasaklarını kaldırarak ya da esneterek ulusal ekonomilerin dünya ülkeleriyle bütünleşmesini sağlayan politikalar, küreselleşmenin ekonomik boyutunu yansıtmaktadır. Ekonomik boyutta dış ticaretin ve sermayenin uluslararası hale getirilmesi önem arz etmektedir. Küreselleşen dünya düzeninde, finansal araçlar çok hızlı şekilde dünyanın bir köşesinden diğer köşesine finansal işlemler üzerinden yer değiştirebilmektedir (Frankel, 2000). Küreselleşmenin modern kapitalizmin daha

fazla kâr elde etme isteğini gizleyen ve sömürgecilik ve koloni uygulamalarının çağdaş versiyonu olduğu savunan görüşler de mevcuttur. Küreselleşme sistemi içerisinde bir ulusal ekonominin politikalarının bile küresel sermaye birikimine uyumlu hale geleceğini belirten Yeldan’a (2002) göre; “ulus devletleri egemenliği kaybetmektedir, refah devleti anlayışının temeli sarsılmakta, bireyler çok uluslu şirketler için köle olduğunu farkına varmadan hizmet etmektedir. Bir nevi, manevi değerlerin bireyden koparak makineleşen toplumların sadece tüketim odaklı yaşamasına, küreselleşen dünya düzeni denilmektedir.”

Küresel ve küreselleşme kelimeleri dönem yazarlarının o ana kadar ekonomilerin geçirdiği süreci ve o mevcut düzenini tasvir etmek amacıyla kullanılmıştır. Küresel kavramı, ilk kez W. Foster tarafından 1833 yılında dünya kaynaklarının kullanımı ve dağılımı konulu çalışmasında kullanılmıştır. Kaynak dağılımı temelinde küresel kavramı daha sonra Garrett Hardin tarafından 1968 yılında yayımlanan makalesinde yer almıştır. Şimdiki zamanlarda çoğu kişinin dünyanın iletişim, ulaşım ve teknolojik alanında dönüşümü neticesinde ulaştığı durumu belirtmek için sıkça kullandığı Global Köy terimi ise Marshall McLuhan’un 1960 yılında “Komünikasyonda Patlamalar” kitabında geçmektedir. Küreselleşme terimi 1980 ve 1990 yıllarına gelindiğinde iktisat kitaplarında ve uluslararası kuruluşların raporlarında yerini almıştır (McLuhan, 1960; Hardin, 1968).

İnsanlık tarihinde yerleşik hayata geçiş sonrası gerçekleşen çevresel ve ulusal ticaret, o dönemin koşulları altında bir tür küreselleşme sürecidir. Tarihi ipek yolu üzerinde kervanlar, mallar yanında geçtikleri bölgelerin kültürlerini, bilgilerini hatta inançlarını da yanlarında taşımışlardır. Ancak küreselleşme kavramının çok eski tarihlere uzatmak şimdiki boyutunun özelliklerinden dolayı gereksiz bir uğraş olacaktır. Küreselleşme insan tarihi kadar eski bir süreç olsa da bu kavram batılı değerler üzerinde şekillenen ve 19. yüzyılının bir ürünüdür. Küreselleşme olgusu ilk olarak ticaret faaliyetleri üzerinden gerçekleşmiştir. Karşıt cephede bulunan iktisadi ideolojiler küreselleşmenin tarihinin başlangıç noktasında da uzlaşamamaktadırlar. Örneğin Neo-Marksistlere göre küreselleşme olgusunun başlangıcı kapitalizmin gelişmesi ve yayılması süreciyle paraleldir. Neo-klasiklerde ise küreselleşme olgusu modern anlamda ve içeriği bakımından 1980’li yıllardan itibaren oluşmaya başlamıştır. Bu iki görüşün yanında, iktisat tarihçilerine göre küreselleşme sanayi devriminin bir gereksinimidir ve süreçle birlikte belirginleşmeye başlamıştır (Vlados, 2019). Sanayileşen batılı devletlerinin üretimleri için pazar arayışı ilk küreselleşme dalgasının genel amacını oluşturmaktadır. İlk dalga, 1870’li yıllarda başlamış ve I. Dünya Savaşı’na kadar sürmüştür. Bu zaman aralığında dış ticaretin küreselleşmesi doğrultusunda dünya toplam üretimi %2,7 ve ihracat oranı ise %2,5 oranında büyüme göstermiştir. Dünya üretiminde ana taşıyıcının ihracat sektörü olduğu bu süreçte, eşzamanlı olarak ülkeler arasındaki sermaye hareketleri de artış göstermiştir. Ancak bu gelişim I. Dünya Savaşı’nın patlak vermesiyle sekteye uğramıştır. Ülkelerin sadece cephede değil her alanda savaşa girdiği süreçte, ticaret üzerine kısıtlayıcı uygulamalar hayata geçmiştir. I. Dünya Savaşı’nın ardından yaşanan Büyük Buhran ve akabinde II. Dünya Savaşı dünya tarihinde her alanda karamsarlığı

ve duraklamayı beraberinde getirmiştir. I. Dünya Savaşı öncesinde dış ticaret verileri daha sonra ancak 1970'li yıllarda yakalanabilmiştir. Bazı düşünürlere göre küreselleşmenin altın çağı 18 yüzyıldan I. Dünya Savaşı'na kadarki süreçte yaşanmıştır. Altın standardı sisteminin uygulandığı bu zaman diliminde özellikle Amerika, Batı Avrupa ve Japonya arasındaki ticari ilişkiler günümüz verilerine kıyasla oldukça daha ileri boyuttaydı. Hatta Japonya'nın 1997'deki toplam ihracatının Gayrisafi Millî Hasılaya (GSMH) oranı iki dünya savaşı arasındaki orandan bile daha düşüktür (Rodrik, 1997). II. Dünya Savaşı sonrasında yeni dünya düzeni iki kutuplu bir hal almıştır. Demokratik Batı Medeniyeti ve Komünist-Sosyalist dünya II. Dünya savaşıdan 1991'de Sovyetler Birliği'nin yıkıldığı ana kadar neredeyse 50 yıl varlığını sürdürmüştür. Batı medeniyeti Amerika Birleşik Devletleri (ABD) öncülüğünde II. Dünya Savaşı sonrasında yeni dünya düzenini kurmuştur. Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, (OECD), Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Antlaşması (GATT) ve Marshall yardımları gibi antlaşmalar, yardımlar ve uluslararası kuruluşlar aracılığıyla küreselleşme süreci yeniden hayat bulmuştur. 1950'li yıllardan itibaren dünya üretim yapısı ve ticareti serbestleşme başlamıştır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra gerçekleşen bu serbestleşme hamlesi 1870-1914 yılları arasındaki I. Dalga diye kabul edilen küreselleşmenin II. Modern aşamasını oluşturmaktadır (Goldin ve Reinhert, 2010). Doğrudan Yabancı yatırımların artması ve çok-uluslu şirketlerin hâkimiyet alanını artırması dünya üretim ve ticaret yapısının değişiminde büyük rol oynamıştır. Ticaret ve üretim alanındaki gelişim doğrudan yabancı yatırımlar ve çok uluslu şirketler öncülüğünde ilerlerken, sermaye ve kredi faaliyetlerinde ise IMF ve Dünya Bankası aracılığıyla benzer etkiyi göstermiştir. 1970'li yıllar, küreselleşme tarihinde özellikle sermaye hareketleri özelinde önemli olayların yaşanmasını beraberinde getirmiştir. Altına dayalı Bretton Woods sisteminin çöküşü, ülkeleri kambiyo rejimlerini değiştirmeye yöneltmiştir. Esnek kur sisteminin geçildiği bu zaman aralığında başta ABD, Batı Almanya, Japonya ve İngiltere gibi gelişmiş ülke ekonomileri, sermaye üzerindeki kısıtlamalarını azaltmaya başlamışlardır. Bu zaman diliminde sermaye hareketlerini şekillenen diğer bir olay Petrol Krizleri ardından gerçekleşmiştir. Petrol zengini ülkelerin petrol fiyatlarının artmasından dolayı kazançlarını gelişmiş ülkelerin piyasalarına aktarmaları gelişmiş ülkelerde büyük miktarda fon birikimine yol açmıştır. Aynı zaman diliminde petrole bağımlı ülkelerin cari açık sorunu yaşamaları dış fon talebini de beraberinde getirmiştir. Finansal piyasaların bu yolla derinlik kazanması dış borç, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ve bu finansal fonların ekonomilere olan etkisi bizzat ülke tecrübeleri üzerinden öğrenilmesine yol açmıştır. Latin Amerika ülkeleri başta olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin son 50 yılını şekillendiren krizler, bunalımlar ve ekonomik mucizeler dış sermaye hareketleri temelinde şekillenmiştir. Küreselleşmenin hızını artırdığı dönem ise iki kutuplu dünya düzeninin baş aktörlerinden biri olan Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından gerçekleşmiştir. 1989 yılında Berlin Duvarı'nın yıkılmasıyla başlayan süreç 1991 yılında Sovyetler Birliği'ne bağlı ülkelerin birlikten ayrılması ve peş peşe serbest piyasa benzeri uygulamaları hayata geçirmesiyle dünya yeni bir döneme girmiştir. 1990'lı yıllar, sayılan olaylardan ötürü serbestleşme, küreselleşme ve bu uygulamaların beraberinde getirdiği sermaye akımları üzerinden şekillenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin tek tek sermaye akımlarını serbest hale getirmeleri ve sonrasında yaşadıkları krizler ile yeni dünya düzeninin beraberinde getirdiği olaylar yaşanmıştır. 1990'lı yıllardan sonra küreselleşme hareketinin ivme kazanmasında bilgi ve iletişim teknolojilerindeki büyük ilerleme ve bu

teknolojilerin dünya geneline yayılması, çok-uluslu şirketlerin sayısındaki artış ve dünyanın ileri gelen ülkelerinin küresel manada serbestleşme hareketlerini desteklemesi önemli rol oynamıştır (Friedman, 2000; Gedikli, 2011; Çençin, 2019).

Küreselleşmenin başlangıç tarihi iktisat otoriteleri tarafından 1870’li yıllara dayandırılmış olsa da bu dönemden önce Batı Avrupa’da yaşanılmış gelişmeler bölgesel ve ulusal düzeyde küreselleşmenin öncü adımları olarak nitelendirilmektedir. Dünya tarihinde ticaretin, sermayenin ve üretimin küresel ölçekte bütünleşme süreçleri, küreselleşme dalgaları olarak ifade edilmektedir. Farklı dönemlere ve uygulamalara dayanan çeşitli küreselleşme dalgaları sıralanmaktadır. I. küreselleşme dalgası genel olarak 1870 ile I. Dünya Savaşı arasındaki dönemi nitelendirilmek için kullanılmaktadır. Feodalizmden kapitalizme geçiş aşamasının ilk dalga olduğu kabul edilebilir (Keyder, 1983). İç kapalı ekonomi modelinin en baskın hissedildiği dönem olan feodalizm, üretimin tarıma dayalı olarak yapıldığı bir toplumsal sistemdir (Herlihy, 1971). Ticari burjuvaziye takip eden sermaye, burjuvazi kesimin, feodal sistemin kısıtlayıcı unsurlarından rahatsız olmuştur. O dönemin ülkelerinde kendi vilayetleri arasında bile kısıtlayıcı ticari uygulamaların varlığı gelişen sanayi-sermaye burjuvazisinin önünde engel oluştuyordu. Bu doğrultuda, tek tip vergi, ülke içinde ticareti serbestleştiren ve üretim faktörlerini hareketli kılacak ulus devletlerinin varlığına ihtiyaç duyulmuştur. Kültürel, hukuksal ve ekonomik olarak ülkelerin homojenleştirilmesi ve bütünleştirilmesi ulus devletleri tarafından gerçekleştirilmiştir. 1648 Westphalia Barış Antlaşması ile ulus devletlerin politik alanda temel aktör olarak kabul edilmesi küreselleşme dalgasının ilk adımını oluşturmuştur. Sonraki dönemlerde üretim kapasitesini artıran, ham madde ve pazar ihtiyacı duyan Batı dünyası, sömürgecilik faaliyetlerine yönelmiştir. Taşımacılık ve deniz ulaşımında gerçekleşen ilerlemeler, uzun yıllar ticari olarak hareketsiz kalan dünyayı canlandırmıştır. Yeni kıtaların keşfi, ürün yelpazesini genişletirken, dünya halkları birbirlerinin varlığını öğrenmiştir. Ancak, üretim ve ticaret alanındaki bu gelişme, sermaye hareketlerinde görülmemiştir. Borçlanmanın ulusal egemenliği zedeleyici ve kamusal israfa yol açacağı düşüncesi, uzun yıllar boyunca ülkeler arasında sermaye hareketlerini sınırlamıştır. Genellikle uluslararası sermaye hareketleri 19. yüzyıl öncesinde sömürge ya da yenilmiş ülkelere galip ülkelere ödenmesi gereken vergi, haraç ve tazminat boyutunda gerçekleşmiştir. Az da olsa uluslararası sermaye hareketi tahvil aracılığıyla bu dönemlerde söz konusu olmuştur. 19. yüzyıl sermaye hareketlerinin ülkeler arasında artış gösterdiği dönem olmuştur. Altın standardının uygulanması döviz kuru riskini azaltmıştır. Altın standardıyla döviz riskinin elimine edilmesi ise sermaye hareketlerinin önünü açmıştır. 1874-1914 dönemine ait her on yıllık evrede sermaye yatırımları %64 artış göstermiştir (Öztürk, 2007; Bozkurt, 2016). I. Dünya Savaşı küreselleşme sürecini sekteye uğratmış, savaş sırasında ülkelerin içe kapanmaları savaş sonrasında yaşanan Büyük Buhran, müdahaleci politikaları gündeme getirmiştir. II. Dünya Savaşı’na kadar ülkelerin dış ticaret savaşları vermeleri, kendi üreticilerini korumak için yüksek gümrük tarifeleri ve kotaları uygulamaları, dış ticaret rakamlarını aşağıya doğru çekmiştir. Altın standardı sisteminin yükselen enflasyon, tedavüldeki para miktarının artması ile sona ermiş dış ticaret rakamlarının yanında uluslararası sermaye hareketlerine de darbe vurmuştur. Günümüz şartlarında küreselleşmenin farklı dayanak noktaları üzerinden yorumlanması gerektiği vurgulanmaktadır. Dış ticaretin GSMH’ye

orani, uluslararası sermaye akımlarının yoğunlaşması ve uluslararası mal ve faktör fiyatlarından yakınılması, üstünde durulan küreselleşme göstergeleridir. Bunların yanı sıra ülkeler ve kıtalar arası göç, küresel değer yargılarının oluşumu, insanların zevk ve tercihlerinde birbirlerine benzemesi diğer adı geçen küreselleşme unsurlarıdır. Küreselleşmeye dair ekonomik boyuttaki eleştirilenlerden biri de küreselleşmeyle birlikte gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeler için sadece ham madde ve pazar işlevine kavuşmasıdır. Gelişmiş ülkeler arasında ileri teknoloji içeren mal hareketi ve verimliliği artıracak sermaye hareketi küreselleşme hamlesiyle artış gösterirken gelişmiş ülkelerin bu sistemdeki yerinin sadece başta işgücü maliyetlerini azaltmak ve gelişmiş ülkelerdeki üretilen malların tüketimini gerçekleştirmektedir (Yeldan, 2016). Küreselleşme kavramı kadar olumlu ve olumsuz çağrışımları aynı anda barındıran iktisat ve siyaset bilimi yazımında az sayıda olgu yer almaktadır. Küreselleşmeyi olumlu açıdan sunan görüşler çoğunlukla küreselleşmenin insan hakları, çevre bilinci, küresel eşitliğin hatta hayvan haklarının ülkelerin iç meseleleri olmaktan çıkarak küresel bir ilgi alanına dönüşeceğini dile getirmektedir. Bu bağlamda, küreselleşme insanlık tarihi için yeni ve daha kapsamlı değerler bütünü temsil etmektedir (Balay, 2004). Küreselleşme, gelişmekte olan ülkelerin gereksinim duyduğu sermaye, teknoloji ve nitelikli iş gücünü sağlarken gelişmiş ülkeler ise kaynaklarını daha etkin alanda kullanabilecekleri yerlerde üretim sağlayacaktır. Böylelikle küresel manada üretim ve büyüme oranında iyileştirme gerçekleşecektir (Kırdar, 2004). Bu olumlu yaklaşımların yanında küreselleşmeyi olumsuz açıdan değerlendiren görüşler oldukça fazladır. Emperyalist Batı'nın dünya üzerindeki yeni sömürge tekniği olduğu, bireyleri mekanikleştirdiği, kültürel bozulmayı beraberinde getirdiği, ulus devletlerin egemenliğini zedelediği ve sosyal yapıyı çürüttüğü, bazı düşünürler için küreselleşmenin asli tanımlamasıdır (Boratav, 2017; Becermen, 2001).

Fischer (2003), küreselleşmeyi ülkelerin birbiriyle birçok alanda uyumlu hale gelmesi ve ticari ilişkilerin artarak dünyanın üretim açısından ve ticari açıdan tek bir mekâna dönüşmesi olarak ifade etmektedir. Küreselleşme ile ilgili diğer bir tanımlama ise dünya genelinde iletişim ve ulaşım imkanlarının en üst noktaya çıkarılarak dünya genelinde kültürel üretim ve tüketim alanında benzer tercih ve yöntemlerinin uygulanabilir hale getirilmesidir (Karagül, 2016). Küreselleşme kelimesinin popülerliğini arttıran olay ise 4 Nisan 1959'da "The Economist" dergisinin bu kavramını kullanmasıdır (Kıvılcım, 2013). Birinci Dünya savaşı ile II. Dünya Savaşı'nın sona erdiği zaman diliminde dünya, ülke ekonomilerinin korumacılık, kendi kendine yeterli olma, militarist milliyetçilik eğilimlerin yoğun olarak uygulandığına şahit olmuştur (Bayar, 2008). 1970'li yıllardan itibaren küreselleşmeye ivme kazandıran en önemli unsurlardan biri de teknolojik gelişmelerdir. Özellikle internet teknolojisinin önce kamu kurumlarına daha sonra insanların evlerine kadar ulaşması küreselleşmeyi her boyutta ileriye taşımıştır. World Wide Web (www) kavramı ile ifade edilen internet teknolojisi bilgiyi dünyanın her yerinde kullanılabilir hale getirmiştir ve mesafe kavramının önemini yitirmesine yol açmıştır (Bauman, 1998). Küreselleşmeyi tabii bir süreç olarak niteleyen araştırmacılar mevcuttur. İnsanlık tarihinde toplumların toplayıcılık ve avcılıktan yerleşik hayata geçmesi gibi küreselleşme de tabii gelişimin yaşanılan aşaması olarak değerlendirilmektedir. Bu konudaki farklı bir görüş de küreselleşmenin bir

süreç olmadığını süreçleri etkilediğini ve bu süreçlerin birleşmesi sonucu ortaya çıkan kavramların bütünü olduğunu ifade etmektedir (Yılmaz, 2012). O'Rourke'a (2000) göre küreselleşme; bilginin, teknolojinin, üretim faktörlerinin ve nihai malların engelsiz hareket ettiği süreçtir.

İnsanoğlu, yerleşik hayata geçişiyle birlikte doğayı kontrol etmeye başlamıştır. Doğayı yönlendirme çabası olan tarımsal üretim, zamanla yerini sanayileşmeye bırakmıştır. Bu süreç içerisinde insan hayatını değiştiren birçok olay yaşanmıştır. Toplulukların birbiri ile ticari ilişkiler kurması ise yerleşik hayatın geçilmesinden günümüze kadar yaşanan büyük değişimlerin itici nedenlerinden biridir (Childe, 2009). Ticaret ilk başlarda kara yoluyla yürütülen bir eylem iken deniz taşımacılığın gelişmesi, ticaretin farklı bir boyuta taşınmasına yol açmıştır. Batı Avrupa devletlerinin üretim ve ticaret alanındaki ilerlemesi coğrafi keşiflerden günümüze kadar bu bölgenin dünyada her alanda hâkimiyet kurmasına yol açmıştır. İnsanoğlunun bile bir meta olarak alınıp satılması, ham madde ve pazar amacıyla toplumların köleleştirilmesi küreselleşmenin getirdiği sonuçlardır (Gerger, 2012).

Thomas Friedman (2000), küreselleşmeyi üç evreye ayırmıştır. Friedman'a göre küreselleşme, 1.0, coğrafi keşiflerden 18. Yüzyıl arasındaki dönemi kapsamaktadır. 18. yüzyıldan 20. yüzyıla kadar geçen süre ise çok uluslu şirketler tarafından yönlendiren küreselleşme 2.0'dır. Küreselleşmenin son dönemi olarak nitelendiren küreselleşme 3.0 ise 2000'li yıllarda başlayan ve içinde bulunduğumuz andır. Son küreselleşme dönemi ise teknolojik ilerlemeler öncülüğünde ilerlemektedir.

1980'li yıllar küreselleşme tarihi için önemli kabul edilmektedir. Küreselleşme olgusu içerisinde ticari, finansal ve ekonomik serbestleşme uygulamaları, bu dönemden itibaren gelişmekte olan ekonomileri de içine alınarak genişlemiştir. Serbestleşme hareketi gelişmekte olan ülkeler özelinde Latin Amerika ülkelerinde gerçekleşmiştir. Bu ülke gruplarının 1980'li yılların hemen başında yüzleştiği borç krizleri serbestleşme politikaların hayata geçirilmesini beraberinde getirmiştir. Kriz sonrasında istikrar programları dış ticaretin serbestleştirilmesi, özelleştirmeleri, mali disiplinin sağlanması ve finansal serbestliğin sağlanması gibi uygulamaları içermektedir. Bu kapsamlı dönüşüm bu ülke gruplarının inisiyatifinden uzak şekilde kriz sonrasında söz konusu ülkelere kredi veren kuruluşlar tarafından önerilmiştir (Ongun, 2012). IMF ve Dünya Bankası öncülüğünde Latin Amerika ülkelerine sunulan bu politikaların tümüne Washington Uzlaşması adı verilmiştir. Washington Uzlaşması kavramı ilk kez 1989 yılında John Williamson tarafından Latin Amerika'daki Neo-liberal kalkınma politikaları için kullanılmıştır. Neo-liberal söylemlerin ağır bastığı bu yapısal programlarda Williamson, Washington Uzlaşması'nın iki sac ayağı üzerinden şekillendiğini belirtmiştir. Birinci kısımda ABD hükümeti yer alırken diğer sacayağında ise IMF ve Dünya bankası gibi kuruluşların içinde yer alan teknokratik yapı yer almıştır. Williamson, 1980 sonrasında küreselleşme sürecinin çizgilerini belirleyen Washington Uzlaşmasının iç ve dış finansal serbestleşme, dış ticaretin

serbestleştirilmesi, mülkiyet haklarının güvence altına alınması, mali disiplinin sağlanması ve vergi reformu gibi politikaları içerdiğini ifade etmiştir (Williamson, 2002). Latin Amerika ülkelerinde uygulanmaya başlatılan bu düşünce sistemi sonraki yıllarda IMF öncülüğünde diğer gelişmekte olan ülkelerde de uygulanma şansı bulmuştur.

Gelişmekte olan ekonomilerin kalkınmaları için önemli basamakları oluşturduğu düşünülen Washington Uzlaşması, istenilen sonuçlara ulaşmakta başarısız olmuştur. Yüksek enflasyon, krizlerin süreklilik hali alması ve fakirliğin devam etmesi gibi yapısal sorunların, gelişmekte olan ülkelerde çözülememiş olması yeni bir düşünce sisteminin doğuşuna yol açmıştır. Post-Washington Uzlaşması bu süreçte öne çıkan kavram olmuştur. Kavramın mimarlarından olan Stiglitz post-Washington Uzlaşmasının, öncülünün devamı niteliğinde olduğunu ancak bu sistemde bir öncekinde ihmal edilen sosyal unsurların da var olduğunu ifade etmiştir (Şahin, 2014). Özellikle, yolsuzluk, şeffaflık, bağımsız Merkez Bankası, yoksulluğun azaltılması ve kurumsal yönetim gibi kavramlar Post-Washington Uzlaşması içerisinde yer almaktadır. Küreselleşme ilgili diğer tanımlama ise bu kavramın üretim faktörlerinin ait oldukları ülkelere dünya ekonomisine yayılması, bilginin, kültürün ve teknolojinin küresel ölçekte yaygınlaşması ve bilgiye dayalı ticari, ekonomik ve finansal sistemin oluşması biçimindedir (Balay, 2004). Küreselleşme, emek dahil bütün faktörlerin ülkeler arasında serbestçe dolaşımını içermesine rağmen emek faktörünün hala serbestçe ülkeler arasında dolaşımı söz konusu değildir ve işgücünün hareketini engelleyen uygulamalar katı şekilde uygulanmaktadır. Ticaretin ve üretimin serbestleşmesi küreselleşmenin önemli uygulama alanlarından olmasına rağmen sermayenin serbest hareket etmesi küreselleşme içerisinde ayrı bir konumda yer almaktadır (Küçükaksoy, 2006). Ülkelerin küresel likiditeyi kendi ekonomilerine çekmek için gerçekleştirdikleri politikalar aynı zamanda bu ekonomilerin para ve maliye politikalarının etkinliğini zayıflatmıştır. Günümüz şartlarında ülkeler uluslararası piyasalarda gerçekleşen olayların etkisine tepki gösterebilmek için para ve maliye politikaları gerçekleştirmektedirler (Drucker, 2017). Sermayenin küreselleşmesi II. Dünya Savaşı'ndan sonra kurulan uluslararası para sistemi vasıtasıyla gerçekleşmiştir. Breeton Woods antlaşmasıyla başlayan süreç ve antlaşmaya takiben kurulan IMF ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar ticaretin ve sermayenin serbestleşmesi adına önemli rollere sahip olmuştur.

Tarihsel olarak finansal sistemin küreselleşme aşamalarında başat aktörler değişmiştir. 1870-1914 dönemlerinde İngiltere dünyanın sermaye ihracatçısı konumunda yer almaktaydı ve dünya finansal sistemi Londra merkezli hareket etmekteydi. 1920-1939 yılları arasında ABD'nin fon sağlayıcı konuma yükselmesinden II. Dünya Savaşı'nın bittiği ana kadar dünya likidite piyasası bir önceki döneme nazaran oldukça daralmıştı. 1947'den sonra ise dünya finansal sisteminin ana konumunda ABD yer almıştır (Eşkinat, 1998). Devlet yardımları, özel sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı yatırımlar gibi finansal enstrümanlar aracılığıyla dünya likidite piyasası tekrar canlanma emareleri göstermeye başlamıştır (Küçükaksoy, 2006).

Sermayenin küreselleşmesi merkez ve çevre ülkeler özelinde farklı nedenlere dayanmaktadır. Merkez ülkelerinde sermayenin bolluğu azalan verimler kanununa bağlı olarak sermayenin getirisini düşürmüştür. Çevre ülkelerde petrol krizi ve akabinde yaşanan dış borç krizleri nedeniyle sermaye açığı genişlemiştir. Merkez ülkelerin düşen kâr hadleri sorununu aşabilmek, yüksek getiri elde etmek ve risk paylaşımı yapmak amaçlarıyla finansal sistemlerini serbestleştirme yoluna gitmişlerdir.

1950-1970 yılları arasında dünya ekonomik sistemi Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı'nın etkilerini gidermeye yönelik önlemlerle şekillenmiştir. Büyük Buhran sonrasında gelişmiş ülkelerin küçülmesi, devalüasyon, dünyanın içe kapanarak aşırı milliyetçi uygulamaların ülkelerin her zerresine zuhur etmesi, siyasi belirsizlik, askeri kutuplaşmalar ve II. Dünya Savaşı, dünya ekonomisinin gelişimine ket vurmuştur. Dış ticaret rakamlarının azalması ve sermaye hareketlerinin durma noktasına gelmesi bu dönemin genel çerçevesini çizmektedir. II. Dünya Savaşı'ndan sonra küresel finansal sistem kurulmuştur. Yeni sistemin genel amacı dünya ticaretini tekrar canlandırmaktır. Bu amaç doğrultusunda 1944 yılında IMF ve Dünya Bankası kurulmuştur. IMF'nin genel misyonu, üye olan ülkelerin ödemeler dengesi sorunlarını çözmek ve Bretton Woods antlaşması ile kurulan sabit döviz kurunu korumaktır. Dünya Bankası ise, savaştan zarar gören ülkelerin toparlanması ve yoksul ülkelerin gelişimi için uzun dönemli krediler sağlamaktadır (IMF, 1998; Krol, 2001).

Yeni oluşturulan bu finansal sistemde, ABD ekonomisi genel kredi veren ülke konumuna yükselmiştir. ABD ekonomisinin cari fazla ile elde ettiği fonlar cari açık sorunu olan ülkelere aktarılmaktaydı. Finansal sistemin istikrarı ise doların belli bir altına bağlanması üzerinden sağlanmaktaydı. Bretton Woods sistemi ile hayata geçirilen finansal sistem 1970'li yılların başında çökmüştür. Yeni ticari blokların yükselişi, Japonya gibi yeni aktörlerin finans ve üretim sahnesinde öncü rol kazanması, ABD ekonomisinin borç veren ülke konumundan borç alan ülke ekonomisine geçişi gibi olgular Bretton Woods sisteminin çöküşünü hazırlamıştır. Bu zamanda ABD'deki enflasyonun artması ve dünyadaki dolar bolluğu, doların altına olan konvertibilitesinin çökmesine yol açmıştır. 1970'li yıllarda finansal sistemin yeniden şekillenmesine neden olan diğer unsurlar petrol krizlerinden kaynaklanmıştır. Bu gelişmeler finansal sistemin tek bir merkez tarafından yönetilmesini zorlaştırmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerinin de bu zaman diliminde ilerleme göstermesi yeni finansal sistemin yönetimi için bir merkez olma durumunu sona erdirmiştir. Teknolojik ilerlemeler sermayenin mekân farkı gözetmeden her dakika hareket etmesini kolaylaştırmıştır (Eşkinat, 1998; Küçükaksoy, 2006).

1970'li yılları şekillendiren diğer bir olay ise kamu müdahalesini olumlu yorumlayan Keynesyen politikaların yerine Klasik Ekolün temel alındığı monetarist görüşün iktisat literatüründe hakimiyet kazanmasıdır. Devletin ekonomiye müdahalesinin piyasalarını etkinlikten uzaklaştıracığı ve piyasanın

en geçerli sonuçları ortaya koyacağını savunan monetarist görüş; deregülasyonları, özelleştirme politikalarını ve ekonominin rekabet yapısını güçlendirici uygulamaları beraberinde getirmiştir (Şen ve Kaya, 2015).

Bretton Woods sisteminin dünya sermaye piyasasının ihtiyaçlarını giderememesinden dolayı çöküşü bu sistemin rafa kaldırılmasına neden olmuştur. Kısa vadeli spekülasyon sermayeden ziyade doğrudan yabancı yatırımlar ve borç kredileri şeklinde şekillenen küresel finansal sistem yeni dönemde köklü değişimler yaşamıştır. Finansal serbestleşmenin daha yoğun olarak yaşanması ve sermaye akımlarının serbest hale getirilmesi yeni düzenin ana temelini oluşturmuştur. Döviz ve faiz arbitrajına dayanan kısa vadeli sermaye akımları, bu yıllardan itibaren küresel sermaye piyasasında önemli olmaya başlamıştır (Şeren, 2011). Kısa vadeli sermaye akımlarının 1970’li yıllarda finansal küreselleşmenin önemli bir göstergesi konumuna yükselmesi birçok araştırmacı tarafından teorik yönden ısrarla desteklenmiştir (Başoğlu, 2000; Yeldan, 2002; Obstfeld ve Taylor, 2003; Solimano ve Watts, 2005). Finansal liberalizasyonun bu şekilde yeni bir boyut kazanması küresel ölçekte etkinliğin artmasına yol açacağı, fonların verimliliğinin en yüksek alanlarda kullanılacağı bu görüşlerin genel özetidir (Hyusein, 2004). Lakin bu alandaki en önemli teorik katkı McKinnon (1973) ve Shaw (1973) öncülüğünde sağlanmıştır. Finansal serbestleşmenin hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin yararına olacağı araştırmacılar tarafından savunulmuştur. Ancak kısa vadeli sermaye akımlarının spekülasyon hareket etmesi ve gelişmekte olan ülkelerin kalkınma finansmanını karşılamaktan ziyade kriz ortamına yol açması bu dönemlerden itibaren şahit olunan durumlardır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998).

1.2. Küreselleşmenin Boyutları

Dünyanın ticari, ekonomik, sosyal ve siyasal bağlamda tek bir mekân olarak algılanması demek olan küreselleşme içerisinde birçok alt başlığa ayrılmaktadır. Dolayısıyla küreselleşme; bünyesinde ekonomik, siyasi ve kültürel boyut gibi sınıflandırmaları barındıran bir kavramdır. Küreselleşmenin boyutları detaylı olarak sunulmaktadır.

1.2.1. Ekonomik Boyutta Küreselleşme

Küreselleşmenin ekonomik boyutu dünya genelinde karmaşıklaşan ekonomik faaliyetlerin ve ilerleyen teknolojinin nihai bir noktası olarak değerlendirilmektedir. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren hem ülkelerin serbestleşme politikalarını hayata geçirmeleri hem de bilgi ve iletişim teknolojilerindeki inanılmaz ilerlemeler uluslararası ticarete ve sermaye akışına yeni bir boyut kazandırmıştır (IMF, 2000).

Ulus devletlerin koyduğu coğrafi, politik ve ekonomik sınırları ortadan kaldırarak dünyayı bir bütün olarak algılaması ve bu doğrultuda üretim, ticaret ve finans faaliyetlerinin gerçekleşmesi

ekonomik küreselleşmeyi ifade etmektedir. Genel anlamda ekonomik küreselleşme iş bölümü kavramının ulusal ekonomilerce dünya çapında uygulanması olarak değerlendirilmektedir. Ekonomik küreselleşme en yalın ifadeyle dünyanın ticari açıdan, finansal ve üretim açısından tek bir mekâna dönüşümüdür. Tek bir pazar görünümünü alan dünya ekonomisinde, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere teknoloji ve sermaye transferi gerçekleştirilirken gelişmekte olan ülkeler ise üretim faktörlerini gelişmiş ülkelerin firmalarına sunmaktadır (Thompson, 2000).

Ekonomik küreselleşme süreci, II. Dünya Savaşı'ndan itibaren kademeli olarak dünya ekonomisini şekillendirmeye başlamıştır. Bu süreci sağlayan küreselleşme politikaları ise ulusal politika uygulayıcı kurumlardan ziyade GATT, Dünya Bankası, IMF ve OECD gibi ulus üstü kurumlar tarafından belirlenmiş ve politika önerisi olarak ülke ekonomilerine sunulmuştur. Uluslararası mal, hizmet, sermaye ve emek akışı serbestleştirilerek maliye, dış ticaret, para politikaları ve bu amaçla belirlenmiş yapısal reformların uygulanması bu kurumların politika önerilerini kapsamaktadır. Bu uygulamalarla devletin ekonomideki rolünü kısıtlaması ve serbest piyasa ekonomisi politikalarının küresel manada işlevlik kazanması hedeflenmektedir (Aktan, 1998).

Sonuç olarak ekonomik küreselleşmenin itici faktörleri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler için ekonomik küreselleşme üretim faktörlerinde daha ucuza erişim sağlayacakları ve kârlarını artıracakları bir politika olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler ise ekonomik küreselleşme vasıtasıyla gelişmiş ülkelerin üretim, pazarlama, teknoloji bilgilerini elde ederek sermaye eksikliğini gelişmiş ülkelerdeki fonlarla gidermeyi amaçlamaktadırlar (Özkıvrak ve Dileyici, 2001). Ekonomik küreselleşme, kendi içerisinde ticari küreselleşme, finansal küreselleşme ve üretim küreselleşmesi olarak alt başlıklara ayrılmaktadır. Bu kavramlar aşağıdaki başlıklar altında detaylıca ele alınmıştır.

1.2.2. Ticari Küreselleşme

Son 70 yılda daha hissedilir boyutta göz önünde bulunmasına rağmen küreselleşme kavramının teorik arka planı 17. yüzyıl düşünürlerinin eserlerinde yer almaktadır. Özellikle ticari alana ait küreselleşme veya serbestleşme uygulamaları Klasik Ekolün öncü düşünürlerinin eserlerinde yer almıştır. Genel olarak küreselleşme faaliyetlerinin dünya genelinde ilk uygulama sahasının dış ticaret alanında gerçekleştiği kabul görmektedir. Ticari küreselleşmeyi olumlayan ilk teorik görüşler ise Adam Smith'in Mutlak Üstünlükler Teorisi ve David Ricardo'nun Karşılaştırmalı Üstünlük Teorisi kapsamında değerlendirilmektedir. Bu öncü teorilerin genel mantığı ise her ülkenin avantajlı olduğu ürünleri üretmesi ve diğer malları da başka ülkelerden temin etmesidir (Chase-Dunn, Kawano ve Brewer, 2000).

Ticari küreselleşme farklı parametreler özelinde incelenmektedir. Bu parametreler arasında toplam dış ticaret hacminin GSYH'ye oranı en çok kullanılan göstergeler arasında yer almaktadır. Bu oran, ulusal bir ekonominin dışa açıklığı hakkında bilgi vermektedir. Küresel ölçüt için kullanılacak gösterge ise küresel toplam ihracatın toplam gelire oranıdır (Alçingi, 2021). Bu ölçütler üzerinden ticari küreselleşmenin evreleri açıklanabilir. Bu ifadelerden anlaşılacağı üzere küreselleşme faaliyetleri, uluslararası ticaretin serbestleşmesi ile başlamıştır ve genel olarak ticari küreselleşme üç tarihsel döneme ayrılarak açıklanmaya çalışılmaktadır. 19. yüzyılda hız kazanan ve 1870-1914 yılları arasında altın çağını yaşayan ticaret küreselleşmesi I. Dünya Savaşı'nın başlamasıyla sekteye uğramıştır. I. Dünya Savaşı ardından gelen Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı, ulusal ekonomileri kendi içlerine döndürmüştür. Küreselleşme alanında kayıp yıllar olarak değerlendiren bu zaman aralığında dünya ihracat hacminde büyük düşüşler gerçekleşmiştir. Örneğin, 1870-1913 yılları arasında toplam ihracat %400 artış göstermiş ve ihracatın dünya hâsılasındaki payı %8'e kadar çıkmıştır. Ancak 1913-1950 yılları arasında ise ihracattaki genel artış %39 ile sınırlı kalmış ve ihracatın hâsıladaki payı %6'lara kadar düşmüştür (Sarıtış, 2017). Kayıp yıllardan sonra Dünya Bankası, IMF ve GATT öncülüğünde yürütülen küreselleşme hamlesi 1970'li yıllardan itibaren yeniden canlanmaya başlamıştır ve günümüz dünyasında da ülkeler ticari serbestleşmenin daha da uygulanabilir hale gelmesi için belirli aralıklarla görüşmelerini sürdürmektedir (Goldstein, 2010).

1.2.3. Finansal Küreselleşme

Finansal küreselleşme kavramı, dünyanın farklı yerlerindeki ülkelerin sermaye hareketleri üzerindeki engelleri, sınırlamaları ve denetlemeleri kaldırarak veya yumuşatarak hem kendi ülkelerine yabancı sermayenin girişini hem de kendi ülkelerinden dışarıya sermaye çıkışını sağlayacak uygulamaları ifade etmektedir (Tobin, 2000). Finansal küreselleşme ile ülkelerin sermaye ve para piyasaları bütünleşerek tek bir piyasa biçimine dönüşmektedir. Ulusal ekonomilerin finansal varlıkları, borçları, finans sistemleri ve fiziki sermayeleri, finansal küreselleşme vasıtasıyla yabancı piyasa oyuncularına açık hale getirilmektedir. Diğer bir ifadeyle finansal küreselleşme, finansal varlıklara dair işlemlerin dünya çapında serbestleştirilmesi anlamına gelmektedir (Tobin, 2000; Stulz, 2005). Böylelikle uluslararası sermaye, kendisine en uygun şartları sunan ülkeye kısıtlamalara maruz kalmadan hareket edebilme şansı vermektedir. Genel olarak, finansal işlemlerin mantığı ise sermayenin bol ve ucuz olduğu yerden kıt ve pahalı olduğu yere doğru hareket etmesini içermektedir. Finansal küreselleşmenin hareket mantığı, finansal küreselleşmeyi destekleyen tarafların finansal serbestliği dünya refahını artıracığı yönde beyanlar sunması temeline dayanmaktadır. Finansal piyasaların birbiriyle bütünleşmesinin sermayeye daha fazla getiri elde etme olanağı sunmasının yanında tasarruf açığı olan ülkelere de yatırımların finansmanlarını sağlayacak ortamı hazırlaması, finansal serbestleşmeyi olumlu olarak yorumlayan söylemler arasında yer almaktadır. Küresel manada kaynakların daha optimal dağılımı, yatırımlardaki ve üretimdeki artış, finansal küreselleşmeden

beklenen sonuçlardır (Aydemir ve Kaya, 2007:25). Bu noktada finansal küreselleşmeyi en çok destekleyen görüşler Neo-liberal çevrelerden gelmektedir. Neo-liberallerin finansal küreselleşmeye dair görüşleri; finansal piyasalarda risk paylaşımının en üst noktaya çıkması, ülkelerin karşılıklı olarak bu süreçlerden fayda sağlaması ve sermayenin en üretken alanlarda kullanılabilmesi temelinde oluşmaktadır.

Finansal küreselleşme, ileri sürdüğü faydalara rağmen küreselleşme olgusunun bu alanı üzerinde en çok tartışmanın yaşandığı konu olarak da ayrı bir önem taşımaktadır. Finansal küreselleşme, küreselleşme kavramı içerisinde en çok tepkiyle karşılanan unsurlardan biridir. Neo-liberal görüşün aksine, finansal küreselleşmede tek avantajlı tarafın sermaye zengini ülkeler olduğu ve gelişmekte olan ülkelerin finansal küreselleşme ile ekonomik krizlere daha yatkın hale geldiği finansal küreselleşmeye muhalif olan taraf tarafından dile getirilmektedir. Eleştirel tarafa göre finansal küreselleşme, ulusal para ve maliye politikalarının etkinliğini azaltan ve gelişmekte olan ülkeleri spekülasyon kazanç sağlayacak bir konuma taşıyan uygulamaların bütünüdür. Gelişmekte olan ülkelerin serbestleşme uygulamaları sonrasında kırılgan bir yapıya dönüşerek yabancı sermayeye bağımlı hale geldiği ve kriz yaşanma sıklığının bu süreçten sonra artış gösterdiği eleştirel tarafın söylemlerini meydana getirmektedir. Söz konusu söylemlerin, gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme sonrasında tecrübe ettiği krizlerden dolayı doğrulandığı görülmüştür (Öztürk ve Zeren, 2019).

Finansal küreselleşme, küreselleşme boyutunun içinde öne çıkan ve uygulama yoğunluğunun daha fazla hissedildiği alandır. Günümüz dünyasında günlük sermayenin dolaşım hacmi, reel mal ve hizmet alışverişinden daha yoğun biçimde gerçekleşmektedir. Sermayenin yoğun hareketliliği, finansal serbestleşme uygulamalarının yanında bilgi, internet ve ulaşım teknolojilerindeki son 10 yılda yaşanan ilerlemelerden dolayı da hızlanmıştır. Günümüz dünyasında uluslararası sermaye, saniyeler içerisinde dünyanın her köşesine ulaşma imkânına kavuşmuştur. Hareket kabiliyeti çok yüksek olan uluslararası sermaye, ülkeler için fırsatlar kadar tehditler de barındırmaktadır. Bu noktada finansal işlemlerdeki küreselleşmesinin sunacağı fırsatlar aşağıda sunulduğu gibi sıralanabilir:

- Küresel boyutta ekonomik büyümeyi sağlamak
- Bütçe açığı, cari açık, kalkınma ve büyüme yatırımları için gereken finansman zorluğu yaşayan ülkelerin kaynaklara erişimini sağlamak
- Tasarruf oranları ve sermaye birikimini artıracak imkânlar sunmak
- Sermayenin maliyetini düşürerek faiz oranlarını azaltmak
- Sermayenin farklı ülkelere yönelmesini sağlayarak riski azaltmak ve getiri oranını artırmak

Sıralanan fırsatların yanında finansal küreselleşme bünyesinde bazı tehditleri de barındırmaktadır. Söz konusu tehditler şu şekilde sıralanabilir (Alçingi, 2021:17-18):

- Sermayenin yatırımlardan ziyade spekülâtif alanlarda kullanılması
- Spekülâtif ataklara neden olarak ülkeleri borç, bankacılık ve para krizleriyle karşı karşıya bırakabilmesi
- Ulusal para birimlerini işlevsizleştirilmesi
- Ülke ekonomilerini sıcak paraya bağımlı hale getirmesi (Mishkin, 2001)

1.2.3.1. İç Finansal Serbestleşme

İç finansal serbestleşme, bir ekonomide ulusal para cinsinden yapılan finansal ve ekonomik işlemlerin maruz kaldığı sınırlayıcı ve denetleyici unsurların azaltılmasını veya bütünüyle kaldırılmasını içeren düzenlemelere denilmektedir (Keyder, 1996). Diğer bir ifadeyle, iç finansal serbestleşme o ülkenin finans sistemi üzerindeki kamunun yönlendiriciliğinin kontrol yapısının kaldırılması veya azaltılmasını ifade etmektedir. İç finansal serbestleşmeyle ilgili diğer bir tanımlama da bir ulusal ekonomide ulusal para cinsinden gerçekleştirilen finansal işlemlere ilişkin fiyat ve miktar kısıtlamalarının esnetilmesi veya kaldırılmasıdır. Ulusal ekonomide, finansal sisteminin piyasa güçlerine bırakılmasının yanında finansal piyasalarda yeni finansal araçların yönetimine olanak veren uygulamalar da iç finansal serbestleşme içerisinde değerlendirilmektedir (Keskin, 2008). İç finansal serbestleşme uygulamalarının ilk adımı, faiz oranları üzerinden gerçekleştirilmektedir (Sert, 2021). Özellikle mevduat faizleri üzerindeki finansal baskının kaldırılması, iç finansal serbestleşmenin önemli uygulamaları arasında yer almaktadır. Özellikle bankacılık sektöründeki mevduat ve kredi faizleri üzerindeki kamu etkisinin kaldırılması ve faiz oranlarının piyasa dengesi doğrultusunda belirlenmeye başlanması en yaygın iç finansal serbestleşme uygulamasıdır.

İç finansal serbestleşmeye giden bir ekonomide faiz oranları piyasa şartlarına göre belirlenmeye başlamaktadır. Sınırlayıcı düzenlemelerle piyasaya şartlarının altında tutulan faizin piyasa dengesine bırakılması ise başlangıçta faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır (Öztürk ve Kuşçu, 2010). Faiz oranlarının belirlenmesinde piyasa dengesinin etkin olmamasının yanında, iç finansal serbestleşmenin bankacılık sektöründeki diğer bir uygulaması da kamunun bankaların kredi verme işlemleri üzerindeki etkisinin kaldırılmasıdır. İç finansal serbestleşme uygulaması gerçekleştirilmeyen ekonomilerde, kamu hangi sektörlerle hatta hangi gruplara kredi verileceği konusunda bankaları yönlendirmektedir. Yönlendirme mekanizmasının gücü bankacılık sektöründeki kamu bankalarının varlığı ölçütünde artış göstermektedir. Yapılan bu müdahaleler, fonların etkin alanlara yönlendirilmesini engelleyen bir durumu teşkil etmektedir. Bu noktada kamuya yakın çevrelerin piyasa şartlarından daha

uygun kredi imkânlarına ulaşması söz konusu olabilmektedir. Ahlaki tehlike ve ters seçim olumsuzluklarının kamu kaynaklı finans sektöründe oluşumu, banka ve reel sektörü dengesizliğe ve kırılganlığa sürükleyen etmenler arasında yer almaktadır (Schmukler, 2008). Dolayısıyla kamu bankalarının iç finansal serbestleşme uygulamaları sırasında özelleştirilmesi, kamu kaynaklı çarpıkları en aza indirmek adına yapılan serbestleşme uygulamaları arasında yer almaktadır (Yaşgöl, 2003). Bu uygulamaların yanında finansal işlemlerin piyasaya bırakılması, finansal aracı kuruluşların piyasaya giriş ve çıkış şartlarının belirlenmesi, finansal yatırım araçlarını çeşitlendirmek, piyasa şartlarına bırakılan finansal sektörün etkin çalışması için gerekli düzenleyici ve denetleyici kurumları meydana getirmek diğer önemli iç finansal serbestleşme uygulamalarıdır (Ghosh, 2005). Ancak iç finansal serbestleşme uygulamalarında en göze çarpan uygulama, faiz oranlarının piyasa şartlarına bırakılmasıdır. Bu uygulamanın gerçekleşmesindeki en büyük amaç ise artan faiz oranları vasıtasıyla tasarruf oranlarını artırmaktır. Finansal serbestleşme öncesi özellikle enflasyon oranı yüksek ekonomilerde hane halkı ve yatırımcılar, enflasyona karşı korunaklı alanlara tasarruflarını yönlendirmektedirler. Döviz, altın ve arazi gibi üretken olmayan alanlarda fonların birikimi, yatırımları finanse edecek finansmanların yetersiz kalmasına yol açmaktadır. İç finansal serbestleşmeyle artan faiz oranları, yastık altı ve üretken olmayan alanlarda toplanmış fonların finansal sisteme aktarılması sağlanarak ekonomik büyüme için gerekli yatırımların gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2005). Artan faiz oranları neticesinde hedeflenen diğer unsurlar arasında dışarıya doğru sermaye göçünün engellenmesi ve dışarıdan sermaye girişlerinin sağlanması yer almaktadır. Finansal sistemde hem yurt içi fonlarının birikmesi hem de yurt dışından fon girişinin sağlanması yatırımları finanse edecek gerekli fonların oluşumuna neden olacaktır. Yatırımların iç finansal serbestleşme uygulamaları sonrasında gerçekleşmesinin ise üretim ve gelir seviyesinin artmasına yol açması ve bunların sonucunda tasarrufların artması, iç finansal serbestleşmenin en önemli hedefidir (Quartey, 2008). İç finansal serbestleşme uygulamalarının sonrasında beklenen olumlu sonuçlar birkaç unsura bağlıdır. Öncelikle iç finansal serbestleşme uygulamasına gidilmeden önce finansal sistemdeki dengesizlikler ve kırılganlıklar yapısal reformlarla ortadan kaldırılmalıdır. Kamunun kredi ve finansal piyasadaki hâkimiyetinin azaltılması yanında düzenleyici ve denetleyici kurumların hayata geçirilmesi de iç finansal serbestleşme politikalarının başarılı olmasında elzem olan diğer politikalar arasında yer almaktadır (Albayrak, 2019).

1.2.3.2. Dış Finansal Serbestleşme

Dış finansal serbestleşme, ulusal bir ekonomide yabancı para birimleri üzerinden gerçekleşen finansal ve ekonomik işlemlerin serbest hale getirilmesi, sınırlamaların, yasakların ve düzenlemelerin kaldırılması veya daha esnek hale getirilmesi anlamına gelmektedir. Dış finansal serbestleşme, ulusal finansal sistemin dünyayla entegrasyon sağlaması için ulusal sistemin dış piyasalara tabi olduğu işlemlerin üzerindeki kontrollerin kaldırılması veya hafifletilmesini içeren uygulamaları kapsamaktadır.

Dış finansal serbestleşmeyle birlikte söz konusu ekonomideki yerleşikler, dış piyasalarda finansal işlemler gerçekleştirebilecektir ve bu kolaylık aynı zamanda dış piyasadaki aktörler için de geçerli hale gelmektedir. Sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılması, dış finansal serbestleşme uygulamalarındaki en önemli adım olarak değerlendirilmektedir. Yerleşiklerin ve yabancıların döviz cinsinden işlemlerine serbestlik getirilmesinin yanında dış finansal serbestleşme uygulamaları arasında finansal kazançlar üzerindeki vergilerin azaltılması, finansal sisteme dair mevzuatın uluslararası standartlara uyumlu hale getirilmesi, döviz kurlarına müdahalelerin kaldırılması ve yabancı finansal kuruluşların ulusal ekonomide faaliyet göstermesini serbest hale getiren uygulamalar, dış finansal serbestleşmede yer alan diğer politikalar (Williamson ve Mahar, 2002).

Yabancı para birimlerinin serbest hale getirilmesi hem yerleşikler hem de yerleşik olmayanlar üzerinden gerçekleştirilmektedir. Ekonomideki yerleşik kişi veya kurumların döviz cinsinden varlık edinebilmeleri veya döviz cinsinden borçlanma gerçekleştirmeleri dış finansal serbestleşme içerisinde değerlendirilmektedir (Kazgan, 1994). Yerleşik olmayan kesim ise dış finansal serbestleşme ile söz konusu ülkedeki finansal piyasalarda işlemler gerçekleştirebilmektedir (Esen, 2000). Yurt içi ve yurt dışı sermaye transferleri, döviz cinsinden işlemlerin mümkün kılınması ise ödemeler bilançosundaki sermaye kaleminin serbestleşmesi anlamına gelmektedir (Cicioğlu, 2009). Bu bilgiler doğrultusunda, dış finansal serbestleşme uygulamaları temelde üç ana işlem üzerinden sınıflandırılmaktadır. Bu işlemler içe dönük, dışa dönük ve döviz cinsiyle yapılan yurt içi işlemler olarak tanımlanmaktadır. İçe dönük işlemler yerleşiklerin döviz cinsinden işlemlerindeki kısıtlamalar devam ederken yerleşik olmayanların yurt içi piyasada serbestçe işlemler gerçekleştirilmesinin önü açılmaktadır. Dışa dönük işlemler, yerleşiklerin yurt dışı piyasalarda finansal işlemleri yapabilmelerini sağlayan uygulamaları kapsamaktadır. Son işlem türünde ise yerleşikler, kendi aralarında döviz cinsinden borç alacak ilişkileri gerçekleştirecek imkânı kavuşmaktadır (Ghosh, 2005). Dış finansal serbestleşme uygulamaları, çeşitlilik gösterse de bu uygulamalar arasında yer alan sermaye akımlarına hareket serbestliği tanınması en çok dikkate alınan dış finansal serbestleşmedir. Dış finansal serbestleşme uygulamasındaki temel hedef, ülke ekonomisine kalkınma ve büyüme projeksiyonunda gereksinim duyduğu fonlara ulaşım kolaylığı sağlanmaktır ve iktisat yazınında bu hedefi temellendiren birçok görüş bulunmaktadır. Bu görüşler arasında en dikkat çeken ve dış finansal serbestleşme konusunda en tatmin edici görüşü sunan taraf Neo-klasiklerdir. Neo-klasiklere göre dış finansal serbestleşme uygulaması, dünya genelinde kaynakların etkin kullanımını artırıcı yönde etkiye neden olmaktadır. Sermaye zengini, gelişmiş ülkelerden sermaye noksanlığı yaşayan az gelişmiş ülkelere sermaye transferi getiri ve yatırım olanaklarının artmasına kaynaklık etmektedir. Gelişmiş ülkeler, daha fazla getiri elde etmek için faiz oranı yüksek olan ülke gruplarına sermayelerini yönlendirmeleri kazanç oranlarını artırma şansı sunarken az gelişmiş ülkeler ise gelen fonları yatırımlara aktararak yetersiz tasarruf düzeylerinin ötesinde bir ekonomik performans sergileme fırsatına erişeceklerdir (Naveed ve Mahmood, 2016).

Dış finansal serbestleşmenin ülke ekonomilerinin yararına gerçekleşeceğini öngören teorik görüşler birtakım ön koşulların var olmasını bu noktada işaret etmektedirler. Dış finansal serbestleşme uygulamasından önce kamunun bütçe açığı ve cari açık sorunsalını çözüme kavuşturması önem verilen alanlardan birini meydana getirmektedir. Bütçe ve cari dengedeki kırılganlıkların üstesinden gelinmeden gerçekleşen dış finansal serbestleşme uygulamaları, ülke ekonomisini daha da kırılgan hale getirebilmektedir. Hatta dış finansal serbestleşme ile ülkeye yabancı sermaye girişlerinin yaşanması ve gelen fonların yatırımlardan ziyade bütçe ve cari dengenin finansmanında kullanılması sermayenin tersine döndüğü zamanlarda ülke ekonomisinin krize sürüklenmesine yol açabilmektedir. Dış finansal serbestleşmesinin ekonomiye olan etkisinde diğer bir önemli unsur, döviz kurları üzerindeki kamu müdahalesinin boyutudur. Bu noktada sabit döviz kuru rejimi varken dış finansal serbestleşme uygulamaları gerçekleştirilmesi önerilmemektedir. Çünkü sermaye çıkışları ya da spekülatif atakların ülke ekonomisine olumsuz etkisi, Merkez Bankasının rezervleri ölçütünde giderilebilmektedir. Rezervlerin yetersiz kalması durumunda ise ülkeler, krizlerle karşı karşıya gelmektedir. Finansal serbestleşme ile krizler üzerine gerçekleştirilen çalışmalarda yerleşik olanların döviz cinsinden işlemlerinin krizin derinliğini artırdığı ileri sürülmektedir. Ulusal para biriminin değer kaybettiği zamanlarda yerleşiklerin varlıklarını döviz cinsinden varlıklara yönlendirmeleri, döviz talebi tırmandırarak krizlerin hem oluşumuna hem de krizin etkilerinin artmasına neden olmaktadır (Ghosh, 2005). Bu sebeplerle dış finansal serbestleşmenin ülke ekonomisine yararlı olması için sağlam bir kamu dengesi olması, cari açık sorunsalının olmaması, kamu ve para piyasası arasındaki dengenin sağlanmış olması gerekmektedir. Bu bağlamda dış finansal serbestleşmenin kırılganlığa neden olmaması için kamunun gerçekleştirmesi gereken ön koşulları bulunmaktadır. Öncelikle serbestleşme hareketinin sıralı yapılması gerekmektedir. Ticari ve iç finansal serbestleşme uygulamalarının gerçekleştirilmemesi ya da bu serbestleşme reformlarının ardı sıra dış finansal serbestleşme uygulamasına gidilmesi durumu, ülke ekonomisini sermaye akımlarına bağlı şoklara karşı kırılgan hale getirmektedir. Bankacılık sektörünün serbestleşme uygulamasının sağlam temeller üzerine yapılmış olması, dış sermaye serbestleşmesiyle gerçekleşecek sermaye girişleri sonrasında sektörde oluşabilecek dengesizlikleri gidermede öne çıkan bir unsurdur. Bankacılık sektöründe kamunun payının azaltılması ve ölçülü denetim-gözetim mekanizması kurulması, bankacılık sektörünün sermaye hareketleri karşısında dayanıklı kılınmasında etkin rol oynamaktadır. Ayrıca, kamunun mali disiplini sağlamadan gerçekleştireceği bir dış finansal serbestleşme, ekonomiyi sermaye akımlarına karşı dirençsiz bırakmaktadır. Bu nedenle, dış finansal serbestleşme sağlamadan üç yıl içinde mali açığın GSYH'ye oranının %5'nin altında tutulması önerilmektedir (Williamson ve Mahar, 2002).

Neo-klasik görüşte, dış finansal serbestleşme ile alakalı saptamalara katılmayan ekoller ve düşünürler de mevcuttur. Dış finansal serbestleşmeyle beklenen sonuçların çoğu zaman geçerli olmayacağını savunan karşı görüşçülere göre finansal piyasalar, Neo-klasiklerin öngördüğü gibi etkin çalışmamaktadır. Ayrıca finansal piyasalarda yatırım ve tasarruf oranları birbiriyle uyumlu hareket etmemektedir. Karşıt görüşün bu savlarına ek olarak, dış finansal serbestleşme ile gelen fonların

yatırımlardan ziyade kamunun bütçe açıklarında ya da cari açığın finansmanında kullanacağını, bu durumun ise ekonomik büyümeden ziyade krizlerin yaşanmasına zemin hazırlayacağını da belirtmektedir. Kamu açıklarının, dış sermaye girişiyle finansman kolaylığının kamu harcamalarında israfa neden olacağını, bu durumun da faiz oranlarını daha da yükselteceğini belirtmektedir. Faiz oranlarının yükselmesinin reel yatırımları azaltacağı ve gelen fonların spekülasyon alanlara kayacağı dış finansal serbestleşmenin diğer bir olumsuz etkisidir. Fonların bu yolla kısa vadeli spekülasyon bir görünüm alması, finansal serbestleşmenin akabinde krizlerin yaşanmasını beraberinde getirmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2005).

1.2.4. Üretimin Küreselleşmesi

Küreselleşme öncesi üretim süreci bir ülkede gerçekleşmekteydi. Ara malın ve ham maddelerin ülke içerisinde noksanlığı, bu malların ithalatını zorunlu kılarken üretim sonrasında ortaya çıkan arz fazlalığı başka ülkelere satılmaktaydı. Üretim sürecinin her aşamasının aynı ortamda veya aynı ülkede gerçekleşmesi, küreselleşme öncesi genel bir durum görünümündeydi. Küreselleşmenin bu ortamda gerçekleşmesi alışlagelmiş üretim sürecini baştan ayağı değiştirmiştir. Dünyayı küresel bir pazar olarak kabul eden küreselleşme, üretim tekniğini de bu yapıya uygun hale getirmeye yönelik adımlar atmıştır. Üretim sürecinin her aşamasının daha da ayrıntıya girerek alt bileşimlerine ayrılması ve her bileşimin en uygun lokasyona taşınması üretimin küreselleşmesi anlamına gelmektedir. Günümüz dünyasında artık, bir şirketin organizasyon yapısı birçok ülkeye dağılmış durumdadır. Üretimde iş bölümünün yanında pazarlama faaliyetleri, yönetim kurulları, satış sonrası destek birimleri farklı kıtalarda faaliyet gösterebilmektedir (McAlister, 2005). Küresel ekonomik sistemde şirketler, ara malı maliyetini, iş gücü maliyetini ve dışsal maliyetleri en aza indirecek şekilde üretim yapılarını ülkelere dağıtmaktadırlar (Alçingi, 2021:18-19). Üretimin parçalara ayrılıp tüm dünya coğrafyasına yayılması üretimin küreselleşmesini belirten diğer bir anlatımdır (Şimşek, 2017).

Üretimin küreselleşmesi, kitlesel tüketim mantığının da değişmesine yol açmıştır. Üretim tekniğinde ve kitlesel tüketim davranışlarındaki değişimleri açıklamada iki görüş öne çıkmaktadır. Birinci görüşe göre küreselleşme farklı coğrafyalarda yaşayan insanları tek tipleştirilmektedir ve bunun neticesinde dünyanın her yerinde aynı ürünlerin üretimi ve satışı söz konusu olmaktadır. Diğer görüşte ise mevcut üretim tekniği kitlesel üretiminin yanında sipariş usulü üretimi de öne çıkardığı yönündedir. Müşterilerin kişisel tercihlerine göre firmaların mal üretiminde farklılaşma yoluna gittiği ve üretimin toplumsal boyuttan kişisel alanlara hitap edecek şekilde evrildiği ikinci görüş tarafından vurgulanmaktadır. Günümüz dünyasına bakıldığında üretim ve tüketim kalıplarının her iki görüşü de doğrulayacak şekilde ilerlediği anlaşılmaktadır. Küreselleşme insanları yakınlaştırsa da bireyler tükettiği mallarla farklılıkları gösterme eğilimindedir. Dünyanın her köşesinde Coca-Cola, Pepsi, McDonalds

gibi firmaların ürünleri standart olmasına karşın kişiye ait ürünler de bir o kadar farklılık göstermektedir. Bu farklılaşma aynı sektör içerisinde dahi görülmektedir. Örneğin, yazılım şirketleri dünyadaki genel kullanıcılara hitap eden ürünler üretirken cep telefonu üretiminde ise kişisel tercihler göz önüne alınarak üretim gerçekleştirilmektedir (Güzeltik, 1999).

1.2.5. Küreselleşmenin Siyasi ve Kültürel Boyutu

Küreselleşme tek bir kavrama ve olaya indirilebilecek kadar basit bir olgu değildir. Uluslararası alanda ticaretin, sermayenin ve üretim faaliyetlerin bütünleşmesi, beraberinde birçok ulusal değerlerin de küreselleşmeden etkilenmesine yol açmıştır. Diğer küreselleşme çeşitlerinde olduğu gibi siyasi ve kültürel boyutta küreselleşme üzerinde de lehte ve aleyhte söylemler bulunmaktadır. Bu boyutu destekleyen görüşe göre, birkaç yüzyıl öncesinde aynı ülkede yaşayan insanların bile iletişimi kısıtlı iken günümüz dünyasında ülkeler arasındaki mesafeler ilerleyen teknolojiyle birlikte önemsiz hale gelmiştir. Bu gelişmeler sayesinde insanların farklı kültürleri tanıyarak kültürel anlamda ilerleyeceği ve kültürel alana ait çatışmaların yok olacağı lehte durumların düşüncesidir. Aleyhte olanlar ise küreselleşmenin gelişmiş ülkelere ait hayat tarzının çevre ülkelere empoze edilmesi olarak değerlendirmektedir. Yerel değerlerin batı kültürünün yayılma alanına girmesi ve insanların tüketim ve hayat tarzı alanında homojenleşmesi küreselleşmenin insan hayatına bir başka etkisi olarak kabul edilmektedir (Aktan ve Şen, 2001). Siyasi ve kültürel alandaki küreselleşme en çok tartışmanın yaşandığı küreselleşme adımı olarak değerlendirilmektedir ve bu küreselleşme biçimi çoğu zaman pejoratif söylemde bile kullanılmaktadır. Bu süreçte insanların zevk ve tercihlerinin benzemesi ekonomik küreselleşmedeki başat aktörler olan çok uluslu şirketlerin bir dayatması olarak düşünülmektedir. Yerel değerlerin önemsizleşerek tüketime dayalı bir kültürün empoze edilmesi siyasi ve kültürel boyuttaki küreselleşme karşıtlarının söylemleri arasında yer almaktadır.

Kültürel boyutun yanında siyasi bağlamda da küreselleşme yönünde farklı taraflarda duran görüşler mevcuttur. Siyasal boyuttaki küreselleşmeye yönelik tartışmaların yoğunlaştığı alanlardan biri de ulusal devlet erklerinin yeni düzende işlevinin ne olacağıdır. Ulus üstü kurum ve kuruluşların ulusal devletin yerini alacağı ve küreselleşme süreciyle birlikte ulus devletlerin işlevselliğini yitirerek devletin ve toplumun bu yeni dönüşüme bağlı olarak değişeceği küreselleşmenin siyasal boyutunda dikkat çeken söylemlerdir (Gençler, 2003). Tartışmaların odak noktası da ulus devletlerin bu süreçteki konumu ve yaşanacak değişimlerdir. Küreselleşme faaliyetlerinin hız kazanmasıyla ulusal ekonomiler devlet kontrolü ve denetimden uzaklaşmaktadır. Serbest piyasa güçlerinin hâkimiyet alanını artırdığı, bürokrasinin küçüldüğü, özelleştirme faaliyetlerinin hız kazandığı bir ortam, sermaye ve dış ticaretteki engellerin kaldırılmasına ve hayatın her alanda devletin gölgesinin seyrilmesine yol açmıştır. Bu değişimler doğrultusunda lehte duran taraf, insanoğlunun yaşadığı sorunları ve hayat şartlarını artırıcı

uygulamalar ülkelerin içinde bulundukları kuruluşlarla ortaklaşa belirlenecek ve gerçekleştirilecektir. Kolektif hareket ise daha hızlı ve etkili şekilde uygulamaların hayata geçirilmesini sağlayacağı siyasal boyutta küreselleşmeyi savunanlar tarafından ifade edilmektedir. Aleyhte duranlar için ise siyasal boyutta küreselleşme batı dünyasının sömürge ve emperyalist görüşlerini olumlu gösteren bir söylemden öteye gitmemektedir. Refah devleti anlayışının küreselleşme ile seyreltilmesinin çevre ülkelerdeki insanların hayatlarını kötüleştireceği karşıt görüş tarafından dile getirilmektedir (Ougaard,2004; Haynes, 2016).

1.3. Küreselleşmeye Yönelik Görüşler

Küreselleşmeye yönelik görüşler veya diğer bir ifadeyle küreselleşme yaklaşımları literatürde birçok unsur göz önünde alınarak ifade edilmeye çalışılmaktadır. Göz önünde bulundurulan etmenlere göre ikili, üçlü veya dörtlü küreselleşme yaklaşımlarına rastlanmaktadır ancak üzerinde en çok uzlaş sağlanmış ve en yaygın kullanılan sınıflandırma biçimi, Held ve McGrew (2000)'in ileri sürdüğü üçlü küreselleşme yaklaşımıdır. Held ve McGrew (2000), çalışmalarında küreselleşmeye yönelik görüşleri aşırı küreselleşmeciler (Hyperglobalist), şüpheciler (sceptic) ve dönüşümcüler (transformationalist) olarak sınıflandırmışlardır. Bu konu başlığı altında Held ve McGrew (2000)' in (2000) görüşleri göz önünde bulundurularak küreselleşmeye yönelik görüşler açıklanmaktadır (Munck, 2005).

1.3.1. Aşırı Küreselciler (Hyperglobalist)

Küreselleşme kavramı son 30-40 yılın en çok üzerinde konuşulan ve uzlaş sağlanamayan konularından biridir. Bu tartışmalarda küreselleşme sürecine taraf olanlara aşırı küreselciler veya radikaller adı verilmektedir. Bu görüşe göre küreselleşme süreci, ulus devletlerin denetimden uzak şekilde piyasa şartlarının meydana getirdiği doğal bir oluşum iken küreselleşme, insanların ve ulus devletlerinin içinde yaşadığı yeni bir çağın gereksinimidir. Yaşanılan bu yeniçağda dikkat çekici bir özellik ise çok uluslu şirketlerin ve uluslararası kuruluşların devlet kavramının önüne çıkışıdır. Yeni çağın diğer özellikleri arasında yerel ekonomilerin ekonomik, sosyal ve politik değişimler göstererek küresel pazar anlayışı temelinde yeniden şekillenmesi ve her alanda dünya ekonomisiyle bütünleşmiş hale gelmesi yer almaktadır. Aşırı küreselcilere göre küreselleşme, olması gereken doğal ve zorunlu bir haldir. Küreselleşme ile üretim ve finans başta olmak üzere her ülke ekonomisi bütünleşecek ve yönlendirici güç ise devletlerden ziyade uluslararası şirketler ve kuruluşlar olacaktır (Aydeniz vd., 2012). Aşırı küreselciler, yaşanılacak bu süreçle birlikte dünya refahında ilerleme sağlanacağını ve bu sürecin içinde yer almayan ülkelerin ise ekonomik, siyasal ve kültürel alanlarda gerileyeceğini ifade etmektedirler (Alçingi, 2021:22-23).

Aşırı küreselcilere göre küreselleşme karşıtları, ulus devleti değer yargılarından kopamadıkları için küreselleşme sürecine mesafeli durmaktadırlar. Bu bağlamda aşırı küreselciler, ulus devlet kavramında da geçen yüzyıllara ait sosyal, politik ve ekonomik gereksinimlerden doğan bir kavram olduğunu dile getirmektedirler. İnsanoğlunun yaşadığı zaman dilimindeki gereksinimler kurum ve kuruluşların oluşum gerekçelerini meydana getirdiği ve bu sebepten dolayı ulus devlet kavramının kutsallaştırılmaması gerektiği aşırı küreselcilerin ileri sürdüğü görüşler arasında yer almaktadır. Aşırı küreselciler, ulus-devlet kavramını sanayileşme devriminin bir gereksinimi olarak görmektedirler. Yeni çağın gereksinimi olarak her alanda ulusal sınırların kalkması ve uluslararası kurum ve kuruluşların etkinliğinin küresel boyuta erişmesi olduğu aşırı küreselciler tarafından vurgulanmaktadır (Michael, 2003). Günümüz dünyasında çevre, kalkınma, enerji, teknoloji ve sosyal politikaların ülkelerin bir araya gelerek oluşturduğu uluslararası kuruluşlar bünyesinde belirlenmeye başlanması, aşırı küreselcilerin işaret ettiği unsurlar arasında yer almaktadır. Dönüşümün en çok hissedildiği alanlardan biri ekonomik boyutta yaşanmaktadır. Ulus devletlerin yetki alanı hala güçlü olmasına karşın ulusal ekonomiler küreselleşme sürecine daha hızlı uyum sağlamıştır. Üretim, ticaret ve finans alanında sınırların ortadan kalkması, çok uluslu şirketlerin dünya ekonomisini yönlendirmesi ve dünya genelinde insanların benzer tüketim mallarına yönelmesi ekonomik yapıdaki değişimlere örnek olarak gösterilmektedir (Bozkurt, 2016). Aşırı küreselcilerin üstünde durdukları bir diğer nokta da toplumsal boyutudur. Yeni düzende farklı coğrafyalarda yaşanan toplumların bütünleşeceği küresel bir toplum oluşma sürecinin başlatılacağı ve insanların küresel ortak çıkarlar doğrultusunda hareket edecekleri aşırı küreselcilerin toplumsal öngörüleridir. Toplumların iletişim, ulaşım ve bilgi teknolojilerine erişimindeki farklılıklarının küreselleşme faaliyetleriyle ortadan kalkması son tahlilde yeni bir insan modelinin ortaya çıkmasına yol açacağı, aşırı küreselcilerin öngörülerinde yer almaktadır. Söz konusu savı destekleyecek bir alan ise küresel ölçekte tüketim tercihlerinin tek tipleşmesidir (Erdoğan, 2006; Alçingi, 2021: 22:23).

1.3.2. Küreselleşme Karşıtları

Küreselleşme karşıtları, aşırı küreselleşme görüşünün tam tersi bir cephede yer almaktadır. Küreselleşme karşıtları, aşırı küreselleşme görüşünün savundukları ve küreselleşme sürecinin bütün ülkeler için yararlı olacağı iddiasını kabul etmemektedirler. Küreselleşmeye olumlu yönde bakanlar bu kavramın modern dünyanın gereksiniminden doğduğunu iddia etmektedirler. Karşıt görüş ise küreselleşmenin yeni bir olgu olmadığını ve kökenlerinin sömürgecilik dönemlerine kadar uzandığını işaret etmektedir (Meyer, 2017). Küreselleşme karşıtları, küreselleşme olgusunun abartıldığını ve bu süreçle birlikte meydana gelecek olumlu etkilerin gerçeklikten uzak olduğunu vurgulamaktadır (Bozkurt, 2016:34).

Küreselleşme karşıtları, küreselleşme sürecini merkez diğer bir ifadeyle gelişmiş ülkelerin organize ettiğini ve bu sürecin yeni bir emperyalist olgu olduğunu savunmaktadır. Küreselleşme süreci bu açıdan sadece merkez ülkelerin yararına ve geri kalan ülkelerin bu süreçten fayda sağlayacağı düşünülmemektedir. Küreselleşme taraftarları bu durumu benimseyerek dünya refahının artması için en önemli adım olarak değerlendirirken, karşıt görüşe göre sadece emperyal düşüncenin kitlelerini güzelleştirmesinden ibarettir. Gelişmiş ülkeler, küreselleşmenin sağladığı alanlar sayesinde gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu ucuz işgücünü, doğal kaynaklarını ve pazarlarını bu ülkelerin yararına olacağı iddiasının arkasına sığınarak ele geçirmektedirler. Bu durumu doğrulayan teknik raporlar da mevcuttur. Örneğin, 2001 yılında Dünya Bankasının yayınladığı rapora göre, küreselleşme faaliyetlerinin hız kazandığı zaman diliminden günümüze kadar gelişmiş ülkeler, ihracatlarını ithalat oranlarına nazaran daha fazla artırma şansına kavuşmuştur (Özdemir, 2013). Ayrıca bu ülkelerde kişi başına düşen milli gelirin de aynı ölçütte artış gösterdiği aynı raporda dile getirilmiştir. Ancak, küreselleşme sürecinin çevre ülkelere etkisi benzer ölçüde gerçekleşmemiştir. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler ise bu süreçte daha fazla ithalat yapan ülke konumunda olmuşlardır. Yoksulluk ve gelir dağılımındaki bozukluk küreselleşme sürecinden olumlu etkilenmediği gibi bu ülkelerin ekonomileri yabancı sermayeye bağımlı kılınarak kırılgan bir yapıya bürünmüştür. Özellikle bütçe ve cari dengenin finansmanında yabancı sermaye akımlarının ağırlığının artması, çevre ülkelerin küreselleşme dalgasıyla birlikte krizlerle daha sık yüz yüze gelmesine yol açtığı karşıt görüşün vurguladığı hususlar arasındadır. Buradan çıkarılacak tespit ise küreselleşme zengin ülkelerin çevre ülkelerin kaynaklarına askeri veya siyasi müdahalelerde bulunmayarak yumuşak güç ile ele geçirmesidir ve bu süreci kolaylaştıran uygulamalar da çevre ülkelerin yöneticileri tarafından kolaylaştırılmaktadır. Küreselleşme karşıtlığının düşünsel destekçilerinden birisi de Stiglitz'dir. Stiglitz, (2002) "Büyük Hayal Kırıklığı" eserinde küreselleşmenin merkez ve çevre ülkelere etkisini açıklamaya çalışmıştır ve bu eserinde küreselleşme karşıtlarının görüşlerini büyük ölçüde savunmuştur. Stiglitz (2002) küreselleşmeyi, sadece merkez ülkelerin ticari serbestlik sayesinde maliyetlerini azaltmaya ve kârlılıklarını artırmaya fırsat bulduğu bir süreç olarak tanımlamaktadır. Küreselleşme olgusunu eleştirenlerin diğer bir dayanak noktası ise Marksist kuramdır. Marksist kurama bağlı düşünürlere göre küreselleşme sömürgecilik faaliyetinin ileri bir boyutunu meydana getirmektedir ve toplumların küreselleşme sayesinde birlik oluşturacağı düşüncesi gerçekçi değildir (Held ve McGrew, 2007).

Küreselleşme karşıtlarının üzerinde durduğu diğer bir nokta ise küreselleşme kavramının refah devletini ortadan kaldırmayı amaçlayan ve minimal devlet anlayışının geri getirilmesi için yapılan işlemleri destekleyen bir slogan olduğudur. Küreselleşme ideolojik bir söylem olarak gerçekleri gizleyen bir efsanedir. Ülkeleri ekonomik, sosyal ve politik manada birbirine bağlamaktan ziyade daha da bağımlı hale getirmesi, şüphecilerin küreselleşmeye karşı izlenimlerini ifade etmektedir (Michael, 2003). Yabancı düşmanlığı, göçmen karşıtlığı, artan milliyetçi ve popülist söylemler son zamanlarda karşıt görüşün argümanlarını doğrulayan olaylardır (Ekinci, 2019).

1.3.3. İlimli Küreselleşmeciler –Dönüşümcüler (Transformationalist)

Radikalciler ve küreselleşme karşıtlarına ek olarak, küreselleşme sürecini her iki farklı görüşün ortasında yer alarak açıklamaya çalışan ilimli küreselciler, küreselleşme konusunda fikir beyan eden üçüncü görüştür. İlimli küreselleşmecilere dönüşümcüler adı da verilmektedir ve isimlendirmeyeyle özdeş şekilde küreselleşme sürecini doğal bir dönüşüm olarak nitelendirilmektedir. İlimli küreselcilere göre küreselleşme süreci, dönemin ihtiyaçlarından doğan toplumsal değişimin farklı alanlarda uygulanmasıdır (Castles, 2001). Küreselleşme karşıtlar, ulus devletin küreselleşme ile birlikte ortadan kalkmayacağını, sadece modern şartlara göre yeniden tasarlanacağını vurgulamaktadırlar. Ayrıca ulus devletlerin siyasi, ekonomik ve toplumsal alanlarda karşılıklı bağımlılık düşüncesinde yeniden yapılandırma sürecine girdiği ve bunun neticesinde küreselleşmenin birleştirici bir fonksiyona sahip olacağı bu görüşün ifadesidir. Bu noktada dönüşümcüler hem aşırı küreselcilerin ulus devletin sonu hem de şüphecilerin değişen bir şey yok ifadeleri yerine küreselleşmenin hem ulus devletlerin yeni şartlara göre yeniden tasarımıyla daha da güçleneceğini hem de küresel ticaretin artacağını dile getirmektedir (Bozkurt, 2000).

1.4. Finansal Serbestleşme ile İlgili Teorik Yaklaşımlar

Tasarruf ile faiz oranları arasındaki ilişki, iktisat yazımında üzerinde en çok tartışmanın yaşandığı ve farklı görüşlerin öne sürüldüğü konulardan biridir. İktisadi düşünce tarihinde bu ikilinin ilişkisinin ne yönde olduğuna dair tartışmalar, uzlaşa sağlanamamış alanların başında gelmektedir. 1970’lerde, tüketim mallarının fiyatlarındaki aşırı artışlar ve petrol krizi nedeni ile Bretton Woods sistemi terk edilmiştir. Ülkeler sabit kur politikaların yerine serbest kur sistemi uygulamasına geçmiştir. Bu konu başlığı altında finansal serbestleşme ile ilgili teorik yaklaşımlar detaylı olarak ele alınmaktadır.

1.4.1. McKinnon-Shaw Teoremi

McKinnon ve Shaw (1973), gelir ve ikame etkisinin nispi büyüklüğünün, tasarruf oranları ile faiz oranları arasındaki ilişkinin ne yönde olacağını belirlemede önemli rol oynamasının yanında bazı iktisadi okullar, tasarrufların faiz oranlarından ziyade milli gelir tarafından belirlendiğini ileri sürmektedirler. Neo-klasik büyüme teorisi, bu konuda teorik söylemlerde bulunan önemli bir görüşlerden biridir. Neo-klasik büyüme teorisine göre para ve sermaye arasında tam ikame ilişkisi bulunmaktadır ve finansal varlıkların reel getirisindeki düşüş, iktisadi büyümeyi artırıcı yönde etkinin meydana gelmesine yol açmaktadır. Bu kapsamda Neo-klasik görüşün tam tersi yönünde fikirler ileri süren teoriler de mevcuttur. McKinnon ve Shaw (1973) reel faiz, tasarruf, yatırım ve büyüme oranları arasındaki bağlantıya Neo-klasik görüşten farklı olarak açıklık getirmeye çalışmıştır. McKinnon ve Shaw’ın adı geçen değişkenler arasındaki ilişkiye

yönelik söylemleri, 1973 yılında gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme politikalarının tasarruf ve yatırım oranlarına etkisinin ne yönde olacağına dair gerçekleştirdikleri çalışmanın çıkarımları doğrultusunda şekillenmiştir. McKinnon ve Shaw'ın (1973) bu çalışma için geliştirdikleri model, Gurley ve Shaw'ın 1950'li yıllarda geliştirdikleri borç/aracılık yaklaşımına dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw (1973), öncelikle Neo-klasik görüşün aksine reel para balansları ile yatırımları, tamamlayıcı mal olarak kabul etmişlerdir. Çalışmada üzerinde durulan husus ise gelişmekte olan ekonomilerdeki finansal sisteminin kamuyla olan ilişkisidir ve bu ilişki elde edilen sonuçların temel dayanağını oluşturmaktadır. Finansal piyasalar ile kamu sektörü arasındaki ilişkinin biçimi, finansal baskı unsuru kavramı yardımıyla açıklanmaktadır. Modelde finansal kurumlar, mevduat sahipleri ile yatırım yapmak isteyen girişimciler arasında aracılık yapmaktadır. Ancak kamu kesiminin kronik sorunu olan kamu açıkları, finansal sisteminin esas işlevini yapmasını engellemektedir. Kamu kesimi açıklarının finanse edilebilmesi amacıyla senyoraj gelirinе başvurulmaktadır. Senyoraj gelirinden en yüksek faydayı sağlayabilmek için kamu, finansal sistemi kontrol altında tutmaktadır (Yılmaz, 2024). Gelişmekte olan piyasalarda kamu kesiminin bu yönlü finansal piyasaları yönlendirmesi, finansal piyasalar üzerinde baskıya neden olmakta ve onları işlevsiz kılmaktadır. Finansal baskı ve kontrol unsuru ise reel faiz oranlarının piyasa denge seviyesinden aşağıda tutulması yoluyla gerçekleşmektedir. Reel faiz oranının piyasa dengesinin altında tutulması, tasarruf oranının düşük olmasına ve bunun neticesinde yatırımları finanse edecek fonların oluşmamasına yol açmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal piyasalarının bütüncül bir yapıda olması ve bu durumun finansal kurumların işlevlerini yerine getirmelerini olumsuz etkilemesi McKinnon ve Shaw'ın ileri sürdüğü diğer bir argümandır. Finansal baskının tasarruf oranlarını düşürdüğü ve kaynak dağılımının optimal gerçekleştirilmesini engellediği yazarlarca vurgulanmaktadır. Kaynak dağılımını engelleyen başat unsurlardan bir diğeri de mevduat faizlerine ek olarak kredi faizlerinin de tavan oranını belirlemesidir. Rekabetçi yapıdan uzak bir finansal sistemde faizlerin kamu otoritesi tarafından belirlenmesi bankacılık sisteminin faiz dışı alanlarda rekabet etmesine yol açmaktadır. Bankaların reklam kampanyaları düzenlemesi, en küçük yerleşim birimlerine kadar şubelerinin açılması ve farklı alanlardan kâr etme isteğinin, finansal sistemin etkinliğine zarar vermediğini McKinnon ve Shaw (1973) çalışmalarında ifade etmişlerdir. Çalışmada vurgulanan diğer bir husus ise kredi tahsisinde kamu otoritesinin finansal sistemi yönlendirmesi ve fonların etkin olmayan alanlara aktarılması durumudur. Bunun sonucunda McKinnon ve Shaw (1973), banka bilançolarında batık kredilerin oranının artış göstereceğini ifade etmişlerdir. Finansal baskı unsurunun diğer bir yansıması da tasarruf sahipleri üzerinde vuku bulmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde kamu baskısından dolayı faiz oranlarının piyasa dengesinin altında tutulması, ekonomik aktörlerin fonlarını finansal sisteme aktararak değerlendirmesini cazip kılmamaktadır (Uygur ve Pasu, 1993). Buna ek olarak bu ülke gruplarında enflasyon oranlarının yüksek olması, hane halkının tasarruf davranışlarını etkilemektedir. Yüksek enflasyonun varlığı, reel faiz oranlarını daha aşağı çeken bir unsurdur. Bu şartlar altında hane halkı, tasarruflarını enflasyona karşı korunaklı varlıklarla değerlendirmektedir. Bireylerin fonlarını finansal sistem yerine enflasyona karşı korunaklı alanlara aktarması, finansal sistemdeki fonların düşük seviyede kalmasına yol açmaktadır. Kamu denetimiyle düşük tutulan faiz oranlarının kaynak dağılımına diğer bir olumsuz etkisi de bu fonların sadece hükümete yakın çevrelerce elde edilmesidir. McKinnon ve Shaw (1973), bu durumun fon

gereksinimi duyanları resmi piyasalar dışından fon elde etmeye zorlayacağını ifade etmişlerdir. Onlara göre gelişmekte olan piyasalarda tespit ettikleri söz konusu durumları esas alarak tasarruf ve yatırım oranlarının artması için finansal serbestleşme politikalarını uygulanmasının gerekli olduğunu savunmuşlardır. McKinnon ve Shaw'a (1973) göre finansal serbestleşme ile kamunun faiz oranları üzerindeki kontrolü ortadan kalkacak ve faiz oranları piyasa şartlarına göre belirlenecektir. Artan faiz oranları, tasarrufların finansal sisteme kanalize edilmesini sağlayarak yatırımları finanse edecek fon miktarının artışına neden olacaktır (Howard, 2001). İç piyasadaki etkisinin yanında artan faiz oranları yurt dışı piyasalardan ülkeye fon girişi ile ekonomideki fon arzının daha da genişlemesini sağlayacaktır. Bu görüşlerin doğrultusunda McKinnon ve Shaw (1973) faiz oranları ile yatırım oranları arasında zıt yönlü ilişkinin olmadığı sonucunu ileri sürmüştür ve bu sonuç gelişmekte olan piyasaların finansal serbestleşme politikaları uygulamasının çıkış noktası olmuştur (Karaaba, 2006:41-44).

McKinnon ve Shaw'ın (1973) ileri sürdüğü finansal baskı unsurunu detaylandırmak, onların yatırım oranları ile faiz oranları arasındaki ilişkinin pozitif olduğu görüşünü anlamak açısından önemlidir. Gelişmekte olan piyasalarda kredilerin önceden belirlenmiş sektörlere aktarılması, faiz ve kambiyo kontrolleri ve zorunlu karşılık oranlarının yüksek tutulması, finansal baskı unsurunu meydana getiren kamu müdahaleleridir. Söz konusu ülkeler, finansal piyasalarına serbestleşme politikalarını uygularsa finansal baskı unsuru ortadan kalkacaktır. Finansal serbestleşme politikasıyla faiz oranlarının serbest bırakılması, faiz oranlarının piyasa şartlarına göre belirlenmesini beraberinde getirecektir ve bu ülkelerde faiz oranlarında artış yaşanacaktır. Faiz oranlarındaki artış ise dışarıdan gelen fonlarla ödünç verilebilir fon arzının artmasına ve yatırımlar için daha fazla kaynağın oluşmasına neden olacaktır (Albayrak, 2019:7-9). Reel faiz oranlarındaki artışın, yatırım talebini düşürücü etkisinin kabul edilmesine karşın fonlarda yaşanan artış fonlara erişimi kolaylaştırarak yatırım talebinin artmasına neden olacaktır. Bu durum finansal baskı sisteminde meydana gelen kredi tayınlamasının önüne geçerek üretkenliği artıracaktır (Eser, 1993). McKinnon ve Shaw (1973) söz konusu mekanizmaya kanal etkisi adını vermişler ve kanal etkisinden dolayı yatırım ile faiz oranı arasında pozitif ilişkinin olduğunu işaret etmişlerdir. Ayrıca ödünç verilebilir fon arzının artmasıyla başlayan etkinin ekonominin tam istihdam seviyesine kadar reel anlamda işleyeceğini ve enflasyonist etkinin tam istihdam seviyesinin aşılmasından sonra olacağını çalışmalarında belirtmişlerdir (Öçal ve Çolak, 1999). McKinnon ve Shaw (1973) ayrıca faiz oranlarının tasarruf ve yatırım dengesinde belirlenmesinin piyasa için önemli gösterge olacağını ve bu faiz oranının piyasanın tüm yapısını yansıtacağı için önemli bir bilgi niteliğinde olacağını vurgulamışlardır. Fonların üretken alanlara aktarılması ve kaynak dağılımda etkinliğin yanında finansal serbestleşme doğrultusunda finansal piyasalarda araç çeşitlenmesinin artış göstereceği ve bu durumun finansal derinleşmeyi sağlayarak finansal sistemin gelişmesine katkıda bulunacağı McKinnon ve Shaw'ın (1973) diğer savıdır (Eser, 1993).

McKinnon ve Shaw'ın finansal baskı unsuru temelli teorik yaklaşımı birçok açıdan eleştirilmiştir. Finansal serbestleşme politikalarıyla artan faiz oranlarının beklenildiği gibi tasarruf ve yatırım oranlarını

artırmadığı bunun aksine ülkelerin iç ve dış borç stoklarında artışa neden olduğu eleştirilerin odak noktasını meydana getirmektedir. Ayrıca yatırımlara ulaşım kolaylığı ekonomideki büyük işletmeler için geçerli olurken küçük işletmelerin ise yüksek faizden dolayı yatırım yapamayacağı diğer bir eleştiri argümanıdır (Esen, 1998:25).

1.4.2. Yeni Keynesyen Yaklaşım

McKinnon ve Shaw'ın (1973) geliştirdikleri finansal baskı argümanına dayalı teori, Yeni Keynesyen ekol tarafından eleştirilmiştir. Yeni Keynesyen ekole göre gelişmekte olan piyasalar finansal serbestleşme politikaları sonrasında McKinnon ve Shaw'ın (1973) ileri sürdüğü kazanımları elde etmesi söz konusu değildir. Yeni Keynesyen yaklaşım, McKinnon ve Shaw'ın üzerinde durduğu finansal serbestleşme sonrasında ödünç verilebilir fon arzının artışı düşüncesini temel alarak konuyla alakalı kendi görüşlerini ileri sürmüştür. Yeni Keynesyen yaklaşıma göre ödünç verilebilir fonların McKinnon ve Shaw'ın öngördüğü şekilde artması için ekonominin tam istihdam düzeyinde bulunması gerekmektedir. Yeni Keynesyen yaklaşıma göre gelişmekte olan ülke piyasalarında mevcut ekonomik yapı eksik istihdam seviyesi üzerindedir ve bunun neticesinde finansal serbestleşmenin tetikleyeceği ödünç verilebilir fonlar mekanizması, McKinnon ve Shaw'ın öngörülleri doğrultusunda hareket etmeyecektir (Albayrak, 2019). Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının istikrarlı ve sağlam yapıda olmadığı, Yeni Keynesyen yaklaşımda vurgulanan unsurlar arasında yer almaktadır. Sağlam olmayan finansal yapının dışa açılmasıyla mevcut kırılgan yapının daha da riskli bir görünüm kazanması, finansal serbestleşmenin olumlu etkisinin ekonomide gerçekleşmesini engelleyecektir (Grabel, 1995). Yeni Keynesyen yaklaşım, finansal serbestleşme sonrasında faiz oranlarının kredi mekanizmasının ağırlıklı olduğunu, gelişmekte olan piyasalarda kredi ödenmeme riskini artıracaklarını ifade etmektedir. Yeni Keynesyen yaklaşımın finansal serbestleşme olgusuna karşı çıkma nedenleri arasında liberalizasyon politikaların özellikle bankacılık sektörünü kırılgan hale getirmesi yer almaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde finansal sistem bankalar tarafından yönlendirilmektedir. Finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranlarının bankacılık sektöründeki sorunları artıracak ve riskli konuma getireceği bu görüş tarafından işaret edilmektedir. Bunun yanında finansal serbestleşme sonrasında bilanço yapısı bozulan bankacılık sektörünün finansal krizlerinin başat etmeni olduğu, Yeni Keynesyen görüş tarafından vurgulanmaktadır (Öçal vd., 1997; Hepsağ, 2009; Atamtürk, 2007:78).

Yeni Keynesyen yaklaşımın finansal serbestleşmeye dayalı görüşlerini meydana getiren diğer bir etmen, McKinnon ve Shaw'ın finansal baskı kavramını farklı ele almaları neticesinde oluşmaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin ekonomik büyüme süreçlerini hızlandırmaları için yatırımları finanse edecek kaynaklara ulaşmaları gerekmektedir. Ancak yatırımları finanse edecek kaynakların yetersiz olması, sadece finansal baskı unsurları nedeniyle oluşmamaktadır. Bu ülke gruplarının

gelişmemiş finansal yapısı ve devlet temelli kredi mekanizması, yatırımların etkin finansmanını engellemektedir. Ayrıca bu ülkelerin enflasyon oranlarının yüksek olması, başka bir finansal baskı unsurunun ortaya çıkmasına neden olmaktadır (Eser, 1993).

Keynesyen ekol içerisinde yer alan Post-Keynesyen yaklaşım da finansal serbestleşmeye tavır alan karşıt görüşler arasındadır. Yeni Keynesyen görüşün aksine Post-Keynesyen ekol, açıklamalarında belirsizlik kavramını merkeze almaktadır. Post Keynesyen ekole göre finansal serbestleşme durumunun ekonomide büyüme ve refaha olan etkisi değişkenlik göstermektedir. Bu noktada değişken etkiyi meydana getiren unsurlar ise bilgi eksikliği ve piyasalardaki belirsizliklerdir (Bulut, 2016). Serbestleşme hareketi sonrasında daha karmaşık yapıya sahip olan finansal sistem, bilgi edinme maliyetini artırmaktadır. Finansal işlemlerin karışık bir görünüme sahip olması, finansal sisteminin sağlıklı işlemesi için elzem olan şeffaflığı azaltmaktadır. Post Keynesyen görüşün McKinnon ve Shaw'a karşı eleştirilerin bir kısmı da yatırım fonksiyonu üzerinden gerçekleşmektedir. Post-Keynesyenlere göre yatırımlar tasarruflardan ziyade kârların fonksiyonudur ve ana kaynak sağlayıcı unsur bankalardır. Finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranları, efektif talebi düşürerek firmaların kârlılığını azaltmaktadır (Gibson ve Tsakalotos, 1994; Sara, 2005; Snowdon ve Vane, 2012). Post Keynesyen yaklaşımın finansal serbestleşme aleyhindeki görüşlerini belirleyen diğer bir unsur, finansal serbestleşme sonrasında tasarruflarda ve toplam talepteki değişimler üzerine belirlenmektedir. Post-Keynesyen görüş, burada iki etkinin varlığına işaret etmektedir. Birinci etki McKinnon-Shaw'ın görüşlerine paraleldir. Birinci kanala göre finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranları, hane halkının tasarruflarını mevduat olarak tutma eğilimlerini artırmaktadır. Banka mevduatlarındaki artış, borç verme arzını artırarak borç verme faizlerini azaltıcı etki meydana getirecektir. Borç alma maliyetlerindeki azalma ise yatırımları ve bunun sonucunda milli geliri pozitif yönde uyaracaktır. İkinci kanal ise faiz artışıyla artan tasarrufların toplam talebi düşüreceği biçimindedir. Post-Keynesyen'le ilgili görüş, yatırım ile toplam kâr arasındaki düşüncesi ikinci kanalın bir ekonomi için daha geçerli olacağı yönündedir. Toplam talebin daralması, firmaların satışlarını ve dolayısıyla yatırım kararlarını etkileyecektir (Dutt, 1990; McKinnon, 1991). Finansal serbestleşmenin toplam talebi daraltıcı etkisi, ayrıca dış ticaret üzerinden okunmamaktadır. Finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranları, ülkeyi yabancı sermaye açısından avantajlı konuma getirmektedir. Sermaye girişleri ile artan döviz arzı, ulusal parayı değerli kılarak ihracat üzerinde olumsuz etkiye neden olmaktadır. İhracat eden firmaların mallarının dış piyasalarda pahalılaşması, ihracat performansını daraltarak milli geliri düşürmektedir.

1.4.3. Yeni Yapısal Yaklaşım

McKinnon ve Shaw'ın finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ekonomilerin yararına olacağına dair teorilerini eleştiren diğer bir taraf da yeni yapısalci yaklaşımıcılardır. Yeni yapısalci yaklaşımıcıların

görüşleri 1950’li yıllarda gelişmekte olan ekonomilerin kalkınma sorunlarına dair yapılan tartışmalara dayanmaktadır. Söz konusu zaman dilimlerinde gelişmekte olan ekonomilerin kendilerine has özellikleri ile bunun neticesinde kalkınma ve büyüme politikalarının gelişmiş ülkelerden farklı olmasına yönelik dile getirilen söylemler yeni yapısalci yaklaşımın temellerini oluşturmaktadır. Bu noktada yeni yapısal yaklaşım gelişmekte olan ülkelerde Neo-klasik kökenli politikaların yerine devlet güdümdeki politikaların daha yararlı olacağını ifade etmektedir. Yeni yapısalci yaklaşım benzer gerekçelerle finansal serbestleşmeyi savunan McKinnon-Shaw yaklaşımına karşı çıkmaktadır. Bu bağlamda yeni yapısalci yaklaşım teorisyenleri içinde yer alan Van Wijnbergen (1982) ve Lance Taylor (1983), McKinnon-Shaw’ın görüşlerine en sistematik ve tutarlı eleştiriler sunan araştırmacılarıdır. Lance Taylor öncülüğünde oluşan yeni yapısalci yaklaşımçıların bakış açısına göre finansal serbestleşme, gelişmekte olan ekonomilerin büyüme oranlarını hedefledikleri gibi artırmamakta aksine finansal serbestleşmenin söz konusu ülkelerdeki büyüme oranlarını yavaşlatacak etmenlerin oluşumuna zemin hazırlamaktadır. Yeni yapısalci yaklaşımçıların finansal serbestleşmeye yönelik olumsuz çıkarımlarına ise arz ve talep kanalı göz önünde bulundurularak açıklık getirilmektedir. Yeni yapısalci yaklaşımın arz ve talep kanalıyla ulaştıkları sonuçlar, aslında McKinnon ve Shaw modelinin daha ilk aşamasında gelişmekte olan piyasaların yapısal özelliklerini göz ardı ettiği unsurlar ele alınarak değerlendirilmektedir. Taylor’a (1983) göre, gelişmekte olan ekonomiler üretim sürecinde arz esnekliğine sahip değildirlir ve ekonomik dar boğazlar yaşamakta böylece üretim sürecinin etkinliği azalmaktadır. Girdiler bakımından geniş ölçüde dışa bağımlı olan bu ülkelerde üretim miktarında artış istenilen düzeylere çıkamamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerdeki diğer bir yapısal sorun da ücretlerin ve ürünlerin fiyatlarının belirleme sürecinin etkin olmamasıdır. Ücretlerin belirleme sürecinde üretici taraf belirleyicidir ve sınıfsal çelişkiler bu süreci etkilemektedir. Tasarrufun sadece üretici taraftan kaynaklandığı, çalışanların tasarruf etme eğiliminin düşük olduğuna dair görüş, ücret seviyesinin düşük tutulması gerekçesi olarak kabul görülmektedir. Ürünlerin fiyatlama sürecinde ise mark-up fiyatlaması etkili olmaktadır. Taylor (1983) gelişmekte olan piyasaların adı geçen yapısal özelliklerini göz önünde tutarak finansal serbestleşmenin doğuracağı etkileri, McKinnon ve Shaw tarafından ileri sunulan argümanların aksi yönünde ifade etmiştir. Yeni Yapısalci yaklaşımda finansal serbestleşmenin etkilerini açıklamada kullanılan arz kanalının temel mantığı, finansal serbestleşmenin faiz oranlarını artıracacağı düşüncesi üzerine oluşturulmuştur. Mevcut verimliliği hali hazırda düşük gelişmekte olan ekonomilerdeki firmalar, finansal serbestleşme sonrasında artan faiz oranlarını maliyetlerine eklemek zorunda kalmaktadırlar. Maliyetlerdeki artışın yanında söz konusu ülkelerde firma sayısının son derece sınırlı olması, ürünlerin fiyatlarını belirleme sürecinde firmaların maliyet artışının yanında kâr marjları eklemelerine imkân vermektedir. “Mark-up” fiyatlaması adı verilen bu durum ile meydana gelen finansal serbestleşme sonrasında fiyatlar genel seviyesinin daha da yükselmesine yol açmaktadır (Schwert, 1996; Albayrak, 2019).

Yeni Yapısalci yaklaşımının finansal serbestleşme olgusu için kullandığı diğer bir mekanizma olan talep kanalı ise ürün fiyatlaması durumu sonrasında önem kazanmaktadır. Finansal serbestleşmeyle artan faiz oranları ve “mark-up” fiyatlamasının enflasyonist sürece yol açması, reel ücretlerin düşmesine neden

olmaktadır. Reel ücretlerin artan enflasyon oranıyla erimesi, gelişmekte olan ekonomilerdeki toplam talebi azaltıcı etkinin oluşmasına yol açmaktadır. Bu noktada gelişmekte olan ülkelerinin üretim yapısının ihracattan ziyade yurt içi talebe göre şekillenmesi dikkate alınarak zamanla eriyen yurt içi alım gücünün sonunda büyüme rakamlarını azaltıcı yönde etki bırakacağı ileri sürülmektedir (Özer, 2006:26; Esen, 1998).

Arz ve talep kanalının yanında Yeni yapısalci yaklaşımın finansal serbestleşme üzerine dile getirdikleri görüşlerini temellendiren diğer etken de gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasalar ile bağlantılıdır. Bu ülke gruplarının finansal piyasaları, tam anlamıyla örgütlenmemiş ve derinliği olmayan piyasalardır. Yeni Yapısalci yaklaşım, gelişmekte olan ekonomilerde finansal sistemin ikili yapı sergilediğini ileri sürmektedir. Resmi ve gayri resmi piyasalar veya örgütlenmiş ve örgütlenmemiş piyasalar olarak nitelendiren ikili yapı, McKinnon ve Shaw'un ileri sürdüğü finansal serbestleşme sonrasında meydana gelecek fon arzı artışını engellemektedir. Gelişmekte olan piyasalarda tasarruf sahipleri ve yatırımcılar her iki piyasayı kullanmaktadır. İkili sistemin varlığı, finansal serbestleşme sonrasında yükselen faiz oranları ve enflasyonist süreç, ülkeye gelen fonların banka mevduatlarından ziyade spekülâtif alanlara yöneleceği yeni yapısalcılar tarafından ileri sürülmektedir. Enflasyon oranlarının süreklilik arz etmesi, fonların mevduatlardan ziyade enflasyona karşı güvenli liman olarak lanse edilen spekülâtif alanlarda kullanılması, McKinnon ve Shaw'ın finansal serbestleşme sonrası oluşacak fon arzı artışının yaşanmasına mâni olmaktadır. Yeni yapısalci yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerin adı geçen yapısal unsurları ele alındığında; finansal serbestleşme ile fon arzının artması, artan arzla birlikte yatırımları destekleyecek kredi mekanizmasının çalışması ve artan üretimle birlikte de faiz oranlarında düşme ve enflasyon oranında iyileşme beklentileri gerçekleşmemektedir (Uygur ve Basu, 1993).

Bu görüşlere dayanarak, küreselleşmeyle birlikte yabancı sermaye akımlarında ve finansmanında nicelik ve nitelik değişimi olmuştur. Bu değişimin incelenmesi küreselleşmenin yabancı sermaye ile ilişkisini anlamlandırmada önemli bir rol oynayacaktır.

1.5. Finansman Kaynakları

Sermaye hareketlerinin önündeki engellerin ve sınırlandırmaların kalkması, sermaye akımlarına küresel ölçekte hareket özgürlüğü tanımıştır. Sermayenin liberalleşmesinin yanında, ülkelerin finans ve bankacılık sektörlerinin de dışa açılması ve birbirleriyle bütünleşmiş hale gelmesi, sermayenin hareket kabiliyetini daha da artırmıştır. Dünya sermaye piyasasını dönüştüren bu reformsal hareketlerin etkinliğini artıran diğer bir unsur da bilgi ve iletişim teknolojilerindeki büyük ilerlemelerdir. Günümüz dünyasında ülkeler ve firmalar, dünyanın herhangi bir yerindeki sermayeye ulaşma gücüne sahiptirler. Ülkeler ihtiyaçları doğrultusunda, iç finansman kaynaklarının yanı sıra yabancı finansman kaynakları da

kullanılmaktadırlar. Bu konu başlığı altında finansman kaynakları; vadelerine, kullanım yöntemine, yabancı kaynakların menşine göre, özel ve resmi sermaye hareketlerine göre olmak üzere detaylı olarak incelenmektedir.

1.5.1. Vadelerine Göre Finansman Kaynakları

Finansman kaynaklarının vadesine göre sınıflandırılmasında kredi antlaşmasının yapıldığı tarihle alınan kredinin tümüyle ödenmesini kapsayan zaman dilimi esas alınmaktadır. Eğer bu süre bir yıl ile sınırlı ise finansman kaynağı kısa vadeli olarak nitelendirilmektedir. Bahsi geçen süre bir yılı geçiyorsa finansman kaynağı uzun vadeli olarak değerlendirilmektedir (Kavcıoğlu, 2013:144; Sağın, 2018:6).

1.5.1.1. Kısa Vadeli Finansman Kaynakları

Genel tanımlama temel alındığında, vadesi bir yıla kadar olan uluslararası finansman kaynakları kısa vadeli olarak kabul edilmektedir. Lakin genellikle kısa vadeli finansman kaynakların vadeleri otuz, altmış ya da doksan gün sürelidir (Seyidoğlu, 2017). Kısa vadeli finansman kaynakları, para piyasası aracılığıyla temin edilmektedir. Ülke ekonomileri, kısa vadeli finansman kaynaklarına çoğunlukla likidite sorunları nedeniyle ihtiyaç duymaktadırlar. Merkez Bankası, beklenen getiri ve risk olgusuna çabuk cevap verebilen finansman çeşitlerini kısa vadeli finansman kaynağı olarak nitelendirmektedir. Başlıca kısa vadeli finansman enstrümanları ise ticari bonolar, hazine bonoları, finansman bonoları, ihracat kredileri ve bankaların vadeli mevduatları şeklinde sıralanmaktadır. Merkez Bankasının kısa vadeli finansman kaynağını “carry trade” kavramı üzerinden de tanımlamıştır (Heath vd., 2007). Faiz arbitrajı üzerinden şekillenen bu kavramda, yatırımcıların düşük faiz oranı ve kur düzeyi olan piyasalardan borçlanarak elde ettiği fonları daha yüksek getiri sağlayacak ekonomilere aktarılmaktadır. Örnek olarak faiz oranı çok düşük olan Avrupa Birliği, Japonya ve ABD gibi yerlerden elde edilen fonlar çoğunlukla gelişmekte olan ülke piyasalarında değerlendirilmektedir. Çünkü bu ülke gruplarında tasarruf açığından dolayı faiz oranları uluslararası piyasalara nazaran çok yüksek seviyededir. Ödemeler dengesinde kısa vadeli finansman kaynakları, sermaye hareketleri kalemi içerisinde yer almaktadır. Hesap, kendi içerisinde kısa vadeli sermayeler ise yükümlülükler ve varlıklar olarak iki başlık altında ifade edilmektedir. Varlıklar kalemi dışarıya verilen kısa vadeli finansmanları, yükümlülükler ise TCMB, ticari bankalar ve diğer sektörlerin dışarıdan aldığı kredileri göstermektedir (Kepenek ve Yentürk, 2005).

1.5.1.2. Uzun Vadeli Finansman Kaynakları

Uzun vadeli finansman kaynakları, vade süresi bir yıldan fazla olan sermaye işlemlerini niteleyen bir yabancı sermaye akımı çeşididir. Sermaye piyasası aracılığıyla gerçekleşen uzun vadeli finansman kaynakları genellikle kamunun, bankaların ve firmaların küresel finansal kuruluşlardan veya yabancı devletlerden aldığı vadesi bir yıldan uzun olan kredileri tanımlamak için kullanılmaktadır (Roine ve Waldenström, 2015). Kısa vadeli finansman kaynaklarına nazaran uzun vadeli finansman kaynakları, daha yüksek faiz oranlarına sahiptir. Kullanım yoğunluğu çoğunlukla bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bankaların uzun vadeli finansman kaynaklarına başvurma nedenleri arasında elde edilen fonlarla bankaların yükümlülüklerini rahatlıkla yerine getirebilmek ve mali yapılarını güçlendirmek yer almaktadır. Uzun vadeli finansman kaynaklarının verimliliği ve üretimi artırıcı alanlarda kullanılmasının ekonomik yapıya olumlu etki etmesi beklenmektedir. Kamunun ve bankaların yanında özellikle reel sektörlerdeki firmaların da uzun vadeli finansman kaynaklarına erişimlerinin kolaylaştırılması, Uluslararası Finans Kurumu (IFC-International Finance Corporation) tarafından önerilmektedir. IFC, reel sektördeki firmaların uzun vadeli finansman kaynaklarını daha yoğun ve etkin bir şekilde kullandığı takdirde küresel ölçekte verimliliğin ve etkinliğin artacağını ifade etmektedir (Sağın, 2018:7).

Uzun vadeli finansman kaynakları, farklı finansal enstrümanlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu finansal araçların içerisinde ise doğrudan yabancı sermaye ve portföy yatırımları öne çıkan uzun vadeli finansman kaynaklarıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları (FDI-Foreign Direct Investment) yabancı yatırımcıların veya finansal kuruluşların bir ülkede yeni bir fabrika ya da işletme kurması, mevcut bir firmayı satın alması, kurulu bir firmanın sermaye artırımını gerçekleştirmesi ya da bir firmaya kuruluş sermayesi sağlanmasını kapsamaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, gerçekleştiği ülke için birçok açıdan yarar sağlayan bir finansman kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Örneğin doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını gerçekleştiren kurumlar, kendi yapılarındaki teknoloji ve yönetim bilgilerini de yatırımın yapıldığı ülkeye getirmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF-International Monetary Fund), yabancı yatırımcıların yerleşik bir ekonomideki bir firmanın hisse senetlerinin en az %10'luk kısmını satın alması durumunu da “doğrudan yabancı sermaye yatırımları” olarak değerlendirmektedir. Bu tür yatırım araçlarının doğası gereği uzun vadeli olması ve kısa vadeli sermaye yatırımları gibi ani çıkış yapma özelliği göstermemesi, yatırım yapılan yerleşik ülkenin ekonomik dengesini bozacak etkileri önlemektedir (Karluk, 2003).

Diğer bir uzun vadeli finansman kaynağı ise portföy yatırımlarıdır. Portföy yatırımları, menkul kıymet işlemlerinin sınır ötesinde gerçekleştirmesi halini belirtmektedir. Başlıca portföy yatırımları: hisse senedi yatırımları ve devlet tahvilleridir. Portföy yatırımları, tanım gereği uzun vadeli finansman kaynakları içerisinde yer almasına rağmen likit varlık ve alım-satım işlemlerinin hızlı gerçekleştirilmesinden dolayı her zaman uzun vadeli olma özelliği göstermemektedir. Bu özelliklerinden

dolayı kısa vadeli yabancı sermaye yatırımları gibi yöneldiği piyasalardan hızlıca çıkış yapabilmektedir ve bu durum makroekonomik değişkenler üzerinde dengesizliğe neden olabilmektedir (Berlung vd., 2001).

1.5.2. Kullanım Yöntemine Göre Finansman Kaynakları

Finansman kaynaklarının sınıflandırılmasında temel alınan diğer bir ölçüt de bu kaynakların temin edildikten sonra hangi amaçlar için kullanılacağıdır. Elde edilen finansman kaynaklarının önceden hangi alanlarda ve sektörlerde ne amaçla kullanılacağını belirlenmesi ile ülke ekonomilerinin finansman kaynaklarından elde edeceği verimlilik artacağı gibi bu kaynakların ödemelerinin de sağlıklı şekilde gerçekleştirilmesini kolaylaştırılacaktır. Bilhassa gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler için bu durum daha önemlidir. Bu ülke grupları, tasarruf eksikliğinden dolayı gereksinim duyulan yatırım projelerini gerçekleştirememektedirler. Elde edilen fonların, kalkınma ve büyüme performansını artıracak alanlara aktarılması önem kazanmaktadır. Bir ülke ekonomisi, yurt dışından elde ettiği finansman kaynaklarını temelde altı farklı şekilde kullanmaktadır. Bu kullanım şekilleri: proje ve program kredileri, serbest ve bağlı krediler, re-f finansman kredileri, ihracat kredileri, ticari ve banka kredileri ile savunma kredileri biçiminde sıralanmaktadır (Savsar ve Yener, 2023).

1.5.2.1. Proje ve Program Kredileri

Proje ve program kredileri, kendi içerisinde alınan kredilerin kullanma bağlılığına göre ikiye ayrılmaktadır. Yatırımların finansmanında kullanıma bağlayıcılığı olan finansman biçimine “proje kredileri” denilmektedir. Proje kredilerinde kredi talep eden taraf, elde edeceği fonları nerelerde kullanacağını fon sağlayan tarafa bildirmektedir ve elde edilen fonların başka alanlarda kullanılması söz konusu değildir. Proje kredileri, kredi veren tarafa göre de farklı anılmaktadır. Proje kredilerini sağlayan taraf kamu kesimi ise “resmi (imtiyazlı) proje kredileri”; yabancı firmalar ya da finansal kuruluşlar ise “ticari proje kredileri” olarak isimlendirilmektedir. Proje kredileri, genellikle milli savunma projelerinde, kamu kesiminin yürüttüğü projelerde ve yap-işlet-devret projelerinde kullanılmaktadır. Az gelişmiş ülke ekonomilerinin dışarıdan aldığı kredilerin büyük bir kısmını proje kredileri oluşturmaktadır.

Program kredileri ise kredilerin hangi alanlarda kullanım bağlayıcılığının olmadığı bir finansman biçimidir. Program kredilerinin kalkınma projelerini finanse etmek için kullanılmasının yanında ilgili kredilerden ülke ekonomisinin dış ticaret açıklarının finansmanında da yararlanılmaktadır. Program kredilerinin kullanım serbestliği sağlaması, ülkelerin bağlayıcı unsurlar olmadan kalkınma ve büyüme projelerini gerçekleştirmesi açısından faydalı görülmektedir. Program kredileri, kalkınma ve büyüme stratejilerinde politika bağımsızlığını olumlu etkilemesine karşın bu finansman biçiminde bağlayıcı

unsurların olmaması, bu fonların verimsiz ve popülist alanlara aktarılması söz konusudur. Bu durum olduğu takdirde ilerideki dönemlerde borç ödemelerinin aksaması karşılaşılabilecek sorunlar arasında yer almaktadır (Seyidoğlu, 1999).

1.5.2.2. Serbest ve Bağlı Krediler

Serbest krediler, belirlenmiş bir projenin finansmanı için temin edilmeyen kredi alan ülkenin arzu ettiği piyasadan mal ve hizmet alma özgürlüğünü sağlayan bir finansman türüdür. Uygulamada pek rastlanmayan bu uzun vadeli kredi türünün faiz oranları da düşüktür. Kredinin kullanım serbestliği, az gelişmiş ülkelere kendi kalkınma stratejilerini belirleme ve uygulama fırsatı tanımaktadır (Ulusoy ve Karakurt, 2004).

Bağlı krediler ise elde edilen fonların hangi alanlarda ve hangi firmalardan alınacağına kadar bağlayıcı unsurlar içeren bir finansman biçimidir. Bağlı kredilerde kredi sağlayan ülke, kredi alan ülkenin alacağı mal ve hizmetleri kendi bünyesindeki firmalardan alma zorunluluğunu getirmektedir. Bağlı krediler, bağlayıcı unsurlar, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Bağlı kredilerde karşılaşılabilecek en olumsuz durum; kredi veren tarafın, küresel piyasalardan daha yüksek fiyattan veya daha az nitelikli malların alımını kredi alan tarafa dikte etmesidir (Uluatam, 2001).

1.5.2.3. İhracat Kredileri

İhracat kredileri, ihracata dönük bir yatırım projesinin gereksinim duyduğu makine ve teçhizatları temin edebilmek adına alınan kredilerdir. İhracat kredilerine, “satıcı kredileri” de denilmektedir. İhracat kredileri, uzun vadeli finansman kaynakları içerisinde yer alan vadesi görece en kısa finansman biçimidir ve faiz oranı yüksektir. Ülkelerin ihracat performanslarını artırmak için gerçekleştirdiği projelerin kuruluş aşamasında ihtiyaç duyduğu maddi kaynakların ihracat kredileri vasıtasıyla elde edilmesi bu finansman biçimini önemli kılmaktadır (Geçer, 2017).

1.5.2.4. Savunma Kredileri

Savunma kredileri; kapsam, içerik ve sözleşmenin yapılış biçimleri göz önünde bulundurulduğundan diğer finansman kaynaklarından ayrılmaktadır. Öncelikle ülkelerin savunma kredilerine başvurma nedenleri savunma sanayisi için lüzum görülen harcamaların gerçekleştirilmesidir. Askeri teçhizat, araç ve gereçler, bu kredilerin sağladığı kaynaklarla karşılanmaktadır ama bu kredi türü

nakdi bir kredi şeklinde değildir. Sözleşme antlaşmaları da diğer kredi türlerinden farklı olarak gizli yapılmaktadır (Ersin, 2023).

1.5.2.5. Ticari Krediler ve Ticari Banka Kredileri

Nakit sıkıntısı yaşayan firmalar, üretimlerine devam edebilmek için gereksinim duyduğu yarı mamul, ham madde ve diğer gereksinimlerine ticari krediler vasıtasıyla erişim sağlayabilmektedirler. Özellikle küçük ve orta ölçekli işletmeler veya yeni kurulan firmalar, bu finansman aracı vasıtasıyla faaliyetlerini sürdürme ve büyütme şansına sahip olmaktadır. Ticari krediler, “açık hesap” ve “borç senetleri” olarak iki farklı biçimde firmalar tarafından kullanılmaktadır. Açık hesap yöntemi, karşılıklı güven esasına dayanan ve yalnızca malın bedeli alıcının hesap defterine kaydedilen bir finansman biçimidir. Borç senetleri biçiminde ise gerçekleşen mal ve hizmetlerin satıcısı olan taraf, kredi alacağını yasal bir belgeye dayandırmaktadır. Ticari kredilerin diğer finansman biçimlerine göre avantajlı konumu, formaliteye bağlı olunmadan kolayca gerçekleştirilmesidir. Ancak ticari kredilerinin faiz oranları, diğer finansman kaynaklarına göre daha yüksektir (Karaatlı vd., 2020).

Ticari Banka Kredileri, herhangi bir ülke ya da ülke topluluğundaki banka ve/veya bankaların başka bir ülkedeki kamu veya özel kuruluşlara verdiği kredilere denilmektedir. Bu finansman türü, özellikle 1970’li yıllardan sonra uluslararası finansal sistemde önem kazanmıştır. Bu finansman biçiminde bir ülkeye veya bir finansal kuruluşa, tek bir bankadan ziyade birçok bankanın oluşturduğu konsorsiyum tarafından kredi sağlanmaktadır. Buradaki amaç, borcun geri ödenmeme riskini konsorsiyumu oluşturan finansal kuruluşlar arasında paylaşmaktır (Ulusoy ve Karakurt, 2004).

1.5.2.6. Re-Finansman (Röfinansman) Kredileri

Refinansman kredileri, borçlu ülkelerin borç ödemede sıkıntıya düşmeleri durumunda borçlarını ödeyebilmek adına gerçekleştirdikleri yeni kredi antlaşmalarını ifade etmektedir. Yeni gerçekleştirilen kredi antlaşmasının faiz yükü daha düşüktür ve alınan krediyle borçlu ülke, eski borç yükünden kurtulmuş olmaktadır. Borç ödemelerini gerçekleştirmek için kaynak sağlayan bu finansman biçimi, özellikle gelişmekte olan ülkeler için çok önemlidir. Gelişmekte olan ülke piyasaları, zaman zaman borç ödemelerinde zorluk yaşamaktadır (Seyidoğlu, 2001: 517). İhracat gelirlerinin dalgalı seyir izlemesi, vergi gelirlerinin yeterli düzeyde olmaması, iç ve dış şokların ülke ekonomisinin performansını etkilemesi, söz konusu ülkelerin dış borç ödemelerinin aksamasına neden olmaktadır. Zaman zaman bu olumsuzluklar, gelişmekte olan ülkeleri borç krizine dahi götürmektedir. Bu noktada borçlu ülkenin borç krizi yaşamaması için yeni finansman kaynaklarına erişmesi, borçlarının ertelenmesi ya da

borçlanma vadesinin yeniden yapılandırılması gerekmektedir. Borçlu ülkenin yeniden borçlanma konusunda zora düşmesi durumunda ise ülkede moratoryum sürecinin yaşanması söz konusu olabilmektedir. Moratoryum, borçlu ülkenin borçlarını ödemeyeceğinin ilan etmesidir. Bu bağlamdagelişmekte olan ülkeleri kısa süreli de olsa rahatlatan, geçici şoklara karşı dirençli kılan, yatırım ve büyüme projelerinin devamını sağlayan ve dış ödemeler dengesinde meydana gelen açıkları gideren refinansman kredileri söz konusu ülkeler için büyük önem arz etmektedir (Kazancı, 2022).

1.5.3. Kaynağın Transfer Olduğu Kesime Göre Sınıflandırma

Yabancı finansman kaynakları, ülke içerisinde özel ve kamu kesimi tarafından talep edilmektedir. Elde edilen fonların, bu iki kesim arasındaki transferi de yabancı finansman kaynaklarının ele aldığı diğer bir sınıflandırma biçimidir. Kaynağın transfer olduğu kesime göre sınıflandırma biçimi, kamu kesimi ve özel sektör kredilerini içermektedir.

1.5.3.1. Kamu Kesimi Kredileri

Yabancı finansman kaynaklara ulaşan ve elde edilen finansman kaynaklarının kullanım yetkisi hükümete ait ise bu finansman biçimine kamu kesimi kredileri adı verilmektedir. Kamu kesimi kredileri, kamunun yetkisinde elde edilen kaynakların yine kamu kesimine transfer edilmesini ifade etmektedir (Kavcıoğlu, 2013). Yabancı finansman kaynakları, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde çoğunlukla kamu kesimi kredileri vasıtasıyla elde edilmektedir. Söz konusu ekonomilerde yabancı kaynakların ağırlıkla kamu kesimi kredileri aracılığıyla gerçekleştirilme nedeni ise devletin bu ülkelerin ekonomilerinde baskın rolde olmasıdır. Bu ülke gruplarında kamunun piyasayı yönlendirme gücünün yüksek olması yanında kalkınma ve büyüme projelerinin devlet erki tarafından gerçekleştiriliyor olması da kamu kesimi kredilerin yabancı finansman kaynaklarındaki ağırlığını açıklamaktadır. Ayrıca bu ülke gruplarının bütçe açıkları, savunma harcamaları, cari açığın finansmanı ve geçmiş borçlarının yüksek olması, kamu kesimlerinin yabancı finansman kaynaklarını talep etmesinde rol oynamaktadırlar (Geçer, 2017).

1.5.3.2. Özel Sektör Kredileri

Yabancı finansman kaynaklarının işlemlerinde borçlu tarafın hukuki statüsü özel kesim ise bu tür kredilere “özel kesim kredileri” adı verilmektedir. Özel kesim kredilerinin borçlu tarafında yer alan aktörler, firmalar ve ticari bankalardır. Özel kesim kredileri ağırlıkla ülkelerin gelişmiş ülkelerdeki özel sektör tarafından talep edilen bir finansman biçimidir. Özel sektör öncülüğünde büyüyen gelişmiş ülkelerin yabancı finansman kaynaklarına ihtiyaç duyması, özel sektörün ihtiyaçları doğrultusunda oluşmaktadır. Firmaların ihracat performanslarını artıracak yatırım projelerini gerçekleştirme ya da sermayelerini artırma istekleri, yabancı finansman kaynaklarına başvurma nedenleri arasındadır. Özel kesim kredilerini gerçekleştiren diğer bir aktör ise ticari bankalardır. Firmalara benzer şekilde, ticari bankalar da sermaye yapılarını güçlendirmek, likidite sıkışıklıklarını gidermek ve yeni yatırım projelerini finanse etmek amacıyla yabancı finansman kaynaklarına başvurumaktadırlar (Sağın, 2018: 15).

1.5.4. Finansman Kaynağına Göre Sınıflandırma

Yabancı finansman kaynaklarının bir sınıflandırma ölçütü de yabancı kaynakların menşei üzerinden yapılmaktadır. Ülkelerin yer aldıkları konumlar bazında finansman kaynağına göre sınıflandırma farklılık göstermektedir. Türkiye ekonomisi için ise bu sınıflandırma biçimi, sermayenin AB kaynaklı ya da diğer yurtdışı kaynaklı krediler şeklinde yapılmaktadır (Sağın, 2018:12).

1.5.4.1. AB Kaynaklı Krediler

Avrupa Birliği hem birliği oluşturan ülkelere hem de birliğe üyelik sürecinde bulunan ülkelere finansman kaynakları sunmaktadır. AB kaynaklı kredilerin genel vizyonu, birlik içerisindeki ve üyelik aşamasında olan ülkelerin yatırım projeleri, AR-GE faaliyetleri veya ödemelerinin finansmanları için gerekli fonları temin ederek birliğin bir bütün halinde gelişmesini sağlamak ve birlik içindeki ülkelerin ekonomik yapılarına bütünlük sağlamaktır (Kavcıoğlu, 2013:145).

Avrupa Birliği üç mekanizma üzerinden finansal işlemlerini gerçekleştirmektedir. Bu mekanizmalardan biri Avrupa Yatırım Bankası tarafından yürütülmektedir. Avrupa Yatırım Bankası hem kendisi hem de uluslararası piyasalarda aracılık işlevini gerçekleştirerek birlik içerisindeki ülkelere düşük faiz ve uzun vadeli krediler sunmaktadır. Sunulan kredilerle birlik içerisinde dengeli bir büyüme trendinin yakalanması amaçlanmaktadır (Yalçın ve Çulha, 2005:36-37). AB içindeki diğer önemli finansman mekanizması, Avrupa Yatırım Fonu aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. 1984 yılında faaliyete

geçen bu kuruluş, küçük ve orta ölçekli firmalara kredi sunmaktadır. Son mekanizma ise AB Yapısal Fonları aracılığıyla yürütülmektedir ve kendi içerisinde Avrupa Kalkınma Fonu ve Avrupa Sosyal Fonu olarak ikiye ayrılmaktadır. Bu fonlar bölge içerisinde sosyal ve ekonomik açıdan birlik oluşturmak, bölgesel dengesizlikleri gidermek, emeğin kalitesini artırmak ve girişimcilik ruhunu artırmak amacıyla kullanılmaktadır (Kavcıoğlu, 2013).

1.5.4.2. Diğer Yurtdışı Kaynaklı Krediler

AB kaynaklı krediler dışında finansman kaynağının geldiği ülkeler veya kuruluşlar üzerinden diğer bir sınıflandırma biçimi ise diğer yurt dışı kaynaklı kredilerdir. Diğer yurtdışı kaynaklı krediler, kendi içerisinde üç alt başlığa ayrılmaktadır. Bu üç alt başlık: yabancı hükümet kredileri, özel kesimden kaynaklı krediler ve küresel kuruluşlardan sağlanan kredilerden meydana gelmektedir.

Yabancı hükümet kredileri, fon fazlası bulunan devletlerin fon ihtiyacı olan ülkelere sağladığı kredilerdir. Burada fon fazlasına sahip ülkeler, belirli faiz oranları üzerinden getiri elde ederken fon ihtiyacı olan ülkeler ise finansman kaynaklarına erişim sağlayarak gereksinim duyduğu yatırımları ve harcamaları gerçekleştirebilmektedir. Yabancı hükümet kredileri, proje veya program kredisi şeklinde verilmektedir. Proje kredisinde finansmanın kullanılacağı alan belirlenmiştir ve kredi alan taraf söz konusu sınırlama üzerinden bu finansman kaynağını kullanabilmektedir. Program kredisinde ise kullanım sınırı söz konusu değildir ve kredi alan taraf kendi kalkınma ve büyüme stratejisi içinde fonlardan yararlanabilmektedir. Bu kredilerin faiz oranları genellikle düşük, vade yapıları ise uzundur (Ateş ve Kendir, 2022). Yabancı hükümet kredileri içerisinde ayrıca devletlerin karşılıklı olarak birbirlerine sağladıkları fon transferi ve hibeler de yer almaktadır (Kavcıoğlu, 2013:147).

Özel kesimden kaynaklı krediler de diğer yurt dışı kaynaklı krediler içerisinde değerlendirilmektedir. Bu krediler, herhangi bir hükümete ya da küresel kredi kuruluşuna bağlı olmadan ticari bankalar aracılığıyla sağlanan kredilerdir. Ticari banka kredilerinin uluslararası sermaye akımlarındaki önemi, özellikle 1970’li yıllardan sonra ortaya çıkmıştır. Petrol krizleri sonrasında artan petrol fiyatları sayesinde yüksek miktarda fon fazlasına sahip olan petrol zengini ülkeler, petrol gelirlerini özellikle Avrupa kökenli bankalar aracılığıyla uluslararası finans dünyasına aktarmışlardır.

Dünyada finansman kaynaklarının aktarımda önemli rol oynayan diğer bir kesim de uluslararası kredi kuruluşlarıdır. Özellikle II. Dünya Savaşı’nın ardından yenedünya düzenini meydana getiren Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Uluslararası Kalkınma Birliği gibi kuruluşlar, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke piyasalarının gelişimi için fon aktarım görevini üstlenmişlerdir. Dünya refah

seviyesini artırmak ve az gelişmiş ülkelerle gelişmiş ülkeler arasındaki farkları azaltmak amacını taşıyan bu krediler, yabancı finansman kaynaklarında önem arz eden bir kredi kaynağıdır.

1.5.5. Özel ve Resmi Sermaye Hareketleri

1.5.5.1. Doğrudan Yatırımlar

Doğrudan yatırımlar ya da diğer bir ifadeyle doğrudan yabancı yatırımlar, uluslararası sermaye hareketlerinde en çok dikkati çeken ve her ülke grubunun bu sermaye hareketini kendisine çekmek için gayret gösterdiği bir sermaye akımı türüdür.

Üretimin ve ticaretin küreselleşmesi 1950’li yıllardan itibaren doğrudan yabancı yatırımlar öncülüğünde gerçekleşmiştir. Bu yatırımları gerçekleştiren kesim ise çok uluslu şirketlerdir. 1970’li yıllardan itibaren ivme kazanan bu sermaye akımı ilk zamanlarda gelişmiş ülkeler arasında gerçekleşmekteydi. 1990’lı yıllar ise gelişmekte olan ülkelerin doğrudan yabancı yatırımlar açısından gözde olduğu zaman dilimidir. Gelişmekte olan ülkeler için en arzu edilen sermaye hareketlerinden biri doğrudan yabancı yatırımlardır. Doğrudan üretime ve istihdama etki etmesinin yanında ve bu yatırımlar vasıtasıyla dış sermaye, yeni teknoloji, “know-how”, yönetim ve pazarlama kabiliyetlerine erişim sağlama imkânı doğrudan yatırımlarının ilgi odağı haline gelmesine kaynaklık etmektedir (Lizondo, 1993). Kısa vadeli sermaye akımların çoğunda spekülasyon alım ve satımların olması, her an çıkış yapma özelliğinden dolayı ülkeyi krize götürme ihtimali, faiz ve kur arbitrajının motifli olmasından dolayı reel üretime katkı sağlamaması söz konusudur. Ancak doğrudan yatırımlarda bu durumlar geçerli değildir ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin aksine akım gerçekleştiği ekonomiyi daha üretken kılan bir uluslararası sermaye akımıdır. Doğrudan yatırımlar, çok uluslu şirketlerin işletmelerin merkezleri dışında bulunduğu ülkelere bir işletmeyi satın almaları, yeni bir işletme kurmaları, mevcut bir şirketin sermayesine katkı sunarak kendi şirketlerine bağlı hale getirmeleri veya bir şirketin hisse senetlerinin %10’undan fazlasını almaları anlamına gelmektedir. Burada çok uluslu şirketler, mevcut üretimlerini başka ülkelere yaymak, yeni bir pazara girmek, yatırım yaptığı ülkenin ham madde, işgücü, konumu ve diğer jeopolitik avantajlarından yararlanmak amacıyla doğrudan yatırımlarda bulunmaktadır. Çok uluslu şirketlerin bu doğrultuda doğrudan yatırımlardan beklentisi maliyetlerini azaltmak ve karlarını artırmaktır. Yatırım çeken ülkeler ise yetersiz bulunan teknoloji, bilgi ve üretim yapılarını doğrudan yatırımlarla iletirmek istemektedir (Seyidoğlu, 2003; Siampan, 2012).

Doğrudan yabancı yatırımları diğer uluslararası sermaye akımlarından ayıran özellik, öz sermaye mülkiyeti içermesidir. Yatırım yapıldığı ülkeye aktif sermaye transferinin yanında duran varlıkların da taşınması doğrudan yabancı yatırımların çekiciliği artıran özelliklerindedir. Ayrıca özellikle kısa vadeli

sermaye girişleri ve çıkışlarının meydana getirdiği kırılganlıklar ve riskler sermaye akımının gerçekleştiği kendi tarafından üstlenilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar ise uluslararası sermaye hareketleri içerisinde en istikrarlı sermaye transferi modelidir ve risk, yatırım yapan kesim tarafında ağırlıklıdır (Yılmaz, 2010).

Doğrudan yabancı yatırımlar çok uluslu şirketin merkezinden farklı bir ülkeye aynı sanayi ve hizmet sektörleri arasında yapılmaktadır. Örneğin A ülkesinin mal ve hizmet sektörlerinden B ülkesinin mal ve hizmet sektörüne doğru bir firmanın satın alınması, yeni veya mevcut bir firmaya sermaye transferinin yapılması yanında teknik bilgi, teknoloji ve kontrol yetkisininiberabesinde getiren yatırımlara doğrudan yabancı yatırımlar denilmektedir (Karluk, 2003).

1.5.5.2. Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketleri içerisinde birçok farklı kredi çeşidini barındıran bir sermaye hareketidir. Bağlı ve serbest krediler, proje ve program kredileri, hkmetler arasında gerçekleşen iki taraflı ya da çok taraflı krediler resmi sermaye hareketleri içerisinde değerlendirilmektedir. Proje kredileri, belirli bir projenin gerçekleşmesi için gereksinim duyulan ithal mal ve hizmetlerin finansmanında kullanılan döviz cinsinden sağlanan bir finansman çeşididir. Program kredisi ise proje kredisinin aksine belirli projeden ziyade kalkınma ve büyüme hedeflerinden gereksinim duyulan mal ve hizmetlerin finansmanı için sağlanan bir kredi biçimidir (Candan, 2007).

Resmi sermaye hareketlerinde kredi sağlayan kuruluşlar çoğunlukla dış devletler, Dünya Bankası, IMF, Avrupa Yatırım Bankası ve İşlam Kalkınma bankasıdır. Kredi talep eden kesimler ise tasarruf açığı bulunan ve kalkınma projelerini resmi kredilerle gerçekleştirmeyi isteyen ülke gruplarıdır (Seyidoğlu, 1999).

İKİNCİ BÖLÜM

2. KISA VADELİ YABANCI SERMAYE HAREKETLERİ

Finansal küreselleşmenin her aşamasında uluslararası sermaye hareketleri de farklı boyutlara evrilmiştir. Finansal küreselleşmenin ilk aşamalarında doğrudan yabancı yatırımlar, kısa ve uzun vadeli krediler, uluslararası sermaye hareketlerinde baskın konumda bulunmaktaydılar. Gelişmiş ülkelerin yanında gelişmekte olan ülkelerin de küreselleşme olgusu içerisinde sermaye akımlarına serbestlik tanımları sermaye hareketlerini hem biçim hem de hacim yönünden etkilemiştir. Serbestleşme uygulamalarının yanında bilgi ve iletişim teknolojilerindeki hızlı ilerlemeler sermaye akımlarını yeni bir boyuta taşıyan diğer bir gelişmelerdir. Gelişmekte olan ülkeler için en cazip ve istenen sermaye hareketi doğrudan yabancı yatırımlardır. Üretkenliğe doğrudan etki eden teknoloji ve bilgi transferine olanak sağlayan bu sermaye akımı 1990'lara kadar uluslararası sermaye hareketleri içinde önemini korumuştur. Finansal serbestleşmenin ilk aşamalarındaki diğer bir baskın konumda yer alan sermaye akımı ise dış borçlanmadır. 1980'lerde başlayan değişim yeni küreselleşme boyutu sermaye akımlarını da etkilemiştir. Yeni finansal küreselleşme dalgasından sonra, 1990'lı yıllarda uluslararası sermaye hareketlerinde başat rol kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına geçmiştir. Özel kanallardan gerçekleştiren bu sermaye akımı dünya tarihinin son birkaç on yılına damga vurmuştur. Gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere faiz arbitrajı kazancı doğrultusunda hareket eden kısa vadeli sermaye akımları beraberinde büyük krizleri ve bunalımları da getirmiştir. Gelişmekte olan piyasaların karşılaştıkları krizlerde ve makroekonomik istikrarsızlıklarda kısa vadeli yabancı sermaye akımları sorumlu olarak görülmektedir.

Kısa vadeli sermaye hareketleri gelişmiş ülke piyasalarından az gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalara doğru yönelmektedir. Gelişmiş ülkelerin sermaye bolluğu durumu faiz oranlarının düşük olmasına kaynaklık etmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda ise tasarruf açığı, kalkınma ve büyüme yatırımlarının talebinin yüksekliği, derinliği olmayan finansal piyasalar ve bu ülkelerdeki tasarruf sahiplerinin verimliliği artırmayan gayrimenkul ve altın gibi alanticesinde faiz oranları yüksektir. Bunların yanında bu ülke gruplarında bütçe açıklarının borçlanmayla karşılanması durumu bu ülkelerdeki faiz oranlarının dünya ortalamasından yukarıda seyretmesinin diğer bir nedenidir. İç borçlanmanın gelişmekte olan ekonomilerde yüksek olması vergi gelirlerin ve vergi uygulamaların yeteri düzeyde olmamasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ekonomilerin eğitim, sağlık, altyapı ve şehirleşme yapılarının yetersiz olması bu alanlara kamunun kaynak aktarmasına yol

açmaktadır (Hannan, 2018). Genel olarak bakıldığında gelişmekte olan ekonomiler, çoklu nedenlerden dolayı kaynak ihtiyacı içerisinde bulunmaktadır. Kendi tasarruf düzeyinin kalkınma ve büyüme projelerinin finansmanında yetersiz oluşu alternatif kaynaklara yönelmesini yol açmıştır. Bunun yanında mevcut üretim yapısının devamlılığı sağlamak ve diğer sosyo-ekonomik projeleri gerçekleştirmek için gelişmekte olan ülkeler zorunlu ithalat yapmak zorundadır. Eğer ekonomileri ham madde ve enerji alanında dışa bağımlıysa zorunlu ithalat miktarı bir o kadar büyümektedir. Bu durumlardan dolayı kısa vadeli yabancı sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler özelinde önemli yere taşınmıştır. Teorik olarak bakıldığında gelişmiş ülkelerdeki fazla fonların faiz oranının yüksek olarak gelişmekte olan ülkelere aktarılması fon sahiplerinin kazançlarını artırmaktadır. Gelişmekte olan ekonomiler ise yatırımları finanse edecek fonları bu sermaye akımlarıyla temin edebileceklerdir. Gelişmekte olan ekonomilerin fonları reel ve üretken alanlarda kullanımı ekonominin üretim kapasitesini artıracak ve artan üretimle elde edilen gelir tasarruf açığını giderecektir. Ancak bu senaryo gelişmekte olan ülkeler özelinde gerçekleşmemiştir. Kısa vadeli sermaye akımlarının girişi sırasında sağlanan ekonomik büyüme tüketim temelli olmuş ve kısıtlı ihracat performansı daha da düşmüştür. Gelişmekte olan ülkelerin hâlihazırda kırılgan yapısı sermaye girişleriyle daha da derinleşmiş ve kısa vadeli sermaye akımlarının hazırladığı birçok finansal kriz yaşanmıştır.

Kısa vadeli sermaye akımları sıcak para olarak nitelendirilmektedir. Genellikle bir yıldan daha az süreli borç alıp verme işlemleri ile spekülasyon alanlarında finansal varlık alım ve satımını içeren dolaylı sermaye yatırımdır. Faiz arbitrajı modelinde hareket eden geri dönüş kabiliyeti çok yüksek olan bu sermaye hareketi en riskli finansman türü olarak kabul edilmektedir. Giriş yaptığı ülkede ortaya çıkacak herhangi bir şok ya da gelişmiş ülkelerdeki faiz artırımına oldukça duyarlı olan kısa vadeli sermaye hareketleri bu konumundan dolayı riskli finansman türü olarak kabul edilmektedir (Demiral, 2006). Özellikle ABD, Japonya ve Avrupa Birliği ekonomilerindeki ekonomik gelişmeler kısa vadeli sermaye akımlarını yönlendirmede etkilidir. Bu ülke gruplarındaki faiz oranlarındaki artış küresel olarak kısa vadeli sermaye akımlarının gelişmekte olan ekonomilerden çıkışını beraberinde getirmektedir. Dış faktörler doğrultusunda bu sermaye türünün hareket etmesi gelişmekte olan ülkeleri savunmasız halde bırakmaktadır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri, küreselleşme sürecinin en önemli sonuçlarından biridir. Teknolojinin gelişmesi beraberinde, dışa açık ekonomilerde yatırımcılara, dışa açık başka ülke veya ülkelere yatırım yapabilme imkânı sağlamıştır. Türkiye dışa açık bir ekonomi olduğu için kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilenmektedir. Bu çerçevede, kısa vadeli sermaye hareketleri ile makro ekonomik faktörler arasındaki ilişkiyi incelemek önemlidir. Bu bölümde, kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik teoriler, iktisat okullarında kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik yaklaşımları, kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen faktörler, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makro ekonomik değişkenlere etkisi ve kısa vadeli sermayeye yönelik önlemler detaylı olarak yer almaktadır.

2.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermayeyi Açıklamaya Yönelik Teoriler

2.1.1. Mundel-Fleming Modeli

Kısa vadeli sermaye akımlarına yönelik teorik çalışmalar, iki ayrı zaman diliminde incelenmektedir. II. Dünya Savaşı öncesinde ülkeler arasındaki faiz farklılığı temel alınırken II. Dünya Savaşı sonrasında ödemeler dengesinin bir unsuru olarak çözümlenmeye çalışılmıştır. Sermaye akımlarını, ödemeler dengesinin bir parçası olarak gören ve uygulanan para-maliye politikaları neticesinde ortaya çıkan faiz değişiminin ödemeler dengesi üzerinden değişim gösterdiğini kabul eden teoriye “Sermaye Akımı Teorisi” adı verilmektedir. “Sermaye Akımı Teorisi”, birbirinden bağımsız şekilde bu konuda çalışma yapan J. Marcus Fleming ve Robert Mundel’in çalışmalarının sonucunda elde edilmiştir. Mundell-Fleming modeli şeklinde ifade edilen bu teori, temel olarak dışa-kapalı Keynesyen gelir-harcama modelinin dışa açık ekonomi biçimi olarak ifade edilebilir (Fleming,1958; Mundell, 1957a:1957b).

Mundell-Fleming Modeli, Keynesyen düşüncenin önemli politika araçlarından olan IS (Mal piyasasında denge)-LM (para piyasasında denge) modelinin dışa açık halidir. John Hick’in fiyatların sabit olduğu varsayımı altında kapalı ekonomiler için geliştirdiği IS-LM modeli, politika yapıcılara, para ve maliye politikalarının etkin kullanım alanlarını göstermektedir. “Mundel-Fleming” modeli ise, IS-LM modeline dış ticaret ve sermaye hareketlerini ekleyerek kısa dönemde farklı döviz kuru ve sermaye rejimlerinin etkisiyle para ve maliye politikaların etkin olma derecesini, teoriksel olarak kanıtlamaya çalışmıştır. Tam sermaye hareketliliği, tam sermaye hareketsizliği ve sınırlı sermaye hareketliliği gibi farklı sermaye hareketleri koşulu altında sabit ve dalgalı döviz kuru rejimlerinde para ve maliye politikalarının milli gelir ve ödemeler dengesine olan etkisinin gösterildiği “Mundell-Fleming” Modeli, 1999 yılında Nobel Ekonomi Ödülü’ne layık görülmüştür. Kapalı ekonomiye dayalı IS-LM ve açık versiyonu olan IS-LM-BP (ödemeler bilançosu dengesi) modeli iktisat yazınında geniş yer bulmuştur (Küçükaksoy, 2006).

Mundell-Fleming modeli, döviz kurlarını ve yabancı sermaye akımlarını açıklayan birçok teoriden içerik açısından farklılaşmaktadır. Modelin temel ayırt edici özelliği, sermaye akımlarının nedenini uygulanan iktisat politikalarına bağlaması ve bu politikalar sonucunda etkilenen yabancı sermaye akımlarının model içerisinde dâhil edilen makroekonomik göstergelere olan etkisini göstermesidir (Kaçar, 2019). Farklı döviz kuru rejimlerinin ve sermaye akımları serbestliğinin değişken olduğu ekonomilerde, sermaye akımlarını etkileyen iktisat politikalarının ve bu politikaların ekonomik dengesinin “Mundell-Fleming” modelinde açıklanması, bu teoriyi önemli kılmaktadır.

“Mundell-Fleming” modeli, geleneksel dışa kapalı, fiyat ve ücretlerin sabit olduğunu varsayan, eksik istihdam temeline dayanan IS-LM modelinin açık ekonomi verileriyle genişletilmiş biçimidir (Kılıçarslan, 2016). Modelin temeli, dışa açık küçük bir ekonomide tam sermaye hareketleri olduğu koşullarına dayanmaktadır. IS-LM modelinin dışa açık versiyonu, modele yeni değişkenlerin eklenmesi ve dışa açık ekonomiye uygun koşullarda yenilenmesi ile meydana gelmektedir. Dışa kapalı IS-LM modelinde ise mal piyasasındaki dengeyi IS eğrisi göstermektedir. IS eğrisinin üzerinde mal piyasasında denge geçerlidir ve IS eğrisi tüketim, yatırım ve kamu harcamalarını içermektedir. Tasarruf, harcanabilir gelirin pozitif bir fonksiyonu iken yatırım harcamaları, faizin negatif fonksiyonudur. Fiyat ve ücretlerin sabit olduğu varsayıldığından beklenen enflasyon ve enflasyonun olmadığı kabul edilir. Bu durum ise nominal faiz oranlarının reel faiz oranlarına eşit olmasına yol açmaktadır. Kamu harcamaları ise otonom kabul edilmektedir. Ekonominin dışa açık hale gelmesi, ihracat ve ithalatın IS denkleminde dâhil edilmesine yol açmaktadır. İhracat, yurtdışı gelirin ve reel döviz kurunun pozitif fonksiyonu iken ithalat yurt içi gelirin pozitif reel döviz kurunun negatif fonksiyonudur. Bu bağlamda reel döviz kurunun artması, ihracatı artırırken ithalatı azaltarak net-ihracatı arttırmaktadır. Modelde reel döviz kurunun ihracat ve ithalat üzerindeki etkisi açıklanırken “Marshall-Lerner” koşulunun pozitif olduğu kabul edilmektedir. LM eğrisi ise para piyasasındaki dengeyi ifade etmektedir. Dışa kapalı versiyonda, bireylerin nakit ve yerli tahviller üzerinden bir portföye sahip olduğu kabul edilmektedir. Dışa açılma sonrasında bireyler portföylerini artık yerli ve yabancı tahvil ve para birimlerinin getirilerini göz önünde bulundurarak oluşturmaktadır. “Mundell-Fleming” modelinde yerli ve yabancı tahvillerin birbirine tam ikame kabul olduğu kabul edilirken para birimleri arasında ikame ilişkisinin olmadığı görüşü hakimdir. Hane halkının nakit tercihlerini sadece ulusal para üzerinden tayin etmesi ve para arzının da IS-LM kapalı versiyonundaki gibi dışsal olması, LM eğrisinin dışa açık versiyonunun dışa kapalı haliyle özdeş olmasına yol açmaktadır (Özdemir, 2013). Bu durumun, geçerliliği ise döviz kuru bekleyişlerinin statik olması varsayımına dayanmaktadır. Döviz kuru değişimleri olmadığında tahvillerin getirileri faiz oranlarına bağımlılık göstermektedir. Örneğin ulusal faiz oranı dünya faiz oranından yüksek ise yerli tahviller, hem yerleşikler hem de yabancılar tarafından talep edilecektir. Ulusal faiz oranının düşmesi ise bu sefer yerli ve yabancıların yabancı tahvillere yönelmesine yol açacaktır. Faiz oranlarının farklılaşması ise tahvil piyasası üzerinden arbitraja yol açarak yurt içi ve küresel faiz oranlarını eşitlemektedir. Dışa açık IS-LM versiyonunda, IS-LM eğrisinin yanında BP eğrisi, ekonominin dengesinin gösterilmesi amacıyla kullanılmaktadır. BP veya ödemeler dengesi eğrisi, bir ekonominin dış dengesinin gerçekleştirecek çeşitli gelir ve faiz oranlarının bileşenlerini göstermektedir. BP eğrisi üzerindeki her noktada ödemeler bilançosu denge durumundadır. BP eğrisi cari işlemler ve sermaye hesabını içermektedir. Cari işlemler hesabında ihracat ve ithalat kalemleri yer alırken sermaye hesabında yabancı sermaye girişleri ve çıkışları izlenmektedir. İhracatı ve ithalatı etkileyen değişkenler yukarıdaki satırlarda bahsedilmiştir. Reel döviz kurunda yabancı gelir düzeyindeki artış, net ihracatı artırırken milli gelirdeki artış ise ithalatı artırarak cari işlemler hesabını kötüleştirmektedir. Bu bağlamda ihracatın artması ve/veya ithalatın azalması ödemeler dengesini pozitif yönde etkilemektedir. Sermaye hesabı ise yurt içi gelirin yurtdışı gelirden göreceli farkı üzerinden değişim göstermektedir. Ulusal faiz oranı yurt dışı faiz oranından görece fazla olduğu durumda ülkeye yabancı sermaye girişi

yaşanmaktadır. Sermaye giriş yoğunluğu ise ülkenin yabancı sermaye girişlerinin serbestlik derecesine göre değişmektedir. Bu noktada cari işlemler ve sermaye hesabı, ödemeler dengesini denkleştirici işlev görmektedir. Örneğin ulusal gelir artışı sonrasında cari işlemler hesabı açık verdiğinde ödemeler dengesinin sağlanması için sermaye hesabı üzerinde yabancı sermaye girişleri faiz oranlarının artmasıyla gerçekleşecektir. BP eğrisinin eğimi bu noktada önem kazanmaktadır ve marjinal ithalat oranının eğimini belirleyen faktörlerden birini oluşturmaktadır. Marjinal ithalat oranı ne kadar fazla olursa ulusal gelirdeki artış uyarılmış ithalatı bir o kadar artırır ve ödemeler dengesinin sağlanması için sermaye girişlerinin o ölçüde fazla olması gerekir. BP eğrisinin eğimini etkileyen başat faktör ise sermaye hareketlerinin serbestlik derecesidir. Tam sermaye hareketliliği olduğunda BP eğrisinin eğimi sıfır iken tam sermaye hareketsizliği durumunda BP'nin eğimi sonsuz yani IS-LM-BP diyagramında milli geliri gösteren yatay kısma dik konumda olmaktadır. Sermaye hareketliliğinin sınırlı olduğu durumda ise BP eğrisi pozitif eğimlidir ve bu konumda yerli ve yabancı tahvillerin ikame esnekleri düşüktür. BP eğrisi üzerinde ödemeler dengede iken eğri dışında noktalarda ödemeler dengesi söz konusu değildir. Tam sermaye hareketleri kabulü durumunda BP eğrisinin üst kısmı ödemeler dengesi fazlasını gösterirken eğrinin altındaki noktalar ödemeler açığı alanlarını ifade etmektedir. IS-LM-BP eğlerinin kesişim noktası ise mal, para ve ödemeler dengesinin sağlayan denge faiz ve gelir düzeyini işaret etmektedir (Ünsal, 2005; Mankiw ve Scarth, 2010).

Öncü teorisyenler olarak Robert Mundell ve J. Marcus Fleming'in geliştirdiği "Mundell-Fleming" modeli, Egon Sohmen'in katkılarıyla günümüzdeki halini almıştır. Bu modelin genel varsayımları aşağıda gösterilmektedir (Ertürk, 1994);

- Fiyatlar ve ücretler IS-LM modelindeki sabit varsayılmaktadır.
- Ekonominin eksik istihdam olduğu kabul edilmektedir.
- Farklı döviz kuru rejimleri mevcut olsa da modelde dikkate alınan temel döviz kuru rejimi esnek döviz kurudur ve döviz kuru değişimlerinde beklentilerin rolü önemsiz kabul edilmektedir.
- Döviz kuru rejiminde olduğu gibi sermaye hareketliliği konusunda da farklı senaryolar üzerinde çalışmak mümkün olsa da tam sermaye hareketliliği dikkate alınmaktadır.
- Küçük ve dışa açık ekonomi temel alınarak model geliştirilmiştir. Söz konusu ekonomideki para ve maliye politikaları dünya faiz oranını etkilemektedir ve dünya faiz oranı veri olarak kabul edilmektedir.
- Faiz arbitrajının etkin şekilde çalıştığı varsayılmaktadır.

"Mundell-Fleming" modelinde para politikasının etkinliği, uygulanan döviz kuru rejimi ve sermaye hareketlerinin serbestliği derecesinde değişmektedir. Tam sermaye hareketliliği ve sabit döviz

kuru rejiminin olduğu bir ekonomide para politikası etkisiz kabul edilmektedir. Para arzının artması ulusal faiz oranını düşürmektedir. Ulusal faizin küresel faiz oranından daha alt seviyede olması ülkeden sermaye çıkışını tetiklemektedir. Yerli ve yabancıların yabancı tahvillere yönelmesi döviz talebinin genişlemesine ve kurun yukarı doğru hareket etmesine neden olmaktadır. Sabit döviz kuru rejimi söz konusu olduğundan Merkez Bankası, kuru sabit tutmak için döviz rezervlerini piyasaya sunarken yerli parayı piyasadan çekmektedir. Bu müdahale ilk adımdaki parasal genişlemeyi nötrleştirerek LM eğrisinin ilk konumuna gelmesine neden olmaktadır. Tam sermaye hareketliğı ve esnek kur rejimi söz konusu olduğunda ise sabit kur rejimindeki durumun aksine para politikaları etkin konumda olmaktadır. Para piyasasındaki genişleme LM eğrisini sağa doğru kaydıracaktır. Böylece ilk durumdaki faiz oranından daha düşük ama gelirden daha yüksek bir seviyede geçici denge meydana gelmektedir. Tam sermaye hareketliğı koşullarında BP eğrisi, yatay eksene paralel konumda iken ortaya çıkan bu geçici denge, BP eğrisinin altında bir noktada meydana gelmektedir. Ödemeler dengesi açığı bölgesinde oluşan bu geçici dengenin ortaya çıktığı durumda; bireyler, küresel faiz haddinin daha yüksek olmasından dolayı yabancı tahvillere yönelmekte bu da ülkede döviz kurlarının artmasına neden olmaktadır. Esnek döviz kuru rejiminde Merkez Bankasının kura müdahalesinin söz konusu olmaması döviz kurunun artmasına yol açmaktadır. Artan kur beraberinde ihracatı artırırken ithalatı azaltarak net ihracatın artmasına neden olmaktadır. Net ihracatın IS denkleminde yer almasından dolayı net ihracatta ortaya çıkan artış, IS eğrisini sağa doğru kaydırmaktadır. Nihai denge IS-LM-BP eğrisinin kesiştiğı noktada olmaktadır. Nihai dengede faiz oranları ilk durumla aynı iken gelir düzeyi, geçici dengeden daha fazla gerçekleşmektedir. Sonuç olarak tam sermaye hareketliliğı ve esnek döviz kurunda para politikası tam etkindir. Maliye politikasının etkinliğı de para politikasına benzer şekilde sermaye hareketliliğinin serbestlik derecesi ve döviz kuru rejimine göre değişkenlik göstermektedir. Tam sermaye hareketliliğı ve sabit döviz kuru rejiminde genişletici maliye politikası IS eğrisini sağa doğru hareket ettirmektedir. İlk denge yatay eksene paralel BP eğrisi ve IS-LM eğrilerinin kesiştiğı noktada iken IS eğrisinin sağa kayması geçici denge durumunun oluşumuna neden olmaktadır. Geçici denge, BP eğrisinin üstünde IS-LM eğrisinin kesiştiğı noktada meydana gelmektedir. Geçici denge durumunda gelir düzeyi ve faiz oranı ilk dengeden daha yüksektir. Faiz oranlarının küresel faiz oranlarından daha yüksek olması yerli tahvilleri yabancı tahvillere nazaran daha çekici kılarak ülkeye yabancı sermaye girişini sağlamaktadır. Yabancı sermaye girişleri, söz konusu ekonomide döviz arzını artırarak ulusal paranın değer kazanmasına zemin hazırlamaktadır. Sabit döviz kuru rejiminin uygulanmasından dolayı, Merkez Bankası artan döviz arzını piyasadan çekerek piyasaya ulusal para satar ve ulusal paranın değer kazanması engellenerek döviz kuru korunmuş olur. Genişletici para politikası uygulandığında, LM eğrisi sağa kayar ve IS-LM-BP eğrisi üzerinde gerçekleşen nihai denge incelendiğinde faiz oranının genişletici para politikası uygulanmadan önceki seviye ile aynı kaldığı, gelir düzeyinin ise arttığı görülmektedir. Tam sermaye hareketliliğı ve esnek döviz kurunun bir arada yaşandığı durumda ise maliye politikası etkisiz konumdadır. Genişletici maliye politikası neticesinde sağa kayan IS eğrisi, geçici dengenin BP eğrisinin üstünde yani ödemeler dengesinin fazla olduğu alanda gerçekleşmesine yol açar. Sermaye hareketliliğinin tam olması sonucunda ülkeye gelen yabancı sermayenin döviz kurlarını düşürmesi, Merkez Bankası müdahalesine gerek kalmadan gerçekleşmektedir. Marshall-Lerner

koşulunun geçerli olmasından dolayı döviz kurlarının düşmesi, ihracatın azalmasına, ithalatına artmasına dolayısı ile dış ticaret açığına neden olmaktadır. Dış ticaret kaleminin IS denkleminde yer alması sebebi ile IS eğrisi sola kayarak ilk denge durumuna dönecektir. Sonuç olarak tam sermaye hareketliliği ve esnek döviz kuru durumunun yaşandığı bir ekonomide maliye politikası etkin değildir (Ünsal, 2005; Mankiw ve Scarth, 2010).

“Mundell-Fleming” modelinin sermaye akımları ve onun ekonomiye yansımaları konusunda getirdiği geniş kapsamlı açıklamaların yanında modelin temel savlarından bazıları eksiklikler barındırmaktadır (Kaçar, 2019). Örneğin “Mundell-Fleming” modelinde beklentiler sabit kabul edilmektedir. Ayrıca sadece talep yanlı politikaların incelenmesi, arz-yanlı politikaların modelde irdelenmemesi, refah etkisinin modele dahil edilmemesi modelin diğer eksikleridir. Modelde göze çarpan son eksiklik ise ödemeler dengesinin sermaye hesabındaki akım ve stok değişkenleri dikkate almamasından dolayı sermaye akımlarının sadece faiz oranındaki değişimlere bağlamasıdır.

2.1.2. Faiz Haddi Paritesi Yaklaşımı

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını açıklamaya çalışan teorik görüşlerden biri de faiz haddi paritesi yaklaşımıdır. Faiz haddi paritesi yaklaşımı uluslararası para piyasalarında gerçekleşen arbitraj faaliyetlerini göz önünde tutarak uluslararası yabancı sermaye akımlarının ülkeler arasındaki hareketini açıklamaya çalışmaktadır. Serbest piyasa koşullarının hâkim olduğu piyasalarda girişimcileri yönlendiren en önemli saik kâr etme güdüsüdür (Albayrak, 2019). Bir malın ya da varlığın ulusal ve uluslararası piyasalardaki fiyatlarının aynı zaman diliminde farklı olması girişimcilerin bu mallar ve varlıkların üzerinden işlem yapmasını kârlı kılmaktadır. Bir varlığın ucuz olduğu yerden alınıp pahalı olduğu yerde satılmasını içeren faaliyete arbitraj adı verilmektedir. Eğer bu varlık finansal piyasalarda işlem görüyorsa ve ulusal ve uluslararası piyasalarda bu varlığın faiz oranları farklılaşmış durumdaysa bu varlık üzerinden faiz arbitrajı yapma olanağı doğmaktadır (Seyidoğlu, 2017). Faiz arbitrajının gerçekleşmesi için finansal varlıkların getirilerinin aynı birimler ölçüsünde belirlenmesi gerekmektedir.

Faiz haddi paritesi yaklaşımının teorik yapısının gelişmesine katkıda bulunan birçok araştırmacı bulunmaktadır. Claessens vd. (2000) faiz haddi paritesi yaklaşımına açıklık getiren araştırmacılardan biridir. Claessens vd. (2000), aynı risk yapısına sahip finansal varlıkların aynı getiri düzeyinde olmaları gerektiğini ileri sürmektedirler. Bu bakış açısı doğrultusunda, birbirlerinin tam ikamesi olduğu kabul edilen finansal varlıkların farklı getiri düzeylerinde olmaları arbitraj faaliyetini beraberinde getirmektedir. Bu finansal faaliyet, getiriler eşitlenene kadar devam etmektedir. Döviz kurlarının bu şekilde dengede olması için ise ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki farkın spot ve “forward” kurları arasındaki farka eşit olması gerekmektedir. Bu bağlamda ülkeler arasındaki faiz farkından dolayı

sermaye yüksek getiri oranına sahip ülkeye doğru hareket edecektir. Örneğin fonlar düşük faiz oranına sahip ülkelerden daha yüksek faiz oranına sahip ülkelere doğru yönelecek ve böylece arbitraj faaliyeti gerçekleşecektir. Arbitraj faaliyetleri neticesinde ise finansal varlıkların getirileri arasındaki fark ortadan kalkacaktır (Yalta, 2011).

Faiz haddi paritesi yaklaşımında finansal varlıkların risk seviyelerinin eşit olduğu, tam ikame oldukları, sermaye hareketlerinin engelsiz olduğu varsayılarak döviz kuru ile faiz oranı farklılıkları arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır. Bu ilişkiyi açıklarken, aşağıda verilen bağlantı formülü kullanılmaktadır (Doğukanlı, 2001; Kaçar, 2019:46-47);

$$(F-S)+S = r_d - r_f \quad (1)$$

Formülde sırasıyla F vadeli döviz kurunu, S cari döviz kurunu, r_d yurt içi faiz oranını ve r_f yurt dışı faiz oranını ifade etmektedir. Ayrıca bu formül temel alınarak faiz oranlarındaki farklılaşmanın döviz kurları üzerindeki etkileri ifade edilebilmektedir. Bu formüle göre faiz oranları yüksek olan ülkenin ulusal parası faiz oranı düşük olan ülke parası karşısında bu farkın tutarı kadar iskonto edilmektedir (Yılmaz, 2014). Ekonomide faiz oranlarının diğer ülkelerden düşük durumunda ise ülke parası bu sefer vadeli piyasada bu tutar kadar primlenmektedir (Öztürk ve Bayraktar, 2010). Faiz oranlarındaki farklılaşma bu doğrultuda ülkeler arasında faiz arbitrajının yaşanmasına yol açmakta ve uzun vadede reel faiz oranları ülkeler arasında eşitlenmektedir (Doğukanlı, 2001; Kaçar, 2019).

Faiz haddi paritesi göz önünde bulundurularak yerli ve yabancı yatırım araçları arasındaki ilişki aşağıdaki formül üzerinden açıklanabilmektedir;

$$(1+r_d) = \left(\frac{1}{S}\right)(1 + r_f)^{Se} \quad (2)$$

Yukarıdaki denkleme göre bir ülkede bulunan kişilerin t zamanda yerli menkul kıymete yatırım yapmaları halinde t_1 döneminde $(1+r_d)$ getiri etmeleri beklenmektedir. Yabancı yatırım araçları tercih edildiğinde ise ülke parasının $\left(\frac{1}{S}\right)$ nominal döviz kurundan yabancı para birimine çevrilmesiyle t_1 zamanında $\left(\frac{1}{S}\right)(1 + r_f)^{Se}$ kadar getiri elde edilmesi söz konusu olacaktır.

Faiz haddi paritesi, ortaya koyulan önemli teorik görüşün yanında bazı etmenler söz konusu olduğunda işlevselliğini yitirmektedir. İşlem maliyetleri, risk primi, sermaye hareketlerine getirilen

kısıtlamalar, vergi yapısının ülkeler arasında farklılık göstermesi ve yatırımcıların riske karşı heterojen davranış içine girmesi faiz haddi paritesinin işlevselliğini azaltan etmenlerdir (Özdemir, 2013). Bunun yanında faiz haddi paritesinde risk ve faiz oranlarını etkileyen faktörlerin açıklanmaması ve hangi faiz oranlarının dikkate alınacağını belirtmemesi yaklaşımın diğer eksikleridir (Yılmaz, 2014).

Yurt içi ve yurt dışı mevduatların tam ikame sayıldığı ve farklı finansal varlıkların getiri oranlarının faiz arbitrajı yoluyla eşitleneceğini öngören faiz haddi paritesi kendi içinde iki alt teoreme ayrılmaktadır. Faiz haddi paritesinin işaret ettiği sonuçları farklı şekilde yorumlayan bu alt teoriler güvenceli ve güvencesiz faiz haddi paritesi yaklaşımlarıdır. Adı geçen alt yaklaşımların ulaştıkları sonuçlar aynıdır ancak açıklamalarını farklı döviz kurları üzerinden gerçekleştirmektedirler (Aliber,1993; Ünsal, 2005).

2.1.2.1. Güvenceli Faiz Haddi Paritesi

Faiz haddi paritesinin teorik arka planının esası aynı risk içeren varlıkların aynı getiriye sahip olması düşüncesidir. Risk düzeyi aynı olan varlıkların piyasalarda farklı getiri oranlarına sahip olması ise piyasaya oyuncuları arbitraj faaliyetini gerçekleştirmeye itmektedir. Getirisi düşük olan yerden getirisi yüksek olan yere doğru gerçekleştirilen arbitraj faaliyeti, getirilerin eşitleneceği ana kadar devam edeceği faiz haddi paritesinde işaret edilmektedir (Albayrak, 2019). Aynı riske sahip menkul kıymetlerin farklı piyasalarda işlem görmesi kur kavramının önemini artırmaktadır. Farklı piyasalarda arbitraj faaliyetinin olması kur riski kavramını öne çıkarmaktadır. Kur riski karşısında yerli ve yabancı yatırımcıların kendilerini koruyarak faiz arbitrajı yapmaları ise güvenceli faiz haddi paritesi yaklaşımında açıklanmaktadır (Kılıçarslan, 2016). Güvenceli faiz haddi yaklaşımına göre kur riski döviz kurlarındaki oynaklığı ifade etmektedir ve finansal işlemlerde beklenmeyen kayıpların olmaması için işlemlerin cari dönemde vadeli döviz sözleşmeleri vasıtasıyla gerçekleşmesi gerekmektedir (Gerber, 2014). Güvenceli faiz haddi paritesi ile kur riski göz önünde bulundurularak faiz arbitrajı belirli varsayımlar altında açıklanmaya çalışılmaktadır (Güney ve Tunalı, 2017). Bu yaklaşımda iki ülke ekonomisinin faiz farkı, vadeli ile spot döviz kurunun arasındaki fark kadardır ve oluşan faiz farklılaşması ulusal para birimlerinin prim ve iskonto oranlarını göstermektedir (Keskin, 2008). Faiz farklılaşmasının fonların hareketine yol açacağı ve arbitraj kârının ortadan kalkana kadar bu sürecin devam edeceği düşüncesi, güvenceli faiz haddi paritesi yaklaşımında ifade edilmektedir (Atış, 2008). Bu yaklaşımın gerçekleşmesi için ülkeler arasında vergi sistemin aynılığı, sermaye hareketlerin tamamen serbest olması, risk primi varlığının söz konusu olmaması, işlem maliyetlerinin ihmal edilecek noktada olması ve benzeri birçok varsayımın piyasalarda geçerli olması gerekmektedir (Uçan, 2014).

İki finansal varlık arasında arbitraj faaliyetinin gerçekleştirilmesi için ortak ölçütler üzerinden bu varlıkların ifade edilmesi gerekmektedir. Güvenceli faiz haddi paritesinin ortak ölçü birimi ise ileri tarihli (forward) döviz kurudur. Bu bağlamda güvenceli faiz haddi paritesi, bir ekonomideki faiz oranı, yabancı faiz oranı ile “forward” kurun toplamına eşittir. Bu eşitliğin sağlanması için ülkede “forward” piyasaların var olmaması gerekmektedir. Bu eşitliğin sağlanmama nedeninin ise politik risk primi olduğu, güvenceli faiz haddi paritesinde vurgulanmaktadır (Uçan, 2014).

Güvenceli faiz haddi paritesi cari ve vadeli kurlar ile faiz oranları arasında ilişkiyi açıklaması bakımından önemli teorik yaklaşımlardan biridir. Bu teorik bağlantı kurulurken bazı eşitliklerden yararlanılmaktadır. Güvenceli faiz haddi paritesini ifade eden eşitlik aşağıdaki gibi gösterilebilir (Thornton, 1989);

$$(1+i_d) = F_t + S_t(1+i_f) \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemde i_d , i_f , F_t , S_t ile sırasıyla yurt içi faiz oranı, yurt dışı faiz oranı, t dönemdeki forward kuru ve t dönemdeki cari kuru ifade edilmektedir. Bu eşitliğin olması durumunda sermayenin ülkeler arasındaki hareketi söz konusu olmayacaktır çünkü iki varlığın da getirileri eşittir. Bu eşitlik aynı zamanda tüm piyasalarda faiz arbitrajının gerçekleşmiş olduğu ve gerçek “forward” priminin işlem maliyetleri değerinden sapmadığı anlamına gelmektedir. Güvenceli faiz haddi paritesinin ortalamadan sapıp sapmadığını bulmak için ise değişkenlerin logaritmik halleri kullanılmaktadır. Yukarıda eşitliğin logaritmik hali aşağıda gösterilmektedir (Aliber, 1973; Thornton, 1989);

$$\ln(1+i_d) - \ln(1+i_f) = \ln F_t - \ln S_t \quad (4)$$

Yukarıdaki eşitlikler göz önüne bulundurulursa eğer yurt içi faizler, yurt dışı faizlerden daha yüksek ise ($i_f < i_d$) faiz oranlarındaki farklılık vadeli iskontaya eşit olacaktır ($f < s$). Bu faiz farklılığı, arbitraj fonlarının yurt içi piyasaya gelmesine ve akabinde vadeli döviz kurunun primli olmasına yol açmaktadır. Bu değişim, faiz oranlarındaki fark ortadan kalkana kadar devam edecektir (Aslan, 1997; Kaçar, 2019; Linders, Kalander, 2010).

2.1.2.2. Güvencesiz Faiz Haddi Yaklaşımı

Güvencesiz faiz haddi yaklaşımı, sermaye akımlarına ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki farklılıklar üzerinden açıklama getiren diğer bir teorik görüştür. Faiz haddi yaklaşımının temel

varsayımı olan finansal varlıkların eşit riske sahip olduğu görüşü bu yaklaşımda da geçerlidir. Güvencesiz faiz haddi yaklaşımı ile ülkeler arasındaki faiz farklılaşmasının ülke ekonomilerinin ulusal para birimlerinin değer kazanmasına veya kaybetmelerine neden olacağı ifade edilmektedir (Badurlar ve Badurlar, 2009). Örneğin ülke ekonomisinin yurt içi faiz oranları küresel faiz oranlarına nazaran düşükse o ülke ekonomisinin ulusal para biriminin farklılaşan faiz oranı kadar değer kazanacağı güvencesiz faiz haddi yaklaşımı tarafından savunulmaktadır. Finansal varlıkları eşit risk yapısına sahip olmasına rağmen kur değişimleri, yurt dışı varlıkların getiri beklentilerini etkilemektedir (Güney ve Tunalı, 2017; Uçan, 2014). Yurt içi varlıkların getiri beklentileri sabitken yurt dışı varlıkların getiri beklentilerinin değişken olması, gelecekteki spot kurunun bilinmemesinden kaynaklandığı güvencesiz faiz haddi yaklaşımda işaret edilmektedir ve bu durum neticesinde yurt içi varlıklar daha güvenli yatırım aracı olarak değerlendirilmektedir (Albayrak, 2019). Yapılan araştırmalar sonucunda finansal piyasaların risk primi içermesi ve kamu müdahalelerine maruz kalması nedenleriyle güvencesiz faiz haddi paritesinin geçerli olmadığı işaret edilmektedir (Uçan, 2014). Aşağıda güvencesiz faiz haddi paritesinin formülü ifade edilmektedir;

$$(1+i_d)^t + (1+i_f)^t = [E_t(S_{t+1})] + S_t \quad (5)$$

Yukarıdaki formülde bulunan, S_t , E_t , i_d ve i_f sırasıyla t dönemdeki cari kur, t dönemdeki beklenen döviz kuru, yurt içi faiz oranı ve yurt dışı faiz oranını ifade etmektedir. Güvencesiz faiz haddi paritesinin geçerliliği, yerli ve yabancı yatırımların eşit risk yapısına sahip olmasına bağlıdır (Aydın ve Us, 2007). Ayrıca yurt içi yatırımların getirisi belirli iken döviz kurundaki belirsizlik, iç yatırımlara nazaran dış yatırımların daha riskli konumda olmasına yol açmaktadır (Kaçar, 2019; Linders, Kalander, 2010).

2.1.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklayan teorilerden birisi de “portföy dengesi yaklaşımı”dır. Bu teorik bakış açısının temelleri, Markowitz (1959) ve Tobin’in (1965) portföy kuramı ve para talebi çalışmaları üzerinden şekillendirilmiştir. Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarındaki oynaklığı yerli ve yabancı menkul kıymetlerin arz ve talebindeki değişimler üzerinden açıklamaktadır (Kaçar, 2019). Bu bakış açısına göre; döviz piyasasında görülen günlük fiyat değişimleri, yabancı finansal varlıkların arz ve talep değişimlerinden oluşmaktadır (Kılıçarslan, 2016:20). Portföy dengesi yaklaşımı, çok sayıda finansal yatırım araçlarını göz önünde bulundurmaktadır (Bildirici, 2008). Hisse senedi ve tahvil gibi temel yatırım araçlarının yanında, hazine bonoları, banka bonoları, repo, altın, döviz ve döviz tevdiat hesapları gibi diğer alternatif yatırım araçları da portföy dengesi yaklaşımı içerisinde değerlendirilmektedir.

Portföy dengesi yaklaşımının gelişimine birçok araştırmacı katkıda bulunmuştur. Bu araştırmacıların ortak noktası, para politikalarının toplam talep üzerindeki etkisinin tek bir finansal varlığın getirisi veya faiz oranı üzerinden açıklanamayacağı düşüncesidir. Başlangıç noktası, McKinnon ve Oates (1966) ve Branson (1977) tarafından geliştirilen modeldir. Bu model Keynesyen görüşün temel varsayımı olan “sabit fiyat düşüncesi” üzerine ortaya konulmuştur. İlerleyen zamanlarda Branson ve Henderson (1985) ile Dornbusch ve Fisher (1980) modelin geliştirilmesine katkıda bulunmuşlar ve döviz kurlarının açıklanmasında portföy dengesi yaklaşımı önem kazanmıştır. Öncü modeller, akım kavramı ve dinamik ögeleri göz önünde bulundurarak finansal varlıklara yönelik açıklamalar geliştirirken Tobin’in (1969) portföy yaklaşımına finansal varlıkların stok talebi üzerinden yorum getirmiştir. Böylelikle Tobin (1969) bir zaman noktasındaki finansal varlıkların fiyatlarını ve getirilerini açıklayabilmiştir. Aynı araştırmacı 1982 yılında bu sefer varlıkların akım talebini dikkate alarak kendi modelini güncelleştirmiştir. Bu tarihsel gelişim içerisinde portföy dengesi yaklaşımı, ulusal ve uluslararası finansal varlıkların tam ikame olduğunu kabul etmeyen ve yatırım kararları fonksiyonunun alternatif yatırım araçları arasındaki risk farklılıkları ve getiri oranları olduğuna işaret etmektedir (Plihon, 1995; Yılmaz, 2014). Örneğin, finansal varlıkların risk faktörleri eşit olarak belirlenmişse daha fazla getiri elde etme temelinde; getiri oranları eşitse, risk faktörü daha düşük finansal araç bağlamında bir yatırım portföyü oluşturulacaktır (Karluk, 2003). Portföy dengesi yaklaşımı, risk faktörünü doğuran etmenlerin; vergi yasalarından, siyasi istikrarsızlıktan, borç ödemelerini aksatacak değişimlerden, likidite farklılığından ve kur oynaklığından kaynaklılığını da ifade etmektedir (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008).

Yukarıda adı geçen birçok araştırmacının ürünü olan “Portföy Dengesi Yaklaşımı”, kısa vadeli sermaye hareketlerinin açıklanmasında kullanılan önemli teorik yaklaşımlardan biridir. Bu yaklaşımın diğer teorik görüşlerden farklılığı, yabancı finansal varlıklar ile ulusal finansal varlıkları tam ikame olarak varsaymamalarıdır (Bailiu ve King, 2005). Bu varsayımsal farklılaşmanın nedeni ise risk faktörüdür. Ulusal ve finansal varlıklar, çeşitli risk faktörlerine bağlıdır ve riskteki çeşitlilik aynı ürünlerin getirilerinde de farklılaşmaya neden olmaktadır. Ayrıca yatırımcıların riske karşı tutumları da farklılık göstermektedir. Bazı yatırımcılar, riskten kaçınan daha az getiriye razı olan bir tutum sergilerken bazıları da daha fazla getiri imkânı sağladığı için riskli fonları tercih edebilmektedir (Çağlar, 2003). Portföy dengesi yaklaşımı, oluşturduğu teorik sistemde risk unsuruna ve riskteki farklılaşmaya odaklanarak finansal varlıklarla gerçekleşen yatırımların arka planını açıklamaktadır (Albayrak, 2019:26-27). Bu bağlamda yatırımcılar, elindeki fonları risk ve getiri oranlarındaki farklılıkları göz önünde bulundurarak yatırımlarını en uygun şekilde değerlendirecektir (Olsen, Ellram, 1997; Plihon, 1995). Risk ve getiri unsurların yanında yatırımcılar, beklenen enflasyon oranı, ulusal faiz oranları ile uluslararası faiz oranları arasındaki fark gibi birçok makroekonomik göstergelyi de dikkate alarak portföy dağılımı gerçekleştirmektedir. Yatırımların bu etmenler sonrasındaki dağılımıyla oluşan denge ise döviz kurlarını etkilemektedir (Appleyard ve Field, 1992). Eğer finansal araçlar risk unsuru eşitse getiri oranını daha fazla sunan yatırım aracı daha cazipken getiriler eşit olduğunda risk unsuru daha

düşük olan finansal yatırım aracı tercih edilmektedir. Portföy yaklaşımının diğer bir özelliği, dinamik bir süreç içermesidir. Yatırımcı için optimal yatırım sepeti, değişen şartlara göre değişim gösterir ve yeni şartlar altında portföyler tekrar oluşturulmaktadır. Örneğin faiz oranlarında ve kurda yaşanan değişimler, portföylerin döviz aktiflerinde paralel değişimlere yol açmaktadır (Karluk, 2003). Finansal varlıkların tam ikame olmadığına vurgulandığı portföy dengesi yaklaşımına göre bir finansal varlığın talebi; kendi getiri oranı pozitif, diğer aktiflerin getiri oranının negatif ve risk faktörünün de negatif fonksiyonudur (Üzümcüoğlu, 2000). Ayrıca parasal ve finansal varlıklar, bir bütün halinde dikkate alınmaktadır ve bunun neticesinde yatırımcılar varlık portföylerindeki faydayı maksimum kılacak şekilde hareket etmektedirler (Öztürk ve Bayraktar, 2010). Bu bağlamda bir portföyde bir varlığın talebi, kendi getiri oranıyla doğru orantılıyken risk ve ikame varlıklarının getiri oranlarının negatif fonksiyonudur (Telatar, 2002).

Portföy dengesi yaklaşımındaki aktörler, varlıklarını risk ve getiri faktörlerini göz önünde bulundurarak çeşitlendirmektedir. Bireyler, döviz riskini göz önünde bulundurarak çeşitli para birimlerinden meydana gelen bir portföy oluşturma çabası içerisinde olurlar. Bu yatırım davranışının tetikleyici etmeni ise döviz riskini en aza indirmektir. Uluslararası yatırımcıların tercihleri de benzer şekilde risk ve getiri faktörleri tarafından belirlenmektedir. Yatırım sürecini etkileyen adı geçen etmenleri göz önünde bulundurarak yatırımcılar sabit servetlerini, yerli ve yabancı para birimleri ile yerli ve yabancı menkul kıymetler arasında paylaştırarak optimal bir portföy oluşturmaktadırlar. Portföy dengesi yaklaşımı, riski temel alarak kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini açıklama parasal yaklaşımdan ayrışmasına yol açmıştır çünkü parasal yaklaşımda yatırımcıların riske karşı yansız bir duruş sergiledikleri varsayılmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımında ise varlıklar arasındaki dağılıma risk primi eklenerek gerçekleştirilmektedir. Yerli ve yabancı para ile menkul kıymetler arasındaki varlık çeşitlendirmesi, riski göz ardı etmeden beklenen en yüksek getiriyi elde etmeye yönelik gerçekleştirilmektedir. Örneğin bireyler, döviz riskinden korunmak ve riski en aza indirmek için çeşitli para birimlerinden oluşan bir portföy oluşturma çabası içerisinde girmektedirler. Ulusal yatırımcıların farklı tasarruflarını farklı para birimleri içeren parasal varlıklar arasında çeşitlendirirken uluslararası yatırımcılar ise parasal varlıklarının yanında para dışı varlıkları da portföylerine ekleyerek riski dağıtmaktadır (Kaçar, 2019: 51-52).

Portföy dengesi yaklaşımı doğrultusunda hareket eden aktörler varlıklarını; riski az, getirisi yüksek olan varlıkları seçme prensibiyle dağıtacaktır. Ancak burada getirisi yüksek olan varlıkların risk unsuru barındırması durumu ortaya çıkmaktadır. Varlıklar arasında seçimi zorlaştıran bu durum, Markowitz'in (1952) ünlü değımi olan "riski minimum kılmak için bütün yumurtaları aynı sepete koymamak gerekir" prensibiyle giderilebilmektedir (Kılıçarslan, 2016:20). Bu görüş doğrultusunda yatırımcıların varlıkları arasında gerçekleştireceğı çeşitlendirmenin önemi artmaktadır. Çeşitlendirme esnasında risk ve getiri unsuru ilk başlangıç noktası olurken çeşitlendirmenin diğer bir belirleyici unsuru

da fon sahiplerinin yatırımları tek bir ülke üzerinden gerçekleştirmemesidir. Çünkü bir ülke üzerinden varlıkların dağılımı kendi içerisinde risk ve getiri prensibine uygunken o ülkeye ait risk bütün varlıklara etki edeceğinden gerçekte risk unsuru ihlal edilmiş olacaktır. Bundan dolayı varlıkların çeşitlendirilmesinin farklı ülke piyasaları üzerinden gerçekleştirilmesi, risk ve beklenen getiri yaklaşımına daha uygun düşmektedir (Kaçar, 2019).

Bu noktada portföy dengesi yaklaşımı, kısa vadeli sermaye akımları, faiz oranları ve risk unsuru temelinde açıklamaktadır. Yurt içi faiz oranlarının küresel faiz oranlarından pozitif ayrışması, yerli tahvilleri yabancı tahvillere göre daha çekici kılmaktadır. Risk unsuru, iki yatırım aracında eşitse yerli tahvilin getirisindeki artış, ülkeye yabancı sermaye girişini tetiklemekte ve artan yabancı sermaye, ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Ters durum olan ulusal faiz oranlarının küresel faiz oranlarından daha düşük olması, yabancı tahvillerin getirisini artırmakta ve artan döviz talebi, ulusal paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Portföy yaklaşımı, bu basit açıklamanın ötesinde meydana getirilen portföyün değişen şartlarına göre yeniden düzenleneceğini ifade etmektedir (Aral, 2015). Örneğin artan sermaye girişleri sonrasında cari işlemler dengesinin bozulması, yatırımcıların riske karşı bakış açısını değiştirecektir. Cari dengenin açık vermesi durumu ile ileride döviz kurlarının artacağı yönünde beklentiler güçlenirken ulusal faiz oranı, küresel faiz oranından yüksek bile olsa artan risk unsuru, yabancı varlıklara olan talebin artmasına neden olacaktır (Ağcaer, 2003).

Finansal serbestleşme unsuru portföy dengesi yaklaşımında önemli yer tutan diğer konulardan biridir ve kısa vadeli sermaye akımlarının açıklanmasında önemli rol oynamaktadır. Ülkelerin finansal serbestleşme uygulaması sonrasında yatırımcılar açısından risk ve getiri kararlarına alternatifler meydana getirecektir. Finansal serbestleşme uygulayan ülkenin tasarruf açısından dolayı ilk zamanlarda faiz oranlarının küresel faiz oranından yüksekte seyretmesi, yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcıların o ülkeye yönelmesini sağlamaktadır. Bunun yanında portföyüne yeni ülkenin menkul kıymetlerini eklemesi, portföyün çeşitlendirme kabiliyetini artırarak toplam portföy riskinin azaltılmasına yardımcı olacaktır (Yıldırım, 2003). Kısa vadeli sermaye akımlarının yön değiştirmesinde portföy dengesi yaklaşımına stok düzenlemeleri üzerinden açıklama getirilmektedir. Burada dengeye ulaştırılmış bir yatırım portföyünün değişen şartlarına göre yeniden düzenlenmesi demek olan stok düzenlemeleri sermaye akımları üzerinde önemli etki doğurmaktadır. Örneğin risk ve getiri faktörleri göz önünde bulundurularak yerli ve yabancı menkul kıymet çeşitlendirmesi yapılmış bir portföy, yabancı menkul kıymetlerin getirisi arttığında ya da yerli menkul kıymetlerin riski arttığında değişim gösterecektir. Bu durumda yerli menkul kıymetlerin portföylerdeki payı azaltılırken yabancı menkul kıymetlerin payı artırılır (Keskin, 2008).

Portföy dengesi yaklaşımının finansal varlıklara yönelttiği açıklamalar, IS-LM yaklaşımından farklılaşmasına neden olmuştur. Portföy dengesi yaklaşımı, IS-LM modelinden farklı olarak stok ve akım kavramlarını birlikte ele alarak dinamik değişimlere daha net açıklama getirebilmektedir. Varlık ve yükümlülük unsurlarının birlikte göz önünde bulundurulması, ekonomideki karşılıklı finansal ilişkilerin daha açık şekilde açıklanmasına imkân tanımaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı, ayrıca denge konusunda kısıtlayıcı varsayımlar içermemektedir ve bu durum uygulanan makroekonomik politikaların daha kapsamlı bir model içerisinde incelenmesini olanaklı kılmaktadır (Özdemir, 2013:28-31; Olsen, Ellram, 1997).

2.2. İktisat Okullarının Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Yönelik Düşünceleri

Kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik iktisat okullarının farklı yaklaşımları bulunmaktadır. Söz konusu yaklaşımlar bu başlık altında detaylı olarak sunulmaktadır.

2.2.1. Klasik İktisat ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Klasik İktisadi Düşünce sistemi Adam Smith'in 1776 yılında yayınlanan kısa ismi "Ulusların Zenginliği" olan eseriyle başlayan ve John Stuart Mill'in 1848 yılında yayınlanan "Politik İktisadın Prensipleri" eserine kadar geçen süreyi ifade etmektedir (Skousen, 2014). Ancak Klasik İktisadi Ekol'ün zaman aralığı üzerine literatürde birçok farklı görüşü bulunmaktadır. Keynes'e göre ise Klasik Ekol 1929 buhranına kadar etkin olan iktisadi görüştür. Bu tartışma bir yana bırakılırsa klasik iktisadi ekol, meydana geldiği zamandan günümüze kadar iktisadi düşünce yapısı ve politikalarına kadar etki eden bir iktisadi görüştür. Klasik iktisadi ekolde küresel boyutta entelektüel gelişimine damga vuran çok sayıda düşünür bulunmaktadır ve birbirlerinden farklı görüşler sunan bu düşünürlerin belirli koşullarda uzlaştıkları da görülmektedir. Bu iktisadi ekolü meydana getiren düşünürler jandarma devlet görüşü, serbest piyasa güçlerinin tam istihdamı sağlayacak güçte olduğu görüşü, kişisel çıkarın farkında olmadan toplumsal çıkarla uyumlu olduğu görüşü denk ve minimal bütçe prensibi görüşü gibi birçok konuda mutabıktırlar. Klasik Ekol'de, rasyonel davranan kişiler, faydalarını maksimum kılacak şekilde hareket ederek toplumsal faydayı da en üst noktaya taşımaktadır (Smith, 1937; Blaug, 1990). Ekonominin daima tam istihdamda olduğunu varsayan Klasik Ekol'e göre tam istihdamda sapma olursa piyasa güçleri bu sapmayı ortadan kaldıracak şekilde hareket ederek tam istihdamı yeniden sağlamaktadırlar (Uyar, 2019). Bu uyumlu fikir birliğinin bir yansıması da devletin dış kaynaklara başvurmasının ekonomideki görünmez el tarafından oluşturulan uyumu bozacağı yönündedir (Buchanan, 1958; Olcar, 2013; Önel, 2004). Dış kaynak kullanarak istihdam düzeyini artırma seçeneğini Klasik Ekol kabul etmemektedir çünkü ekonomi zaten tam istihdam düzeyindedir ve talep yanlı politikaların reel etki meydana getirmekte işlevsiz olduğu Klasik Ekolde düşünülmektedir. Dış

kaynakların ancak savaş gibi olağanüstü durumlarda kullanılmasına izin veren Klasik görüş diğer şartlarda dış kaynak kullanımının devletin piyasaya müdahalesini artıracaklarını ve israfa yol açacaklarını belirtmektedir (Aysu, 2007). Klasik Ekole göre dış kaynak kullanımı, bugünkü vergiden vazgeçilerek gelecekteki gelirin taahhüt altına alınması anlamına gelmektedir (Sağın, 2018; Dursun, 2019). Kamunun her ne şekilde olursa olsun, kaynak kullanmanın büyümeyi sağlayan özel sektörde dışlama etkisinin yaşanmasına neden olacağı, bu iktisadi okulda vurgulanmaktadır (Mundell, 1993).

Klasik görüşün dış kaynak konusundaki yaklaşımının temeli, aslında Klasik İktisadi Ekolün oluşmasında etkili olan ve Klasik İktisat'ın öncü düşünürlerinden biri olarak kabul edilen David Hume'un (1711-1776) görüşlerine dayanmaktadır. Hume'un, Devlet Kredisi Üzerine (1752- Of Public Credit) adlı eserinde devletin dış kaynak kullanımına dair kaygıları kaleme alınmıştır. Adı geçen eserinde Hume, dış kaynak kullanımının enflasyonist bir süreci tetikleyeceğini ve bu kaynak kullanım şeklinin vergilerin ötelenmesinden öteye geçemeyen bir durum olduğunu dile getirmiştir. Bununla birlikte dış kaynak kullanımı sonrasında kaynağın anaparası yanında faiz ödemelerinin de olması neticesinde vergi yükünün daha da artacağı Hume tarafından vurgulanmıştır (Kalenderoğlu, 2007). Faiz ödemelerinin üretken sınıfın üstüne yük oluşturduğu ve bu yolla edilen fonların ekonomi içerisinde faiz rantı sağlayan kesime yarar sağlayacağı, eserde işaret edilen tespitler arasında yer almaktadır. Ayrıca Hume'a göre dış kaynak kullanımının ekonomik etkilerinin yanında politik etkileri de söz konusudur. Politik etkilerden kaynaklı olarak ülkenin sahip olduğu egemenlik yetkisinin zedeleneyeceği, bunun neticesinde de dışa bağımlı hale geleceği ve bağımlılık durumunun artmasının ise sonunda devleti yıkılma tehdidiyle karşı karşıya bırakacağı ifade edilmektedir (Savaş, 2007:215). Hume, dış kaynak kullanılmasının diğer sakıncası olarak borcun ifası sırasında vergi yükünün orta sınıf üzerinden toplanmasının toplumun refah ve gelir düzeyini bozacağını işaret etmektedir (Ulusoy, 2011; Bartal, 2019).

Klasik Ekol düşünürleri tarafından, Hume'nin dış kaynak kullanımına dair görüşleri, büyük çoğunlukla benimsenmiştir. Kurucu düşünür olarak kabul edilen Adam Smith (1723-1790) tarafından kaleme alınan Ulusların Zenginliği (1776) eserinin son kısmında devletin dış kaynak kullanımı konusundaki fikirleri aktarılmıştır. Genel olarak, Adam Smith'in kamunun dışarıdan kaynak temini konusunda mesafeli bir duruş sergilediği eserinde görülmektedir (Blaug, 1990). Bu tutumunun arkasında yabancı kaynakların gelecek nesiller için ilave bir yük doğurması düşüncesi yer almaktadır. Bunun yanında Smith'e göre dış kaynak kullanımı devletin lüks, gösterişli ve verimsiz harcamalarının artmasına yol açmaktadır ve bu durum piyasa etkinliğini bozucu etkileri beraberinde getirmektedir. Dış kaynaklara dair olumsuz fikirlerin yanında Smith'in bazı görüşleri dış kaynak kullanımı konusunda kapıları aralamaktadır. Smith'e göre dış kaynak kullanımı ancak ticaret düzeyinin olgunlaştığı, çok sayıda sermaye sahibinin olduğu sanayileşme seviyesi tamamlamış ülkeler arasında yararlı olabilecektir ama içinde bulunduğu çağ, bu olgunluk seviyesini yansıtmamaktadır (Çelen ve Zülfüoğlu, 2008:296-297). Smith'e göre savaş zamanlarında ve olağanüstü durumlarda dış kaynak kullanımı söz konusu

olabilir. Bu zamanlarda kamunun vergiye başvurmasının maliyetinin daha ağır olacağını ifade eden Smith dış kaynak kullanımını önermiştir (Yılmaz, 2010; Smith, Sutherland, 1995).

Klasik İktisadi Ekol içerisinde yer almasına rağmen Thomas Robert Malthus (1766-1834) spesifik manada diğerlerinden farklı görüşlere sahip bir düşünürdür. Malthus'un, Say Yasası'nı reddetmesi, piyasa mekanizmasının arz ve talep dengesini her zaman sağlayamayacağı savı ile bunun neticesinde efektif talep yetersizliğinin söz konusu olabileceği görüşü ve devlet müdahalesine karşı olmaması Klasik Ekol'de farklı bir duruş olarak değerlendirilmektedir. Bu görüş ayrılığı, dış kaynak kullanımı konusunda da geçerli olmuştur. Malthus'a göre dış kaynak kullanımı, efektif talep yetersizliğini giderici yönde olursa, bu durum ekonomi için sorun oluşturmayacaktır. Dış kaynak kullanımı sonrasında faiz rantı sorunsalı Malthus tarafından dile getirilmektedir. Eğer faiz rantı elde edenler ekonomiden mal ve hizmet alımı gerçekleştirirse, bu durumda herhangi bir sorun ortaya çıkmayacaktır.

Dış kaynak konusunda açık kapı bırakmayan klasik düşünürlerden birisi de "Politik İktisadın ve Vergilemenin İlkeleri" kitabının yazarı David Ricardo'dur (1772-1823). Adı geçen eserin on yedinci bölümünde Ricardo, dış kaynak kullanımını değerlendirmiş ve dış kaynak kullanımın rasyonel bireyler tarafından verginin ötelenmesi olarak görüleceğini ifade etmiştir. Ricardo'ya göre dış kaynak kullanımı, ilave vergi yüküne neden olacaktır ve rasyonel bireyler bu durumun farkındadırlar. Dış kaynak kullanımının neden olduğu vergi yüküne şimdiden rasyonel bireyler tarafından tasarrufların artırılmasıyla cevap verileceği ve bunun neticesinde ekonominin genelinde harcama değişikliğinin olmayacağına ilişkin yaklaşımın Ricardo tarafından altı çizilmiştir. Ayrıca kaynak kullanımın kamunun israfını artırarak ekonomiyi iflasa sürükleyeceği Ricardo tarafından altı çizilen diğer unsurdur (Ricardo, 2009). Ricardo'nun borçlanma ve dış kaynak üzerine savları Barro tarafından geliştirilmiştir. Barro'un katkıları sonrasında Ricardo denkliği ile anılan teorem literatürde yer bulmuştur ve bu teori devletin vergi yerine borçlanma tercihinin sonuçlarını ortaya koymaktadır. Bu teoremden bireylerin rasyonel olduğu, devlet mekanizmasında olduğu gibi borçlanma işlemi yapabildiği ve yaşam süresinin sonsuz olduğu varsayılmaktadır. Vergilerin ise götürü usulünde toplandığı varsayılmaktadır. "Ricardian" denkleminde borçlanma verginin ötelenmiş hali olarak piyasada kabul görmektedir. Devlet vergi toplamaktan vazgeçip dış kaynağa başvurduğunda bireyler, bu durumun verginin ötelenmesi olduğunu düşünerek ilerideki verginin finansmanını sağlamak için tasarrufta bulunmaktadırlar. Toplam tasarruf düzeyinin rasyonel tepkimeler sonrasında değişmemesi dış kaynak kullanımını etkisiz hale getirmektedir (Ricardo,1955; Barro, 1990).

Dış kaynak kullanımı konusunda mesafeli olan ve belirli şartlar doğrultusunda kullanım alanı açan diğer bir klasik düşünür ise John Stuart Mill'dir (1808-1879). Mill, eğer olağanüstü durumlar karşısında vergilerin yetersiz kalması söz konusu olursa devletin dış kaynaklara başvurabileceğini

belirtmiştir. Ancak Mill, devletin asli gelirinin vergiler olduğunun altını çizmektedir. Mill'e göre, faiz rantını elde edenler girişimcilik ruhuna sahip değildir ve bu kesim ekonomi için gerekli yatırımları gerçekleştirmemektedir ki bu durumdan dolayı devletin genel ekonomik uyum için dış kaynaklara mümkün olduğunca başvurmaması gerekmektedir (Mill, 1998)..

Dış kaynak kullanımı açısından mesafeli konumda yer almasına karşın Klasik İktisadi görüşün piyasalar konusundaki fikirleri serbestleşme hareketini savunucu yöndedir. Burada Etkin Piyasa ve Finansal Baskı Hipotezi, klasik iktisadi görüşün temel savlarından yararlanmış ve finansal serbestleşme hareketlerini meşrulaştıran teorik görüşler ileri sürmüşlerdir. Başta dış ticaret olmak üzere ekonomide kamu denetiminin olmaması gerektiğini dile getiren Klasik Ekolün görüşleri içerisinde finansal sistemin serbestleşme hareketi de bulunmaktadır (Apaydın, 2015). Öncelikle Mckinnon ve Shaw kamu denetimindeki finansal sistemin kaynakların etkin dağılımını bozacağı görüşünü ileri sürerek finansal serbestleşmenin etkinliğini kanıtlamaya çalışmıştır. Bu alanda, yurt içi finansal piyasaların dışa açık hale getirilerek rekabete açılması ile yatırımcılar ve tasarruf sahipleri için en etkin ve en verimli şekilde karar alacak ortamın oluşacağı düşüncesi dile getirilmektedir (Davidson, 1999).

Klasik iktisadi ekolün görüşlerini geniş ölçüde kabul eden Neo-klasik okulun dış kaynak konusundaki görüşleri de Klasik Ekol ile büyük oranda özdeş konumdadır. Neo-klasik iktisatta, ekonomideki bireylerin rasyonel hareket ettiği ve zaman-bütçe kısıtı altında aldığı kararlarının ussal olduğu ifade edilmektedir (Toktay, 2011; Aydın, 2021). Bireyler ömürlerinin kısıtlı olduğunun bilincindedir ve bu doğrultuda tüketim ve yatırım kararlarını şekillendirmektedir. Tüketim ve yatırım kararlarına etki eden en önemli unsur ise faiz oranlarıdır (Akkaya, 2010). Ayrıca toplumdaki nesillerin ömürlerinin birbirini takip ettiği ve örtüştüğü Neo-klasik iktisadın ileri sürdüğü diğer görüşü meydana getirmektedir. Bu bağlamda Neo-klasik İktisat, kamunun dış kaynak kullanımına sıcak bakmamaktadır. Ricardian denkleminde kurulan teoremden bireylerin sonsuz ömre sahip olduğu varsayılırken; Neo-klasik görüşte sınırlı insan ömrü üzerinden dış kaynak kullanıma açıklık getirilmektedir. Dış kaynak kullanımının vergiyi gelecek nesillerin sırtına atmaktan öteye geçmediği Neo-klasik iktisat tarafından ifade edilmektedir. Ayrıca gelecekteki borcun ifası sırasında faiz yükünün artmasıyla sermaye stokunun azalacağı Neo-klasik iktisadi görüşte ileri sürülmektedir (Kıdemli, 2018). Bu durumdan dolayı gelecek nesillerin refah düzeyi azalacaktır (Ulusoy, 2011; Aysu, 2011; Cural,2012).

Klasik ve Neo-Klasik Ekolün oluşum aşamasında bugünkü anlamda sermaye akımları söz konusu değildir. Ancak klasik ve Neo-Klasik Ekolün dış kaynak veya dış borç alma konusundaki fikirleri kısa vadeli sermaye akımları üzerinden yorumlanabilmektedir. Dış sermaye kullanımı adı geçen iktisadi okullara göre iki nedenden dolayı ülke ekonomisine zarar vermektedir. Bu nedenlerden ilki, kamunun dış kaynak kullanımının vergilerin ötelenmesinden başka bir işlevi bulunmadığı görüşüdür. Şimdiki

kuşaktan alınacak vergilerin gelecek kuşaklara aktarılmasından ibaret görülen dış kaynak kullanımı modern zamanlarda kısa vadeli sermaye akımları özelinde değerlendirilebilir konumdadır. Bütçe açığı ve ödemeler dengesi açığının finansmanında yabancı sermaye kullanımı, sermaye girişleri sırasında yerleşiklerden daha az vergi alınmasına yol açmaktadır. Ancak sermayenin tersine dönmesiyle ortaya çıkan olumsuzluklar sonrasında vergilerin artırılması söz konusu olmaktadır. Neo-klasik ve Klasik Ekol'ün kamu bütçesinin artmasının israfa yol açacağı öngörülürken tam istihdam ise dış sermaye kullanımı üzerinden genişletebilir konumdadır. Bu bakış açısına göre dış sermayenin kullanımı gelecek kuşaklara aktarılacak ve sermaye olumsuz yönde olacaktır. Tam istihdam varsayımı altında gelen sermaye kamu ve tüketim harcamalarında artışa yol açacaktır. Tüketicinin ve kamu harcamalarının artması ise tasarrufları azaltmaktadır, bu durum dış sermaye kullanımının ülke ekonomisine verdiği ikinci zarar olarak nitelendirilebilir. Ekonominin motorunun tasarruflar olması gelecek dönemler için sermaye stokunun daralmasına ve verimliliği artıracak yatırımların sağlanamamasına neden olacaktır. Bu saptamanın güncel olaylara bakıldığında doğrulandığı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında farklı kanallar üzerinden tüketim ve kamu harcamalarının artması ve sermayeyi çekmek için faiz oranlarının kamu müdahalesiyle yüksek tutulması birçok ülke özelinde reel yatırımları sekteye uğratmıştır. Ayrıca elde edilen gelirin yüksek faiz oranlarından dolayı spekülâtif alanlarda kullanımı, sermaye akışının tersine dönmesiyle ülkelerin krizlerle karşı karşıya kalması, Klasik ve Neo-Klasik Ekolün dış kaynak kullanıma dair görüşlerinin güncel şartlarda da geçerli olduğunu doğrulamaktadır (Barro, 1990; Rosen, 1995; Doğanalp, 2005; Tobin, 1985).

2.2.2. Keynesyen Ekol ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

1929 Büyük Buhranı, Klasik Ekol'ün görüşlerini sorgulanır hale getirmiştir. Serbest piyasa dinamiklerinin devlet müdahalesine gerek duymadan ekonomiyi tam istihdam seviyesinde tutacağını savunan Klasik Ekol, 1929 yılında patlak veren Büyük Buhran sonucunda güvenilirliğini yitirmiştir. Ekonominin arz yönüne odaklanan Say yasası gereği her arzın kendi talebini yaratacağını belirten ve iradi işsizlik dışında işsizliğin olmayacağını vurgulayan klasik görüşün paradigmatları 1929 yılında yaşanan kitlesel işsizliğe ve talep yetersizliğine çözüm bulamamıştır (Uyar, 2019; Aydın, 2021). Bu durum karşısında 1936 yılında John Maynard Keynes “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” isimli eserini yayınlamış ve iktisat dünyasında bir devrim gerçekleştirmiştir. Krizin nedenini talep yetersizliğine bağlayan kitlesel işsizliğin Klasik Ekolün güvendiği iş gücü piyasasının dinamikleriyle çözülemeyeceğini ve bu doğrultuda devlet müdahalesinin krizden çıkış için elzem olduğunu savunan Keynes iktisat dünyasına damga vurmuştur (Kadioğlu, 2007; Collins, 2017). Denk bütçe prensibi, dış borç ve kaynak kullanımı noktasında klasik görüşe karşı tarafta yer alan Keynes milli geliri artırıcı her unsura olumlu yaklaşmıştır (Dursun, 2019). Keynes'in bu görüşleri onu takip eden iktisatçılar tarafından geliştirilmiş ve 1960'lı yılların sonuna kadar hâkim iktisadi görüş olarak kabul edilmiştir (Sağın, 2018).

Keynesyen görüşte ekonomiye kamu müdahalesi uygulanmaktadır çünkü tam istihdam düzeyinin piyasa güçleri tarafından sağlanamayacağını düşünülmektedir. Kamunun eksik istihdam düzeyinden tam istihdam düzeyine yönlendiren politikalarından birinin de borçlanma politikası olduğu Keynesyen görüş tarafından ileri sürülmektedir (İnce, 2001; Dursun, 2019). Dış kaynak kullanımı kadar dış kaynak miktarı da ekonominin tam istihdam seviyesinden ne kadar uzaklaştığına göre belirlenecektir. (Buchanan ve Wagner, 1987). Klasik görüşün aksine Keynesyen görüşün dış kaynak kullanımını desteklemesinin bir diğer nedeni de tasarrufların faizden ziyade gelirin bir fonksiyonu olarak modellenmesidir (Aydın, 2021). Klasik görüşte kamunun kaynak kullanımının fon piyasasında rekabete neden olarak faiz oranlarını artıracığı ve bunun sonucunda özel sektör harcamalarının azalacağı ifade edilmektedir. Keynesyen ekol ise tasarrufları gelirin fonksiyonu kabul etmektedir. Bundan dolayı kamunun dış kaynak kullanımının milli geliri artıracığı ve milli gelirdeki artışın da tasarruf düzeyini olumlu etkileyeceği Keynesyen ekol tarafından vurgulanmaktadır (Bağcı, 2001).

Yabancı kaynakları ekonomik büyüme için alternatif kaynak olarak modelleyen Keynesyen çalışma ise “Harrod-Domar” büyüme modelinde sunulmuştur. “Harro-Domar” büyüme modelinde yüksek büyümeyi sağlayacak kaynaklardan birinin yabancı sermaye olduğu ve bu kaynaklar verimli kullanıldığı takdirde yatırımların gerçekleştirilebileceği, sonuç olarak da milli gelirde artışın olabileceği işaret edilmektedir. Ayrıca, yabancı kaynak kullanımına neden olan ulusal tasarruf açığının da milli gelir artışı sonucunda ileriki dönemlerde giderileceği bu modelde ifade edilmiştir. Keynesyen yaklaşımda yabancı sermaye kullanımı, yerli kaynakların ötesinde büyüme olanağını sağlaması açısından önemli görülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kaynak yetersizliği, ulusal kaynaklar ile kalkınma ve büyüme projelerinin gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır. Efektif talebi tam istihdam düzeyine taşıma yararının yanında yabancı kaynaklar ülkenin kalkınma projeksiyonunda gerekli görülen yatırımların finansmanında da etkin rol oynamaktadır (Çoban, 2003; Aysu, 2007).

Keynesyen ekol daralma dönemlerinde efektif talebi artırmak için yabancı kaynakların kullanılabilirliğini dile getirmektedir (Şeker, 2006:78). Klasik Ekol’ün aksine bütçe açıklarını ve yabancı kaynak kullanımını vergi yükünün ertelenmesi olarak görmeyen Keynesyen ekol yabancı kaynakların yatırımların finansmanında ve efektif talebin diğer kısımlarında kullanılmasının talep yetersizliğini gidereceğini ve milli geliri artıracığını söylemektedir. Artan milli gelir ise sonrasında tasarruf-yatırım dengesini olumlu etkileyerek sonraki dönemlerde ülkenin yabancı sermaye gereksinimini azaltacağı Keynesyen görüş tarafından dile getirilmektedir. Ancak burada yabancı sermayenin milli geliri artırıcı alanlarda kullanılmasına dikkat çekilmektedir. Çünkü borçların faiz yüküyle geri ödenecek olması ile bu kaynakların milli geliri artırmaması ise ilave vergi yükünün oluşmasına yol açacaktır. İlave vergi yükü ise efektif talebi azaltan bir unsurdur. (Sağın, 2018). Bu bağlamda Keynesyen görüş, yabancı kaynak kullanımının gelecekteki nesillerin refahını azaltacağı görüşüne de katılmamaktadır. Keynesyen görüşe göre efektif talep düzeyini artırmak için kullanılan

yabancı kaynaklar şimdiki neslin refah düzeyini artırdığı gibi gelecekteki neslin de refah düzeyini olumlu etkilemektedir (Schumpeter, 1946).

Belirsizlik üzerine temellendirilmiş diğer bir Keynesyen okul ise Post-Keynesyenlerdir. Ekonominin belirsizlik içerdiğini ve bu durumun ekonominin tam istihdam düzeyine erişimini zorlaştırdığını ifade eden Post-Keynesyenler kamuya açık bütçe politikalarının uygulamasını önererek dış kaynak kullanımının tam istihdamı gerçekleştirecek politika araçlarından biri olarak değerlendirilmesine kapı aralamışlardır (Sağın, 2018; Aysu, 2007). Özellikle yatırım harcamalarının gerçekleştirilmesi için fon sağlamanın yabancı kaynaklar vasıtasıyla gerçekleştirilebileceği, Post-Keynesyen ekolde ifade edilmektedir (Ataç, 2002).

2.2.3. Çağdaş İktisadi Ekollerde Kısa Vadeli Yabancı Sermaye

1929 yılındaki Büyük Buhran'dan sonra meydana gelen kitlesel işsizliğe ve bu krizin nedeni olarak görülen talep yetersizliğine çözüm olarak devletin ekonomiye müdahalesini savunan Keynesyen görüş, 1960'lı yılların sonuna kadar başarıyla uygulanmıştır. Bu dönemler içerisinde bütçe açıklarına dayalı talep yönlü politikalar ekonomilere yüksek büyüme rakamlarını yakalama ortamı sağlamıştır. Ancak 1970'li yıllarda dünya ekonomisini sarsan petrol krizleri Keynesyen görüşün tahtını sarsmıştır. Petrol krizleri sonrasında ortaya çıkan stagflasyon olgusunun Keynesyen politika reçeteleriyle çözüme kavuşamaması, Keynesyen görüşün sorgulanmasına yol açmıştır. Ekonomik durgunluk ve enflasyon durumunun aynı anda olması anlamına gelen stagflasyon Klasik görüşün yeniden canlanmasına sebep olmuştur. Bu noktada Milton Friedman öncülüğünde miktar teorisinin yeniden yorumlanmasıyla oluşturulan Monetarist İktisadi Ekol, Keynesyen politikaların ekonomide enflasyona neden olduğunu ifade etmiştir. Milton Friedman öncülüğündeki Parasal (Monetarist) görüş, Keynesyen politikalarından Klasik Ekol politikalarına dönüşü simgelemektedir. Klasik Ekol'ün dirilmesi olarak lanse edilen Monetarist görüş bazı açılardan Klasik Ekol'den ayrılmış şekilde politika önermektedir. Özellikle dolaşımdaki paranın en önemli iktisadi gösterge olduğu ve iktisadi dalgalanmaların ana nedeninin dolaşımdaki para miktarındaki değişimler olduğu Monetarist görüşün Klasik Ekolden ayrıştığı ana unsurdur. Parasal genişlemenin iktisadi büyüme oranında olması gerektiğini ifade eden parasalcı yaklaşım enflasyonun nedeninin büyüme oranından fazla parasal genişleme olduğunu savunmaktadır (Stiglitz ve Walsh, 2006). Keynesyen politikaların enflasyonun nedeni olduğunu belirten parasal görüşe sahip iktisatçılar, Keynesyen'in bütçe ve dış kaynak üzerine olan politikalarını da eleştirmişlerdir. Bu noktada Monetarist iktisadi ekol, genişletici maliye politikalarının ve bütçe açıklarının dışlama etkisine neden olacağını ifade etmektedir (Kırpık, 2015). Kamu müdahalesinin ekonomide dengesizlik doğuracağını belirten Monetarist ekol, kamu harcamalarının borçlanma yoluyla, vergi gelirleriyle ya da

dış kaynaklarla sağlanmasının ekonomide sadece dengesizlik yaratacağını belirtmektedir (Nadaroğlu, 2000; Susam, 2004).

Kamu müdahalesini ekonomik sorunların ana etmeni olarak gören ve kamunun kaynak kullanımının denk bütçe prensibine dayalı olmasını savunan diğer bir görüş de arz yanlı iktisat ekolüdür. Keynesyen politikalara karşı çıkan ve ekonominin ancak arz dayalı politikalarla gelişebileceğini vurgulayan arz yanlı iktisadi ekol, vergi oranlarını azaltıcı politikaların ekonomide çalışma ve üretim isteğini teşvik edeceğini ifade etmektedir. Kamunun asli gelirlerinin vergi olduğunu ve kamunun ekonomideki ağırlığının azaltılmasını savunan Arz yanlı iktisadi ekol, yabancı kaynak kullanımına mesafeli duruş sergilemektedir (Savaş, 2007:171-172).

Kamunun ekonomiye müdahalesinin anayasal hükümlerle kısıtlanması gerektiğini dile getiren ve Buchanan öncülüğünde kurulan Kamusal Tercih Teorisi kamunun ekonomideki rolüne dair ağır eleştirilerde bulunmuştur. Bu iktisadi ekol, kamunun ekonomi politikalarının kısıtlanmasının elzem olduğunu çünkü ekonomi politikalarının bürokratların ve siyasilerin çıkarları doğrultusunda hazırlandığını ve uygulandığını ifade etmektedir. Kamusal tercih teorisi, siyasi çıkar temelli politikaların savurganlığa neden olduğunu ve ekonomideki kaynakların etkin kullanımına zarar verdiğini vurgulamaktadır. Kamusal tercih teorisine göre dış kaynak kullanımı, kamunun savurganlığını artırmaktan başka bir sonuç doğurmayacaktır (Buchanan ve Wagner, 1967:4-6).

2.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler

Dünya ekonomi tarihinin son 50 yılını şekillendiren en önemli olgulardan biri küreselleşmedir. Küreselleşme olgusu içerisinde, ülkelerin dış ticaret yapısı, para ve sermaye piyasaları, sosyal ve politik yapıları gibi pek çok unsur liberalleşerek dışa açık hale gelmiştir. Gelişmiş ülke grupları bu süreçte üretim maliyetlerini azaltmak, yeni pazarlar elde etmek ve sermaye arbitrajından yararlanmak gibi hedefler doğrultusunda serbestleşme hareketinin içerisinde yer almıştır.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını uluslararası piyasalardan sermaye ihtiyacı olan ülkeye yönlendiren birçok etmen bulunmaktadır. Birçok sınıflandırmanın yapıldığı bu alanda, bir sınıflandırma biçimi de etmenlerin iç ve dış etmenler olarak ayrışmasıdır. Bu ayrıştırma yönteminde, sermaye hareketlerini belirleyen etmenler, sermayenin yöneldiği ülkenin ekonomik ve politik unsurlarından etkilenen ve tamamen ondan bağımsız şekilde oluşmuş faktörler olarak sınıflandırılmaya çalışılmaktadır (Chuhan vd., 1996).

2.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen İç Faktörler

Gelişmiş ülkelerin yanı sıra gelişmekte olan ülkeler de 1970'li yıllardan itibaren serbestleşme hareketlerini gerçekleştirme yönünde adımlar atmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerin bu yönlü politikaları uygulanmasındaki başat unsur ise bu ülke gruplarının karşı karşıya kaldıkları kemikleşmiş sorunlarıdır. İlgili dönem içerisinde bu ülke gruplarının dışa açılma süreçleri iki etmen üzerinden oluşum göstermiştir. Birincisi, kalkınma hedeflerinin gerçekleştirilmesi için sermayenin elde edilmesidir. İkinci durum ise çoğu gelişmekte olan ülkenin 1970'li yıllarda yıkıcı etkisi olan borç krizleriyle karşı karşıya kalmış olmasıdır. Borç ödemelerini sağlamak ve yeni borçlar bulabilmek için IMF bu ülke gruplarına serbestleşme uygulamalarını şart koymuş ve bu durumlar gelişmekte olan ülkelerin reel ve finansal piyasaları gönüllü veya zoraki dışa açmalarına yol açmıştır (Kaygusuz, 2014). Açık ekonomi koşullarına göre yeniden yapılandırılan bu ülke gruplarının her liberalleşme uygulaması sonrasında dış kaynak gereksinimi daha da artış göstermiştir. Hızlı ve planlanmayan serbestleşme hamleleri beraberinde krizlerin yaşanma sıklığını artırmıştır ve her kriz beraberinde serbestleşme hareketinin daha da ivme kazanmasına yol açmıştır. 1980-1990'lı yıllardan itibaren dünya ekonomisi mal ve sermaye hareketleri açısından giderek daha da bütünleşik bir hal almıştır. Korumacı politikaların esnetildiği veya kaldırıldığı bu dönemler içerisinde özelleştirme faaliyetlerinin de artış göstermesi, ülkeler arasında sermaye akımlarına hız kazandırmıştır (Yar, 2008). Yaşanılan bu değişimler, gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarını hem nitelik ve nicelik bakımından dönüşüme uğratmıştır (Berksoy ve Saltoğlu, 1998). Fon fazlası bulunan gelişmiş ülkelerden fon ihtiyacı olan ülke gruplarına doğru devasa boyutlarla gerçekleşen fon akımlarının teorik temelde her iki tarafın da yararına olduğu düşünülmektedir. Fon getirisi düşük gelişmiş ülkelerdeki fazla fonların yüksek getiri sunan gelişmekte olan ülkelere yönelmesi hem getiri oranını artırmakta hem de fon ihtiyacı olan ülkelerin yatırımlarını gerçekleştirme imkânı oluşturmaktadır (Yar, 2008:8; Vives, 1995; Lopez-Mejia, 1999).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını uluslararası piyasalardan sermaye ihtiyacı olan ülkeye yönlendiren birçok etmen bulunmaktadır. Birçok sınıflandırmanın yapıldığı bu alanda bir sınıflandırma biçimi de etmenlerin iç ve dış etmenler olarak ayrışmasıdır. Bu ayrıştırma yönteminde sermaye hareketlerini belirleyen etmenler, sermayenin yöneldiği ülkenin ekonomik ve politik unsurlarından etkilenen ve tamamen ondan bağımsız şekilde oluşmuş faktörler olarak sınıflandırılmaya çalışılmaktadır (Chuhan vd., 1996). Bu noktada kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen iç faktörler, sermaye çekmek isteyen ülkenin kendi özelliklerinden meydana gelmektedir. Eğer sermaye akımları bir ülkeye kendi sunduğu avantajlardan dolayı giriş yapıyorsa sermaye kontrolünü kendi politika araçlarıyla sağlayabilmektedir. Sermaye akımlarında nispi gücü olan ülkeler, yabancı sermayeyle elde edilen finansman kaynaklarıyla ülkenin yaşam standartlarını iyileştirici adımlar atabilmektedir (Hoti, 2005). Bu bakış açısına göre yabancı sermaye akımlarının büyüklüğü dış etmenler tarafından belirlenirken

mevcut sermayenin ülkelere göre dağılımı her ülkenin piyasaya sunduğu avantajlara göre şekillenmektedir (Montiel ve Reinhart, 2001). Yabancı sermaye akımlarından yüksek pay almak isteyen ülkeler iç etmenlerini iyileştirici adımlar atarak bu alanda öne çıkmak istemektedirler (Bilgi, 2009).

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini belirleyen iç faktörler, çekici faktörler olarak da nitelendirilmektedir. Sermaye akımını çekmeye çalışan ülkelerin kendi ekonomik-politik dinamikleri ve finansal piyasalarının mevzuat yapısı sonucunda oluşan iç faktörler, sermaye hareketlerinin talep kısmını temsil etmektedir (Kaya, 1998a; Kaya, 1998b). Finansal serbestleşme, uluslararası sermayenin yüksek hareket kabiliyetine ulaşmasını sağlamıştır (Albayrak, 2019:21-22). Ülkede finansal serbestleşme politikaları ile sermaye üzerindeki denetim ne kadar aza indirilirse o ülke yabancı sermaye için o kadar cazip konuma erişmektedir. Hareket kabiliyeti artan sermayenin hangi ülkeye veya ülke gruplarına yöneleceği bu süreçte önem kazanmaktadır. Bu noktada kısa vadeli yabancı sermayeyi çekmek isteyen ülkenin öncelikle finansal serbestleşme politikalarını uygulaması gerekmektedir (Özdemir, 2013:12-13). Çünkü yabancı sermayenin ilgili ülkeye girme olanağı o ülkenin finansal sisteminin liberalleşme düzeyine bağlıdır. Finansal serbestleşme sağlandıktan sonra ise diğer iç etmenler devreye girmektedir (Aksaraylı ve Tuncay, 2009). Sermaye sahiplerinin yatırımlarını gerçekleştirirken göz önünde bulundurduğu iki etmen, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini belirleyen iç faktörlerin tanımlanmasına yardımcı olmaktadır. Birinci dikkat edilen unsur elbette ki getiri elde etme isteğidir (Balseven, 2003:112). Uluslararası yatırımcılar, özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri gibi tamamen kazanç elde etme güdüsüne dayalı sermayeyi yönlendirirken yüksek getiri sağlama motivasyonu ile kararlarını şekillendirmektedir. Kısa vadeli sermayenin getiri oranı ise yöneldiği ülkenin faiz oranının uluslararası faiz oranına göre ne kadar fazla olmasıyla belirlenmektedir. Bu noktada sermaye akımlarını çekmek isteyen, ülkenin faiz oranını öne çıkaran iç faktör olmaktadır (Albayrak, 2019:21-22). Ülke faizi uluslararası faiz oranından görece ne kadar yüksek olursa diğer şartlar sabitken söz konusu ülke ekonomisine o kadar çok kısa vadeli yabancı sermaye akın etmektedir. Özellikle sabit döviz kuru rejimini uygulayan ülkelerde faiz oranı ile yabancı sermaye arasındaki ilişki daha belirgin şekilde gerçekleşmektedir (Lopez-Meija, 1999). Ayrıca spekülatif arbitraj olanağını artıran yüksek reel faiz ve düşük kur politikası, uluslararası yatırımcılar açısından ülkeyi daha cazip hale getirmektedir. Uluslararası yatırımcılar için sermaye yönelteceği ülkenin enflasyon oranları ve kur politikaları da yatırım kararları alınırken göz önünde bulundurulmaktadır. Çünkü yabancı yatırımcı giriş yaptığı ülkede sermayesini söz konusu olan ülkenin para birimine çevirdikten sonra kullanabilmektedir. Enflasyon oranının ve döviz kurunda oynaklığın düşük olması yatırımcıların getirdiği fonlardan daha fazla kazanç sağlanmasına neden olmaktadır çünkü yurt dışına çıkarılırken bu fonların tekrar dövizde çevrilmesi gerekmektedir (Şahin, 2014:34; Açıkgöz, 2008:15-16; Alagöz, 2019:9-10). Bu noktada sabit kur rejiminin uygulanıyor olması yabancı sermaye için daha cazip yatırım ortamına neden olmaktadır çünkü döviz kurundaki dalgalanmaların yükünü resmî kurumlar üstlenmektedir (Lopez-Meija, 1999:1-2). Ülke faiz oranının yanında öne çıkan diğer iç faktör ise o ülkenin politik ve ekonomik açıdan istikrarlı olmasıdır. Faiz oranları ne kadar yüksek olursa olsun yatırımcılar için güven ve olumlu beklenti ortamı

oluşmamışsa o ülke yabancı sermaye akımlarını için cazip konumda yer almayacaktır. Politik ve ekonomik ortamının göstergelerinden biri de kamu sektörünün açıklarla karşı karşıya kalmamasıdır (Şeren, 2011:16). Çekici faktörler arasında yer alan diğer bir etmen ise sermaye akımlarının yöneldiği ülkenin büyüme performansıdır. Ekonomik performansı iyi ve büyüme rakamları yüksek olan ülkeler, yabancı yatırımcılara hem güven unsuru aşılır hem de artan ekonomik faaliyetler yabancı sermaye sahiplerinin kazançlarını olumlu yönde etkiler (Ralhan, 2006).

Bunlara ek olarak sermaye çekmeye çalışan ülkenin uluslararası ekonomik ve finansal kuruluşlarla olan ilişkileri de öne çıkan diğer sermaye çeken faktörler arasında yer almaktadır. Özellikle, OECD ve IMF gibi kuruluşların önerdiği ekonomik reformları uygulayan ekonomik ve finansal sistemleri bu kuruluşların önerdiği düzenlenmelere göre şekillendiren ülkeler daha çok sermaye çekmektedir. Yatırım indirimleri, gümrük teşvikleri, özendirici teşvik politikaları, kısa vadeli sermaye akımlarını çeken diğer önemli iç etmenlerdir (Sabır, 2002:3; İnandım, 2005:20; Yıldırım, 2008:49). Bu açıdan bakılacak olursa ülke ekonomisinin dış piyasalardaki imajı ve güvenilirliği iç etmenler olarak kabul edilebilmektedir (Şarkgüneşi, 2007).

İç faktörlerin kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin üzerindeki önemi, özellikle Doğu Asya ülkeleri özelinden daha belirgin bir şekilde anlaşılmıştır. Makroekonomik ve politik manada istikrarlı bir görünüm sergileyen bu ülke gruplarının özellikle ekonomik göstergelerinin olumlu seyir izlemesi yabancı sermaye akımlarını kendilerine çekebilmeleri açısından etkili olmuştur. Bu ülke gruplarının iç faktörleri arasında yer alan üç unsurun sermaye akışını hızlandırdığı düşünülmektedir (Kaçar,2019:31). Bunlar sırasıyla:

- Ekonomik istikrarın kesintiye uğramayacağı beklentisi,
- Faiz oranlarının uluslararası faiz oranına göre daha cazip olması,
- Ülkelerin yüksek kredi derecesine sahip olmasıdır (Kızır, 2011; Yılmaz, 2006:86; Kaçar, 2019: 31; Nicolas,2022).

Yukarıda ifade edilmiş iç etmenlere ek olarak Doğu Asya ülkelerinin borsalarının yüksek kazançlı olması, düşük veya sabit kur rejimim bulunması, yabancı sermaye akımlarının bu ülke gruplarına yönelmesini tetiklemiştir (Siampın, 2012). İç etmenlerin iyileştirmesini sağlayan yapısal reformların sermaye akımlarını tetiklediği başka bir örnek 1990'lı yılların başında Avrupa ülkelerinde vuku bulmuştur (Yılmaz, 2014:37-38). Avrupa ülkelerinin 1990-91 yıllarında bir bütün olarak uyguladıkları yapısal reformlar, 1992 yılından itibaren yüksek miktardaki yabancı sermayenin bölge ülkelerine kaymasına yol açmıştır. Başka bir tecrübe ise okyanusun diğer yakasında Latin Amerika ülkelerinde gerçekleşmiştir. Bolivya, Şili, Meksika, Arjantin, Brezilya ve Ekvador'da 1980'li ve 1990'li yıllarda

enflasyon oranlarını düşürücü istikrar programlarının uygulanması ve akabinde yabancı sermaye akımlarının bu ülke gruplarına yönelmesi, iç etmenlerin yabancı sermaye akımlarındaki önemini doğrulamıştır (Fernandez-Arias ve Montiel, 1996). Ralhan (2006) yaptığı araştırmada sermaye akımlarını çeken etmenleri belirlemeye çalışmıştır. Çalışmada döviz rezerv miktarı birinci derecede önemli iç etmen olarak tespit edilirken istikrarlı ekonomik büyüme ve LIBOR (London Interbank Offered Rate) oranının ise diğer önemli iç etmenler olduğu ifade edilmiştir. Schadler (1994) sermaye akımlarını çeken iki önemli iç etmenin olduğunu söylemektedir. Kamu açıklarını kapatıcı ve üretkenliği artırıcı yapısal değişiklikler ve mali uyuma bakılmaksızın uygulanan sıkı kredi politikası ve yüksek faiz oranının sermaye akımlarının gelmesinde önemli rol oynamaktadır. Şeren'de (2011) Schadler'e (1994) paralel olarak yüksek faiz oranlarını ve verimliliği artırıcı reformların yabancı sermaye akımlarını çeken en önemli iç etmenler olduğu vurgulanmıştır. Lopez-Mejia (1999) kredi güvenliğini sağlayacak ve yatırımları teşvik edecek reformların uluslararası sermaye akımlarını yönlendirmede etkili olduğunu savunmaktadır. Salisu (2005) ise bütçe açığının sermaye akımlarını tersine çeviren bir iç etmen olduğunu işaret etmiştir. Calvo vd. (1996) özelleştirme politikalarına dikkat çekmiştir. Özelleştirme politikalarının hayata geçirilmesinin sermaye akımlarını çekmede başarılı olduğu Calvo vd. (1996) tarafından ileri sürülmektedir.

Sermaye akımlarını belirleyen iç faktörlerin çok sayıda olmasına karşın yapılmış araştırmalar sonucunda öne çıkan faktörler tespit edilmeye çalışılmıştır. Yurt içi faiz oranı, döviz kuru rejimi, kamu kesiminin borçlanma düzeyi, yatırımların GSYH'ye oranı, enflasyon oranı, kredi notları, ikincil piyasaların etkinliği, finansal piyasaların derinliği ile güvenilirliği ve menkul kıymet piyasasındaki fiyat değişimleri öne çıkan iç faktörler olarak sıralanmaktadır (Vives, 1995; Lopez-Mejia, 1999).

Sermaye akımları konusunda iç faktörlerin önemli olduğunu savunan diğer bir görüş ise 1980 ve 1990'lı yıllar arasında gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmiş sermaye akımlarındaki değişimlere dikkat çekmektedir (Kaçar, 2019:31-32). 1980-1998 dönemleri arasında gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmiş sermaye akımları %4,5 seviyesinden %5,6 seviyesine yükselirken gelişmiş ülkelere doğru gerçekleşmiş sermaye akımları %3 seviyesinden %2 seviyesine gerilemiştir. Diğer önemli olan oran ise ihracat hacmi üzerinden gerçekleşmiştir. 1980'li yıllarda gelişmekte olan ülke piyasaları ihracat hacmi %4,5 seviyelerinden 1990'lı yıllarda %9 seviyesine çıkmıştır.

2.3.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Dış Faktörler

Gelişmekte olan ülkelerin 1970'li yıllardan itibaren başlattığı serbestleşme hareketi, 1980 ve 1990'lı yıllarda hız kazanmıştır. Ülkeler arasındaki engellerin minimize edilmesiyle hız kazanan sermaye hareketleri birtakım sonuçları da beraberinde getirmiştir. Bu sonuçlar arasında kısa vadeli sermaye

akımlarının özellikle 1980'li yıllardan itibaren dalgalanma göstermesi ve akım ettiği ülkeden hızlıca çıkması yer almaktadır. Hareket kabiliyeti çok yüksek olan bu sermaye biçimini yönlendiren unsurlar, dönemlere göre farklılık göstermektedir. Bu noktada sermaye akımlarını belirleyen etmenlerin denge yapısını arz ve talep unsurları olarak belirleyebilmek kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını anlama ve en etkin biçimde yararlanma konusunda önemlidir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini belirleyen iç faktörler, sermaye akımlarının talep tarafını temsil etmektedir. Sermaye ihtiyacı olan ülkelerin kendi dinamikleri tarafından oluşan iç etmenler, sermaye akımlarını açıklamakta tek başına yetersiz kalmaktadır (Sashikala Chitramani, 2018). Talep kısmının karşısında yer alan ve yabancı sermaye arzını belirleyen unsur ise dış faktörlerdir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını belirleyen dış faktörler, iktisat yazınında sermayeyi iten (push) faktörler olarak da adlandırılmaktadır (Bal, 2019:10). Genel olarak itici faktörler, kısa vadeli sermaye akımlarının yöneldiği ülkenin uluslararası piyasalardaki çekiciliği ve avantajını sona erdiren ve sermaye çıkışlarının yaşamasına neden olan etmenler olarak ifade edilmektedir (Şahin, 2014:33). Sermaye talep eden gelişmekte olan ülkelerin etkisinden uzak bu faktörler, genel olarak gelişmiş ülke piyasalarında meydana gelen reformlar ile politik, ekonomik olaylar neticesinde belirlenmektedir (Hoti, 2005). Sermayenin yöneldiği ülkeden bağımsız olarak belirlenen dış faktörler, söz konusu ülkenin sermaye akımlarındaki avantajlı konumunu olumlu veya olumsuz etkilemektedir (Kaygusuz, 2014). Kısaca kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen dış etmenler, sermaye akımının yöneldiği ülkenin durumunda herhangi bir değişiklik olmamasına rağmen dış piyasalarda meydana gelen reformların ekonomik ve politik değişimlerin ülkenin sermaye akımları özelinde konumunu değiştiren olaylardır (Kim, 2000; Yılmaz, 2014). Genel olarak dış etmenler, sermaye veya kredi veren ülke piyasalarında varlıkların getiri oranlarına etki eden dönemsel değişiklikler olarak ifade edilmektedir. Örneğin gelişmiş ülke piyasalarında vuku bulan bir olay, varlık fiyatları üzerinde azaltıcı etki doğurursa sermaye getiri olanağı daha yüksek ülke gruplarına yönelmektedir. Geçici baskı durumu ortadan kalktığında ise sermaye tekrar gelişmiş ülke piyasalarına yönelmektedir. Bu durum, sermaye akımlarının dış etmenlerdeki değişimler doğrultusunda belirlendiği görüşünü işaret etmektedir. Bunun yanında uluslararası sermaye piyasasını biçimlendirecek veya etkileyecek teknolojik ve hukuksal düzenlemeler de dış faktörler içinde değerlendirilmektedir (Acosta ve Loza, 2005). Uluslararası finansal piyasalarda son birkaç on yıl içerisinde büyük değişimler yaşanmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler sermayenin çok kısa süre içinde hareket etmesini kolaylaştırmıştır (Alagöz, 2019). Tasarruf açığı neticesinde yüksek yabancı sermaye ihtiyacı olan ülkelere yönelmiş yabancı sermaye akımlarının aniden duraksaması veya tersine dönmesi bazı durumlarda sadece iç etmenler üzerinden anlaşılamamaktadır. Bu durum kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini belirleyen dış etmenlerin önemini artırmaktadır. Dahası bazı araştırmacılar, dış faktörlerin sermaye hareketlerinin belirlenmesinde daha baskın olduğu yönünde görüşler ileri sürmektedirler (Yıldırım, 2008:47-49).

Uluslararası yabancı sermayeyi elinde bulunduran yatırımcıların temel amacı, daha fazla getiri elde etmektir. Yatırımcılar, getiri ve verimlilik güdüsüyle gelişmiş ülke piyasalarındaki fonlarını geliştirmekte olan ülke piyasalarına yönlendirmektedirler. Gelişmiş ülke ekonomileri içerisinde olan ABD, Japonya ve

Avrupa Birliği ülkelerinin ekonomik ve finansal performanslarındaki değişimler uluslararası sermaye akımlarını yönlendirmede baskın özellik göstermektedir (Kara, 2012a). Bu görüşe göre özellikle ABD ve Japonya gibi ülkelerin faiz oranlarında ve büyüme performanslarında meydana gelen gelişmeler yatırımcıların kararlarını şekillendirmektedir (Förster vd., 2014). Örneğin söz konusu ülkelerde ekonominin daralması ya da faiz oranlarının düşmesi, yatırımcıları daha fazla getiri elde etme arayışına itmekte ve sermaye akımlarını daha fazla getiri elde edecekleri yerlere yönlendirmektedir (Calvo vd., 1996:126; Şarkgüneşi, 2007; Bilgi, 2009). Bu noktada Fernandez-Arias ve Montiel (1996), dış etmenler arasında yer alan gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki değişimlerin sermaye akımlarını yönlendirmede öne çıktığını vurgulamaktadır. Cerutti vd. (2015) ise sermayeyi iten faktörleri; global likidite, Amerikan para politikası, uluslararası yatırımcıların risk/kâr iştahını değiştiren unsurlar olarak sıralamışlardır. Örneğin 1994 yılında ABD'nin faiz oranlarını artırması neticesinde gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye bakımından çekiciliğini yitirmiş, bu ülke gruplarından yüksek miktarda sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu dış şok karşısında birçok gelişmekte olan ülke, dış borç ve para kriziyle karşı karşıya kalmışlardır. Sonuç olarak yüksek teknolojik gelişmelerle birbirlerine bağlanmış finansal piyasaların gerçekleşen dış etmenlere hemen tepki vermesi gelişmekte olan ülkelerin dış sermayeye bağlı ekonomik dengelerinin kırılganlığını artırmıştır (Calvo vd. 1996:126). Gelişmiş piyasalardaki küçük orandaki faiz oranlarının yükselmesi durumu bile yüksek faiz oranlarına sahip gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışına neden olmaktadır. Bu durumun yaşanmasında gelişmiş ülke piyasalarında risk unsurunun çok düşük, etkin ve gelişmiş piyasalara sahip olması önemli rol oynamaktadır (Albayrak, 2019:22-23; Alagöz, 2019:10-12).

Kısa vadeli sermaye akımlarını etkileyen diğer bir unsur da küresel piyasalara yönelik beklentilerdir. Ekonomik ve siyasi belirsizliğin mevcut olduğu bir durumda uluslararası yatırımcılar uzun vadeli yatırım kararlarından ziyade kısa vadeli yatırım araçlarına yönelmektedir. Yatırımcılar, belirsizliğin hâkim olduğu bu zaman dilimlerinde portföylerinde kısa vadeli sermaye akımlarına ağırlık vermektedirler ve yatırımlarını kısa pozisyonda tutarak olumsuz bir durum karşısında fon çıkışı gerçekleştirmektedirler (Orhan ve Erdoğan, 2006).

Dış ve iç faktörlerin sermaye akımlarındaki nispi önemi, ülkelere ve bölgelere göre farklılık göstermektedir. Doğu Asya ülkelerine gerçekleşen sermaye akımlarında iç faktörler daha ön plandayken, Latin Amerika ülkelerine yönelen yabancı sermaye akımlarında dış faktörlerin daha belirleyici olduğu görülmektedir Calvo vd. (1996), Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen yabancı sermaye akımlarını araştırmışlardır. Çalışmada Latin Amerika ülkelerine yönelmiş yabancı sermaye akımlarının birçok dış faktörün etkisiyle gerçekleştiği belirtilmiştir. Ayrıca elde edilen bulgular, sermaye akımlarını açıklayan tek baskın dış faktörlerin olmadığı yönündedir. Latin Amerika özelinde sermaye akımlarının yoğunlaşmasına neden olan dış faktörlerden birinin ABD faiz oranlarındaki sert düşüş olduğu çalışmada tespit edilmiştir. Özellikle 1992 yılında ABD faiz oranları sert bir düşüş göstermiştir. 1988 yılındaki faiz oranı %5,9 iken, 1992 yılında bu oran %3,3 seviyelerine düşmüştür. Aynı dönemler içinde 6 aylık ABD dolarının LIBOR

oranı %7,4'ten %5,9 seviyelerine inmiştir. Faiz oranlarındaki düşüş, iki şekilde sermaye akımlarını etkilemiştir. Birinci neden, düşen faiz oranları Latin Amerika ülkelerinin dış borç ödeyebilme kabiliyetini artırması ve bunun neticesinde söz konusu ülkelerin ABD piyasasından daha fazla borçlanma eğilimine girmiş olmasıdır. İkinci neden ise ABD'deki faiz oranlarındaki düşüşün başta sermayenin getirisi olmak üzere menkul ve gayrimenkul piyasalarındaki yatırım araçlarının getirisini de düşürmesi ve sermayenin daha yüksek getiri sağlayacak ülkelere yönelmesidir. Calvo vd. (1993) tarafında yapılan çalışmada vurgulanan savlar, Chuhan vd. (1993) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgular ile desteklenmiştir. Ayrıca aynı çalışmada faiz oranlarındaki düşüşe ek olarak söz konusu dönemde yaşanan ekonomik durgunluğun da yatırımcıları Latin Amerika ülkelerine yönlendirmede etkili olduğu belirtilmiştir. Bunlara ek olarak Calvo vd. (1993) ABD sermaye piyasasındaki gerçekleşmiş mevzuat değişikliğinin kısa vadeli sermaye akımlarını yönlendirme etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Sermaye hareketlerinin işlem ve likidite maliyetini düşüren “Regulation S” ve “Rule 144a” gibi yapısal reformların hayata geçirilmesiyle yatırımcıların dış piyasalara sermayelerini yönlendirmelerinin arttığının araştırmacılar tarafından altı çizilmiştir. “Rule 144a” uygulamasının uluslararası sermaye akımları üzerinde etki meydana getirdiğini savunan araştırmalar arasında Chuhan ve Claessens (1993) tarafından yapılan çalışmada yer almaktadır. Ayrıca adı geçen araştırmacılar, nispi önemi düşük olsa da Latin Amerika ülkelerinin dış ticaret haddelerini olumsuz yönde etkileyen otonom dış şokların da yabancı sermaye akımlarını etkileyen dış etmenler arasında yer aldığını ifade etmişlerdir. Özellikle petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşlerin Latin Amerika ülkelerinin dış ticaret haddini tersine çevirdiği ve cari açık sorunsalını artırdığı Chuhan ve Claessens (1993) tarafından ifade edilmiştir. Calvo vd. (1993) 1978-1991 dönemleri arasındaki Latin Amerika ülkelerindeki yabancı sermaye akımlarındaki değişimlerin ABD ekonomisinin ödemeler dengesindeki değişimlerle bağlantılı olduğunu çalışmalarında ileri sürmüşlerdir. Örneğin, 1978-81 dönemlerinde Latin Amerika'ya gerçekleşen sermaye girişleri ABD'den çıkış yapan sermayeyle 1983-89 dönemlerinde Latin Amerika'dan gerçekleşen sermaye çıkışları ise ABD ekonomisine yönelen sermaye girişleriyle örtüştüğü çalışmada ifade edilmiştir (Steinberg, Lansdale, 1995).

Finansal piyasaları kısıtlayan yapısal ve politik kısıtlamaların kaldırılması, finansal piyasalardaki yüksek rekabet ve teknolojik gelişmelerin yanında gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında gerçekleşen yeni uygulamalar da kısa vadeli sermaye akımlarını etkilemektedir (Taylor ve Sarno, 1997:453; Lopez-Mejia, 1999). Kurumsal yatırım ile kurumların gelişmiş piyasalarda önem kazanması, sermaye akımlarını yönlendirmede etkili olmuştur. Kurumsal yatırımlar bünyesinde portföydeki riskleri paylaşmak için gelişmekte olan ülke piyasalarına sermaye akımları gerçekleştirilmiştir (Lopez-Mejia, 1999).

Yukarıdaki satırlarda ifade edilen kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını belirleyen iç ve dış faktörler Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarını Etkileyen İç ve Dış Faktörler

İç faktörler	Dış faktörler
• Yüksek yurt içi faiz oranı • Ticari ve Finansal Serbestleşme reformları • Özelleştirme faaliyetleri • Yurt içi makroekonomik değişkenlerin olumlu görünümde olması • Yurt içi menkul ve gayrimenkul yatırım araçlarının yüksek getiri sunması • Kamu bütçesinin iyileştirecek reformların uygulanması • Yüksek faiz düşük kur politikasının varlığı • Ekonomik ve politik istikrar • Ülke ekonomisinin güvenilirliği	• Gelişmiş ülkelerin faiz oranları • Gelişmiş ülkelerin büyüme performansı • Küresel Likidite • Risk/ Getiri Algısını • Uluslararası yatırım ve portföy akımlarını etkileyen mevzuat ve düzenlemeler • Bilgi ve iletişim teknolojisindeki değişimler • Uluslararası portföy çeşitlendirme

Kaynak: (Lopez-Mejia, 1999; Vives, 1995; Taylor ve Sarno, 1997:453)

2.4. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenlere Etkisi

Türkiye dışa açık bir ekonomi olduğu için kısa vadeli sermaye hareketlerini etkileyen makro ekonomik faktörleri incelemek önemlidir. Bu konu başlığı altında, kısa vadeli sermaye hareketlerinin; enflasyona, tasarruflara, yatırımlara, tüketime, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi, istihdama, faize, finansal piyasalara, döviz kuru ve rezervlere etkisi detaylı olarak açıklanmaktadır.

2.4.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Enflasyona Etkisi

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile enflasyon oranı arasındaki etkileşim, üzerinde en çok tartışmanın yaşandığı alanlardan birini meydana getirmektedir. İkili arasındaki muhtemel etkileşimler hem teorik hem de ampirik çalışmalarda üzerinde uzlaşa sağlanamayan iktisadi konulardan biridir. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile enflasyon oranı arasındaki etkileşimin belirsiz görünümde olmasında her iki değişkenin de birçok makroekonomik değişkenle karmaşık bağlantısının olması önemli rol oynamaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yönedikleri ülkedeki enflasyon oranına etkisi o ülkenin makroekonomik durumuna göre değişkenlik göstermektedir (Baran, 2017:31). Bu bakımdan ikili arasındaki ilişkinin yönünü sermaye akımlarının yönediği ülkenin para-maliye politikaları, genel ekonomik dengesi ve sermaye girişleri sonrasında ulusal paranın değerindeki değişimler gibi birçok faktör tayin etmektedir (Uzunoğlu vd., 1995; Yılmaz, 2014:72).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile enflasyon arasındaki etkileşim iç içe geçmiş yapıdadır. Bu durum, hem enflasyon olgusunun ekonomideki birçok göstergeyle karşılıklı etkileşim halinde olmasına hem de yabancı sermayenin ülkeye giriş yaptıktan sonra birbiriyle doğrudan ve dolaylı birçok mekanizmayı hareket ettirmesine neden olmaktadır (Pamuk, 2006; Kaçar, 2019). Her ülkenin sermaye girişleri sırasında uyguladığı politikaların değişiklik göstermesi, kısa vadeli sermaye girişlerinin

enflasyona olan etkisinin de farklılık göstermesine neden olmaktadır (Rodrik ve Velasco, 1999; Eser, 1993).

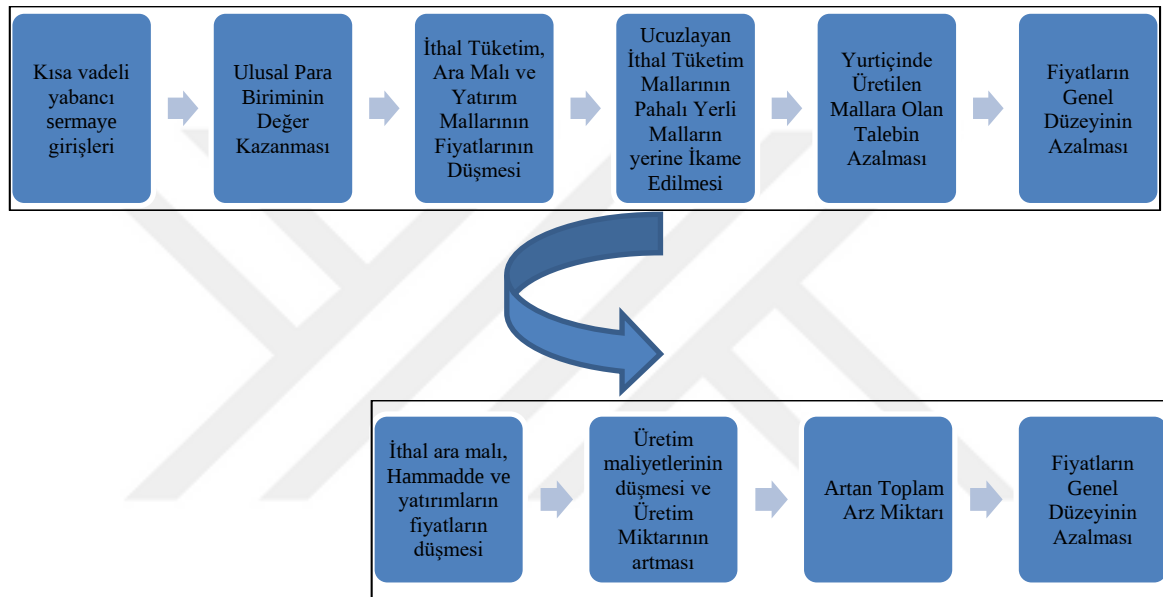
Bir ekonomideki enflasyon oranı, ekonominin genel dengesini belirleyen ve ondan etkilenen önemli göstergelerden biridir. Ekonomideki toplam arz ve toplam talebin birbirlerine göre farklılığından kaynaklanan enflasyon olgusu, bir ekonomideki belirli zaman diliminde genel fiyat düzeyinde yaşanan sürekli artışları ifade etmektedir. Teorik olarak, toplam talep kaynaklı, maliyet kaynaklı ve ithal kaynaklı gibi birçok enflasyon tabirinden bahsedilse de enflasyon genel manada toplam talep ile toplam arz arasındaki uyumsuzlıktan kaynaklanmaktadır. Söz konusu uyumsuzluk, toplam arzın artırılmaması, sürekli genişleyen toplam talep, enerji ve ham madde kaynaklarında dışa bağımlılık, yanlış uygulanan para ve maliye politikaları ve ulusal paranın değerindeki değişimlerin ekonomiye yansması sonucu meydana gelmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile enflasyon arasındaki ilişki, adı geçen etmenler üzerinden şekillenmektedir. Ancak yabancı sermaye akımların ile enflasyon arasındaki etkileşimin ilk basamağının bütün kanalları içerecek şekilde yerel paranın yabancı paralar karşısındaki değerinin değişmesiyle başladığı iktisat yazımında kabul görmektedir (Şengönül vd. 2007:35; Kara, 2012a:25-26; Liu vd., 2024).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, ülkenin ulusal para biriminin yabancı paralar karşısında değer kazanmasına neden olmaktadır. Diğer bir anlatımla sermaye akımları sonrasında döviz arzında artış yaşanır ve döviz kuru düşer. Yabancı sermaye akımlarının enflasyon üzerinde olumlu etki meydana getireceğini savunan görüş ile döviz arzının artması sonucuyla ulusal para biriminin değer kazanmasının iki farklı kanal aracılığıyla ülkedeki enflasyonu iyileştirici yönde etki bırakabileceği dile getirilmektedir (Albayrak, 2019). Birinci kanal, yabancı sermaye girişleri sonrasında değerlendirilen ulusal para biriminin yerli ürünleri yabancı ürünler karşısında görece pahalı hale getirmesi üzerinden şekillenmektedir. Yurt içinden pahalı şekilde üretilen ürünlerin ucuz ithal ikameleriyle ekonomide yer değiştirmesi, iç piyasadaki ürünlere olan talebin azalmasına ve bunun sonucunda ürünlerin fiyatlarında düşüş yaşanmasına yol açmaktadır. Ayrıca ucuzlayan ithal ürünlerin iç piyasada kullanılmasının fiyatlar genel düzeyi üzerinde azaltıcı etki doğuracağı ifade edilmektedir. İkinci kanal ise üretim cephesi üzerinden yabancı sermaye ile enflasyon arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Özellikle yatırım ürünleri, ham madde ve ara mallarında dışa bağımlı olan gelişmekte olan ülkeler, döviz kurundaki düşmeyle birlikte üretimleri için gerekli malları daha ucuza temin edebilmektedir. İkinci kanala göre ithal ara mallarının maliyetlerindeki ucuzlama, söz konusu ithal ara mallarının içerdiği nihai malların da fiyatlarına yansıtacaktır. Ayrıca yatırım ve ham madde kaynaklarının elde edilmesiyle toplam üretimin artması, ekonomideki toplam arzı artırarak enflasyonu aşağıya doğru hareket ettirecektir (Kar ve Uzun, 2004; Şengönül vd., 2007:35; Kara, 2012a:25-26; Kahvecioğlu, 2014:48-49; Alagöz, 2019:13-14). Enflasyonun kısa vadeli sermaye hareketleri girişleriyle düşmesi için bu sermaye akımının parasal tabandaki etkisinin kontrol altında tutulması gerekmektedir (Uzunoğlu vd. 1995). Bunun yanında kaydi para yaratmada önemli rol oynayan

bankacılık sektörünün de kredi genişlemesini önleyecek politikalarla kontrol altında tutulmasının kısa vadeli sermaye akımlarının enflasyonu düşürmesindeki etkinliğini artıracak bu görüş çerçevesinde önerilmektedir (Özgen,1998; Rodrik ve Velasco, 1999).

Kısa vadeli sermaye girişlerinin talep ve arz mekanizması aracılığıyla enflasyon oranına etkisi Şekil 1’de gösterilmektedir.

Şekil 1: Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Enflasyon Oranına Etkisi

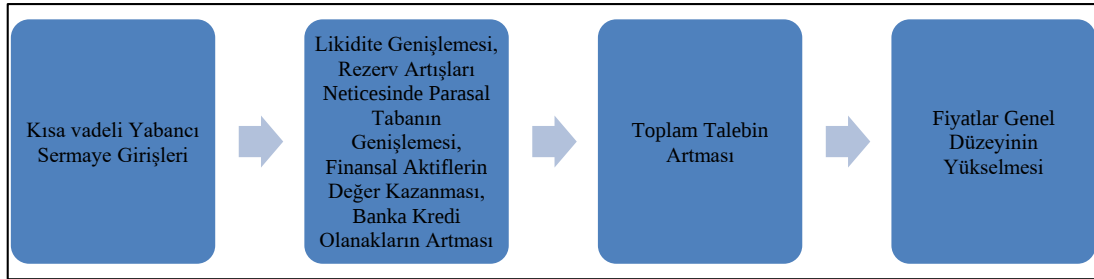


Kısa vadeli sermaye girişlerinin enflasyonu dizginlemeyeceğini dile getiren karşıt görüş de iktisat yazınında yer almaktadır. Bu görüşe göre kısa vadeli sermaye girişleri, ülke ekonomisinde toplam talebin daha da genişlemesine yol açarak enflasyon sorununun daha kötüleşmesine neden olmaktadır. Karşıt görüşün oluşturduğu aktarım mekanizması ise sermaye girişleri sonrasında gerçekleşen likidite genişlemesi, kredi artışı ve finansal aktiflerin değerlenmesi temelinde meydana gelmektedir (Siampın, 2012). Sermaye girişleri, finansal piyasadaki likiditenin genişlemesine neden olmaktadır. Artan likidite, talebin genişlemesine ve enflasyon baskısının şiddetlenmesine yol açmaktadır (Seyidoğlu, 2017). Ayrıca bankaların sermaye girişleri sonrasında elde ettiği fonları piyasaya kredi olarak sunması, özellikle tüketim harcamalarını artırmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri yapısı gereği ani çıkış yapabilme özelliğine sahiptir. Bu sebeple gelişmekte olan ülke piyasaları, ani sermaye çıkışlarına önlem amacıyla sermaye girişleri sırasında rezervlerini artırmaktadır. Döviz piyasasını güvenli kılmak ve döviz dar boğazlığı yaşamamak için yabancı sermaye akımlarının rezerv şeklinde kullanılması parasal tabanı genişletmektedir (Uzunoğlu vd., 1995:72). Parasal tabandaki genişleme, faiz oranlarını düşürmekte ve bunun sonucunda yurt içi talepte artış yaşanmasına yol açmaktadır. Talep artışı akabinde enflasyonist baskı yükselmektedir (Helleiner, 1997; Yentürk, 1997). Bu bağlamd, kısa vadeli sermaye akımlarının

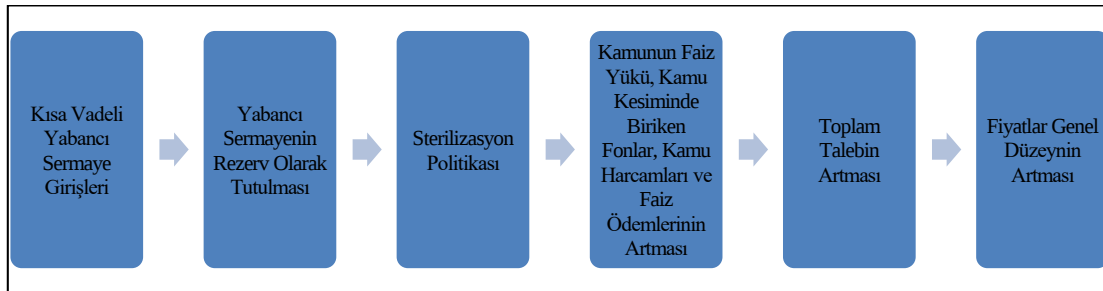
enflasyonist süreci daha da hızlandırması, sermaye girişleri sonrasında parasal büyüklüklerdeki değişimler üzerinden oluşmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin enflasyonist baskı yaratacağını dile getiren görüşün dayandığı diğer bir nokta ise kısa vadeli sermaye girişleri ile bütçe açığı arasındaki etkileşimdir. Bütçe açıklarında kısa vadeli sermaye aracılığıyla finansmanının sağlanması, hükümetlerin mali disiplinden uzaklaşarak daha fazla harcama yapma isteklerini artırabilmektedir. Kamu harcamalarının finansmanında vergilerden ziyade yabancı sermayenin kullanımı, toplam talebi tırmandırmakta ve enflasyonist sürecinin yaşanmasına yol açmaktadır. Bu süreç, özellikle kronik bütçe açığı olan ülkelerin finansal serbestleşme politikaları sonrasında daha da belirgin görüldüğü tarihsel vakalar tarafından doğrulanmaktadır (Kizir, 2011). Enflasyon oranı ile kısa vadeli sermaye yabancı sermaye arasındaki etki, gelen fonların hangi alanlarda kullanıldığı, kamu otoritesinin uyguladığı politikalar ve hane halkının tüketim davranışı kapsamında şekillenmektedir. Enflasyonist sürecin önüne geçmek için hükümetlerin gelen fonlarla artan likiditeyi tüketim ve kamu harcamalarından ziyade reel alana aktarması öne çıkan politika önerisidir. Tüketici kredilerin kontrolü, yatırım kredilerinin teşvik edilmesi ve mali disiplinden kopmamak arz cephesini güçlendirecek politika seçeneklerinde yer almaktadır.

Kısa vadeli sermaye akımlarının toplam talebi genişleterek enflasyonist baskıyı artırdığını ifade eden diyagram, Şekil 2 ve 3’de gösterilmektedir.

Şekil 2: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Enflasyona Etkisi



Şekil 3: Kısa Vadeli Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki İlişki



Önerilen politikalara rağmen karşıt görüşe göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin enflasyonist sürecin yaşanmasına yol açması engellenemez. Bu görüşe göre sterilizasyon politikaları, enflasyonist

süreci engelleyici bir sonuç ortaya koysa da özellikle yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde kamu, gelen yabancı fonları tamamen sterilize edememektedir ve yabancı sermaye girişi piyasadaki likiditenin artmasına yol açmaktadır. Bunun yanında sterilizasyon politikasının kamu faiz ödemelerini, kamu fonlarını ve kamu harcamalarındaki artışı beraberinde getirmesi, toplam talebi artırıcı etkinin oluşmasına neden olmaktadır (Karaaba, 2006;85-87). Sterilizasyon politikasının etkinsiz kalma durumu, sermaye akımlarının büyüklüğüyle bağlantılıdır. Yoğun sermaye girişlerinin parasal genişlemeye neden olmaması için Merkez Bankası piyasa faizi üzerinden sterilizasyon yapmak zorunda kalmaktadır. Bu durum kamunun faiz borcunu yukarıya taşımasına yol açmaktadır. Yoğun sermaye girişlerinde Merkez Bankası piyasa üzerinden faiz sunma seçeneğinin yanında sermayeyi plase etmek için yeni hazine kağıtlarına ihtiyaç duyabilmektedir (Yılmaz, 2014:72-73). Bunun sonucunda kamu harcamaları artış gösterir ve hazine kâğıtlarının faiz ödemelerinin piyasaya enjekte edilmesi talep yönlü genişlemeyi beraberinde getirebilmektedir (Yentürk, 1997). Sterilizasyon politikasının sermaye girişlerinin enflasyonist baskıyı önleyemediği durum yukarıdaki diyagramda gösterilmektedir. Ayrıca parasal tabanda Merkez Bankası kontrolünden uzak parametrelerin varlığı sterilizasyon politikalarının etkinliğini azaltmaktadır. Özellikle bankaların sermaye akımların yoğun olduğu dönemlerde fon sağlayarak kredi genişlemesine gitmesi parasal genişlemeye yol açmaktadır (Gürbüz, 2006). Bu noktada sermaye girişlerinin enflasyonist süreç meydana getirmemesi için finansal sistemin bir bütün olarak denetim halinde tutulması elzem görünmektedir.

Enflasyon ile yabancı sermaye girişleri arasındaki ilişkinin diğer bir biçimi de enflasyon oranından yabancı sermaye girişlerine doğrudur. Sermaye akımlarını çekmek isteyen ülkelerin enflasyon oranları da yabancı sermaye akımlarını etkilemektedir. Enflasyon oranı yüksek olan ülkelere, döviz kuru ve fiyatlarda öngörü zorlaşmaktadır. Beklenen enflasyon oranı hem ulusal hem de uluslararası yatırımcılar tarafından dikkatle izlenen bir göstergedir. Genelleştirilmiş Fisher etkisiyle ifade edilen enflasyon oranı, döviz kuru ve faiz oranı arasındaki ilişki, yabancı yatırımcıların bekledikleri getiri oranlarının sermayeyi yönelttiği ülkenin enflasyon oranına bağlılık göstermesine neden olmaktadır (Tezcanlı, 1994). Yüksek ve beklenmeyen enflasyon oranı ise ulusal para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki değerinin uzun dönemde tahminini zorlaştırmaktadır. Uluslararası yatırımcılar sermayelerini önce o ülkenin parasına çevirirken çıkış yaptıkları sırada ise fonlarını dövizle çevirmektedirler. Enflasyon oranının yüksek olması yatırımcıların kazanç tutarlarını olumsuz etkilemektedir (Berksoy, 2001).

Enflasyon oranının düzeyi, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yurt içinde kullanılma biçiminin belirlenmesinde de önemlidir. Enflasyon oranının yüksek olması, ulusal ve uluslararası yatırımcıların reel üretime dayalı yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. Sürdürülebilir büyüme trendinden uzak olan ekonomilerde enflasyon olgusu, yatırımcıların ekonomiye karşı güven oluşturmamasına kaynaklık etmektedir. Reel yatırımların uzun vadede geri dönüş yapması, enflasyonist

ekonomilerde bu yatırımların gerçekleştirmesini zora sokmaktadır. Üretimi, istihdamı ve verimliliği artırıcı reel alanlardan karlılık düzeyi yüksek spekülâtif alanlara fon akımının gerçekleşmesi hem arz cephesinin daralmasına hem de spekülâtif malların fiyatlarının tetiklediği refah etkisi nedeniyle talep yönlü enflasyonist sürecinin derinleşmesine neden olmaktadır (Bilgi, 2009:42-44). Ulusal paranın artan enflasyon oranı neticesinde reel değer kaybı ekonomideki yatırımcıları menkul ve gayrimenkul alımlarına itmektedir (Esen, 2008:46-47). Yabancı sermayeyle elde edilen bu fonların üretimden ziyade spekülâtif alanlarda değerlendirilmesi, hem toplam arz üzerinde daraltıcı etki meydana getirmekte hem de menkul ve gayrimenkul fiyatlarının artması, servet etkisi mekanizmasını harekete geçirerek tüketimi artırmaktadır. Enflasyonist sürecin yaşanmasının diğer bir yansıması, tasarrufların çoğunlukla yabancı para birimlerine kaymasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde ulusal tasarruf kaynaklarının enflasyonist süreç neticesinde reel manada değer kaybetmesi, yerleşikleri vadeli ve vadesiz mevduatlarını yabancı para biriminde tutmasına neden olmaktadır. Beklenen enflasyon oranının her dönem daha da artış göstermesi, kur üzerindeki spekülâtif alımları beraberinde getirmektedir (Rodrik ve Velasco, 1999). Yabancı sermaye bolluğu zamanında yatırımcıların enflasyonist dönemleri dikkate alarak döviz talep etmesi yabancı sermaye ile kur arasındaki etkileşime yansımaktadır. Özellikle enflasyonist sürecin hız kazanmasıyla sermaye çıkışının yaşanması, döviz talebi daha da hızlandırmaktadır. Bu dönemlerde kurlardaki artış ve artış beklentisi, ekonomisi ithalata bağlı olan ekonomilerde fiyat artışlarını beraberinde getirmektedir. Ulusal paranın ekonomideki etkinsizliği, fiyat mekanizmasını işlevsiz hale getirerek ekonomide yüksek enflasyon oranlarının oluşmasına yol açmaktadır. Bu açıklamalar dikkate alındığında kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile enflasyon arasındaki ilişki, ekonominin genel dengesi tarafından tayin edilmektedir. Enflasyon oranlarını kontrol altında tutulacak politikaların varlığı ile Merkez Bankasının ve hükümetin bu konudaki hassasiyeti, ekonominin o anda ve gelecekteki durumunu tayin etmektedir.

2.4.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Tasarruflara, Yatırımlara ve Tüketime Etkisi

Bir ekonomi için mevcut kaynaklarıyla elde ettiği gelirin harcama durumu ekonominin genel dengesini belirlemede önemlidir (Baran, 2017:30). Gelirin tüketim ve tasarruf şeklinde kullanılma biçiminin yanında yatırımların ne ölçüde yurt içi tasarruflarla karşılanabildiği durumu da ekonominin mevcut ve gelecekteki dengesini tayin etmede etkin rol oynamaktadır (Uzunoğlu vd. 1995; Pamuk, 2006). Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde gelirlerin düşük seviyede olması ve bunun sonucunda tasarruf seviyesinin de yatırımları karşılayacak noktaya ulaşamaması bu ülkelerin ekonomik dengelerini kötüleştirmektedir. Milli gelir düzeyinin düşük olmasından dolayı mevcut gelirin çoğunlukla temel ihtiyaç maddelerinin temininde kullanılması söz konusudur ve bu durum tasarruflara ayrılan miktarın düşük seviyelerde kalmasına yol açmaktadır. Tasarruf miktarının sığ oluşu, milli geliri kalıcı şekilde artıracak yatırımların gerçekleşmesini engellemektedir. Gelişmekte olan ülkelerin düşük tasarruf

seviyesinin yanında söz konusu ülkelerin finansal piyasalarının derin olmaması ve ağırlıklı kamu bankacılık sisteminin finansal piyasaları yönlendirmesi yatırımların gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır (Şimşek, 1995). Bu ülke gruplarının üretimlerinin kendi sığ iç piyasalarına yönelmiş olması veya ihracat ürünlerinin düşük teknolojili sahip mallara dayanması da üretim yoluyla kaynak teminini sağlayarak yatırımların gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için tasarruflarını artırmak adına ihracata yönelik üretim yapılarının iyileştirilmesi ileri sürülse de yapısal sorunların ve kaynakların kısıtlı olması bu seçeneğin uygulanmasını zora sokmaktadır. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler, kendi kaynaklarının yetersiz olmasından dolayı kalkınma ve büyüme performanslarını sağlayacak yatırımları gerçekleştirebilmek için dış kaynaklara yönelmektedirler. Bu bağlamda yabancı sermaye akımları geliştirmekte olan ve az gelişmiş ülkelere yetersiz olan yurt içi tasarruflarından kaynaklı sorunları aşabilmeleri için alternatif alan açmaktadır (Cömert, 2000:13-17). Nurkse'nin (1952) kısır döngü hipotezinin büyük ölçüde geçerli olduğu bu ülke gruplarında gerekli kalkınma ve büyüme yatırımlarını finansmanlar kendi çabalarıyla gerçekleştiremez. Bu noktada yabancı sermaye, az gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldıkları kısır döngüyü bertaraf edebilmektedir (Albayrak, 2019). Ancak istenilen sonuçlara ulaşabilmek için sermaye akımlarından yararlanmadan önce gerekli yapısal reformların ve politikaların uygulanması önemlidir (Akyüz, 1994; Chuhan,1996).

Yabancı sermaye kaynaklarını alternatif tasarruf kaynakları olarak değerlendiren ve bu temel üzerinden tasarruf-yatırım dengesini açıklayan görüş Neo-klasik finansal serbestleşme teorisidir. Bu görüşe göre sermaye yetersizliği olan ülkeler, yabancı sermaye akımlarından faydalanarak yatırımlarını gerçekleştirebilecek ortama kavuşmaktadırlar (Gürbüz, 2006; Kaçar, 2019). Yabancı sermayeyle yatırımlarının gerçekleşmesi ise söz konusu ülkede verimliliğin ve üretkenliğin artmasını sağlayacaktır. Artan üretim ve gelirin ise ülkenin tasarruf oranını artıracak Neo-klasik görüşte ifade edilmektedir. Tüm bu ifadelerin gerçekleşmesi için yabancı sermayenin ülke içerisinde kullanım şekli önemli rol oynamaktadır. Yabancı sermayenin ülkenin verimlilik ve üretkenlik seviyesini artıracak alanlarda kullanılması beklenen politika uygulamasıdır.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin diğer makro iktisadi değişkenler üzerindeki etkisi ülkedeki yatırımları etkileyebilmektedir. Örneğin kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında ulusal paranın değer kazanması, toplam talep üzerinde artırıcı etkiye yol açmaktadır. Burada ticarete konu olmayan sektörlerde yaşanan talep artışı, yatırımları teşvik edebilmektedir. Ulusal paranın değerlendirilmesi sonrasında dış ticarete konu olan sektörlerin avantaj kaybı yaşaması, dış ticarete konu olmayan sektörlerin lehine sektörler arasında kaynak transferine yol açmaktadır. Özellikle hizmet sektörü bu açıdan öne çıkan sektörler arasındadır. Hizmet sektörünün sermaye girişleri sonrasında bu yolla genişlemesi geliştirmekte olan ülkelerde oldukça sık rastlanılan bir durumdur (Yentürk, 2005; Pelgrin ve Schich, 2008).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin tasarruflar ve yatırımlar üzerinde olumsuz etkiye yol açacağına dair görüşler de mevcuttur. Bu görüş, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisinde kullanılma biçimi temel alınarak ileri sürülmektedir. Örneğin sermayenin kullanım yönü eğer tüketim finansmanı biçiminde olursa sermaye girişleri sonucunda artan tüketim hem yurt içi üretilen mallarla hem de ithal mallarla karşılanmaktadır. Bu bakış açısına göre kısa vadeli sermaye akımları, tasarruf-yatırımlardan ziyade tüketimi artıracaktır ve tüketimle artan gelir ise reel yatırımlardan ziyade yeniden tüketim mallarında kullanılacaktır. Artan ithal mal tüketimi ise iç tasarrufların yurt dışına çıkmasına neden olarak toplam tasarruf miktarının azalmasına yol açmaktadır (Danışoğlu, 1999; Şahin, 2014). Kaynakların kullanım şekli kadar yabancı sermayenin niteliği, geliş amacı ve ülkede kalma süresi de yabancı sermayenin yatırımlar ve tasarruflara olan etkisini belirlemektedir. Spekülatif amaçla gelen ve kısa süreli ülkede duran yabancı sermaye yatırım ve tasarruflar, olumlu etkilemekten ziyade başta mal piyasası olmak üzere ekonomide genel dengesizliğe neden olarak yatırım ve tasarruf miktarını olumsuz etkileyebilmektedir (Ulusoy ve Karakurt, 2004; Sağın, 2018:21).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının tüketim üzerindeki etkisi oldukça belirginken tasarruf ve yatırımlar üzerindeki etkisi belirsizlik taşımaktadır. Kısa vadeli sermaye akımları, ulusal ekonomide likiditeyi ve bankaların kredi olanaklarını artırmaktadır. Bunun yanında ulusal paranın değer kazanması, ithalatı ucuzlatarak yerleşiklerin ithal mal kullanımını teşvik etmektedir. Ayrıca yabancı fonlarla sağlanan gelirin hisse senedi ve hazine bonusu gibi alanlarda değerlendirilmesi bu finansal araçlara sahip olan kesimin refahının artmasına ve devamında tüketim harcamalarının daha da büyümesine yol açmaktadır.

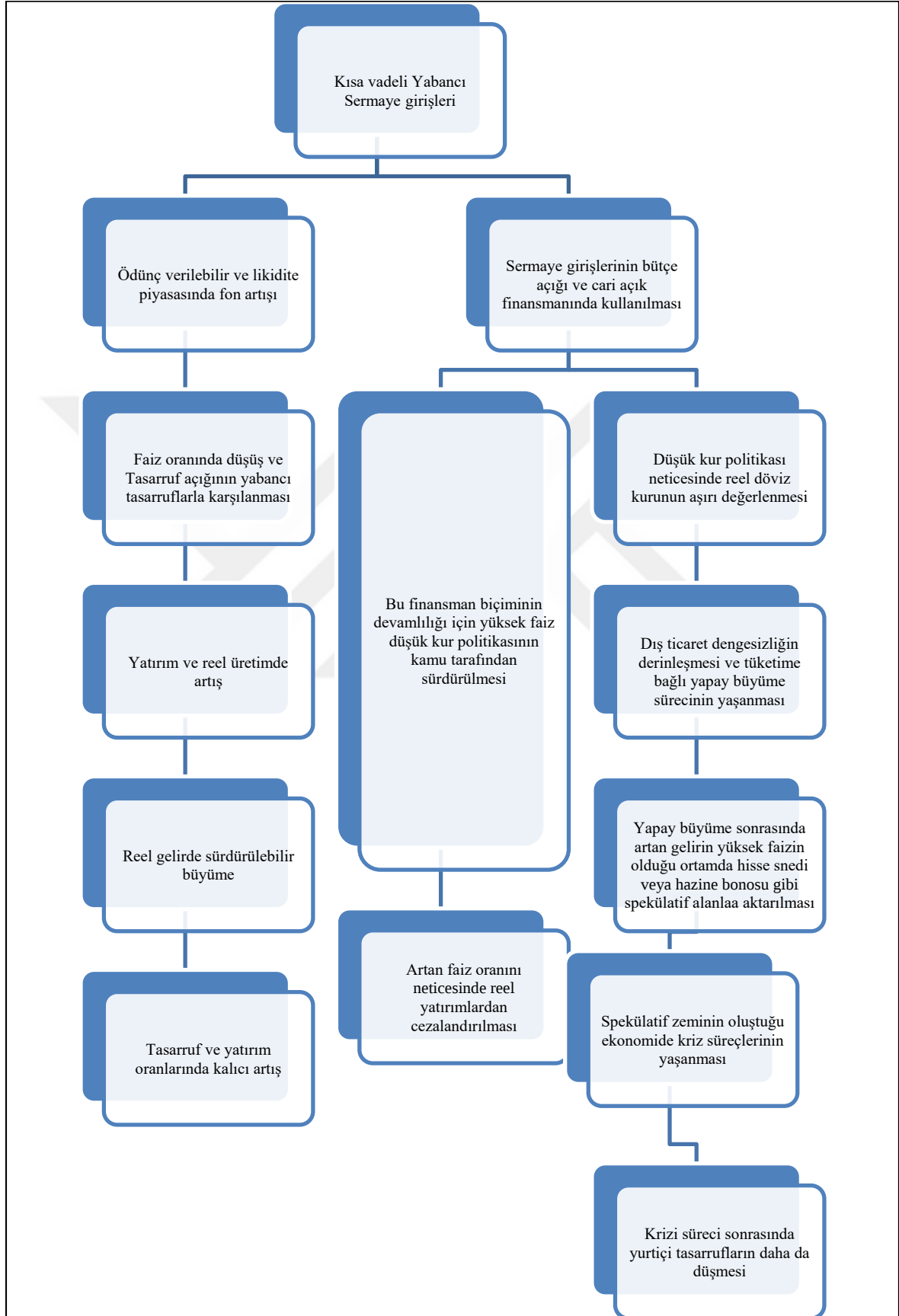
Sermaye girişlerinin sermayeye ev sahibi yapan ülkenin yatırım-tasarruf oranlarını azaltacağı görüşünü destekleyenlerin diğer bir dayanak noktası olan sermaye girişleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiden doğmaktadır. Kısa vadeli sermaye girişlerini çeken önemli iç etmenler arasında faiz oranları yer almaktadır. Ekonominin ulusal faiz oranı uluslararası faiz oranından ne kadar yüksekse sermaye akımları için o ülke o kadar cazip hale gelmektedir. Bu noktada sermaye girişlerinin devamlılığını sağlamak için kamu otoritelerince faiz oranlarının yüksek tutulması söz konusu olabilmektedir. Yüksek faiz oranları hem yerleşikleri hem de uluslararası yatırımcıların reel yatırımlardan ziyade spekülatif alanlarda fonlarını değerlendirmeye itmektedir. Özellikle menkul ve gayrimenkul fiyatlarının sermaye girişlerine paralel yükselmesi bu durumun bir göstergesi olarak kabul edilmekte ve bunun neticesinde de ülkede yatırım miktarında bir artış meydana gelmeyeceği beklenmektedir (Gürbüz, 2006; Esen, 2008).

Sermaye girişlerinin devamlılığını sağlamak için faiz oranlarının yüksek tutulması gerekçesi arkasında kamunun bütçe ve ödemeler dengesi finansmanında bu fonları kullanma isteği yer almaktadır. Hükümetin yabancı sermayeyi tasarruf ve yatırım alanlarına aktarmak yerine kamu harcamalarına aktarması, uzun vadede ulusal tasarruf oranlarını daha da aşağı çekecektir. Borçlanma gereğinin artarak devam etmesi ise faiz ödemelerinin daha da artmasına yol açmaktadır. Yabancı sermayenin kesilmesi durumunda ise borç ödemeleri için ulusal tasarrufların kullanılması, tasarruf ve yatırım dengesini olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, bütçe ve ödemeler dengesinin finansmanında kısa vadeli yabancı sermayeye bağlı olan ekonomilerde risk ve kırılganlık barındırmaktadır ve bunun neticesinde de uzun vadeli yatırımların hem yerleşikler hem de yabancılar tarafından gerçekleştirilmesi riskli olarak görülmektedir. Fonların yüksek faiz oranlarından dolayı parasal alanlara aktarılması, tasarruf ve yatırımlarda bir iyileştirme görülmeden ülke ekonomisinin daha kırılgan bir yapıya bürünmesine kaynaklık etmektedir (Sönmez, 2003).

Gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme motivasyonu arkasındaki temel amaç, yetersiz tasarruf sorununa çözüm bulabilmektir. Ancak bu durum çoğunlukla tam tersi sonuç veren gelişmekte olan ülke tecrübelerine bakılarak görülebilmektedir. Kısa vadeli yabancı akımlarının faiz ve döviz kuruna aşırı duyarlı olması ve bu etmenlerle arasındaki karşılıklı etkileşim, yabancı fonların tasarruf ve yatırım alanında yararlanılmasını engellemektedir. Öncelikle sermaye girişleri sonrasında ulusal para biriminin değer kazanması kurları aşağı yönde hareket ettirmektedir. Az gelişmiş ülkelerde marjinal tüketim eğiliminin yüksek oluşu, sermaye girişleri sonrasında artan gelirle birlikte tüketimin ithal mallara yönelmesine yol açmaktadır. Gelen fonlarla piyasada artan likiditenin banka kredileri mekanizmasıyla ekonomiye aktarılması tüketimi artıran diğer bir etmendir. Bu noktada yabancı sermayenin tasarruflar üzerindeki etkisi, bankaların mevduat hesapları ile kredi verme stokları arasındaki farkla anlaşılmaktadır. Sermaye girişleri sonrasında banka mevduatlarında artış sınırlı kalırken kredi miktarının çok daha fazla artış göstermesi gelen fonların tüketime aktarıldığının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Kaygusuz, 2014). Yabancı sermaye girişleri sonrasında gelirin tekrar yatırım yoluyla ekonomiye aktarılması, sermaye birikimi için gerekli bir unsurdur. Ancak cari açık ve bütçe açığı finansmanı ile tüketimi desteklemek için kullanılan yabancı sermaye durumu, reel yatırımlardan ziyade menkul ve gayrimenkul alanlarında gelirin kullanılmasına yol açmaktadır. Bu durum ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının tasarruf ve yatırım özelindeki olumlu etkisini azaltmaktadır (Tezcanlı, 1994; Çoban, 2005; Mangır, 2008).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yatırım ve tasarruf üzerindeki olası etkileri Şekil 4’de gösterilmektedir.

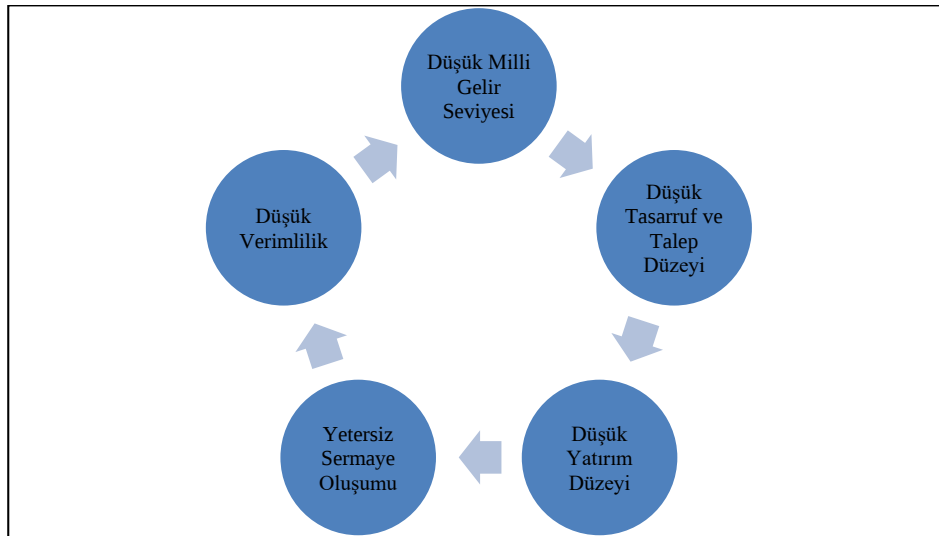
Şekil 4: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Yatırım ve Tasarruf Üzerindeki Etkisi



2.4.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi

Ülke ekonomilerinin sürdürülebilir büyüme performansları, verimliliği ve üretkenliği artıracak yatırımlar ile belirlenmektedir. Yatırım projelerini gerçekleştirmek için ülkelerin yeterli teknolojik ve teknik altyapıya, eğitilmiş bir nüfusa ve yatırımları sağlayacak ara mallarına sahip olması gerekmektedir. Bu gereksinimlere ek olarak ülkenin yeterli fon kaynaklarına sahip olması yatırımların gerçekleşmesinde çok kritik rol oynamaktadır. Bu bağlamda ülkelerin kendi tasarruflarını yatırımlara kanallandırmaları ve bunun neticesinde ekonomik büyümelerini ve milli gelirlerini artırmaları arzulanan süreci ifade etmektedir. Ancak ülkelerin tasarruf oranları ve teknoloji seviyeleri farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkelerin tasarruf oranları ve bunun neticesinde yatırım oranları yüksekken yeterli gelişmişlik seviyesinde olmayan ülke gruplarında fon kaynakları yetersiz durumdadır. Yeterli yurtiçi tasarruf oranına sahip olmayan ülkelere büyüme oranlarını istikrarlı şekilde artıracak yatırım projelerinin finansmanında zorluk çekilmektedir. Yatırım projelerinin yanında mevcut ekonomik yapının işlemesi için gerekli ham madde ve ara mallarının temini de gelişmekte olan ülkelere fon yetersizliğinden dolayı sektöre uğrayabilmektedir (Sawalha vd. 2016; Albayrak, 2019). Ekonomik performansı artırma isteğinin yanında gelişmekte olan ülkeler sağlık, eğitim ve diğer sosyal projeleri gerçekleştirebilmek için de yüksek miktarda sermayeye ihtiyaç duymaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin barındırdığı içsel sorunların ekonomik büyüme sürecini baltalaması ve düşük ekonomik performansın kalıcılık göstermesi olgusu Nurdse tarafından ortaya atılan yoksulluk tuzağı ile ifade edilmektedir. Nurdse’ a (1971) göre yoksul ülkeler, yoksul oldukları için geri kalmışlardır ve ekonomik hayat bir kısır döngü içerisinde bulunmaktadır. Nurdse’un ifade ettiği “Yoksulluk Tuzağı” Şekil 5’de gösterilmektedir.

Şekil 5: Yoksulluk Tuzağı



Şekil 5’de aktarılmış döngüye göre ülkelerin milli gelir seviyelerinin yetersiz olması geri kalmalarının ana sebebidir. Milli gelirin düşük seviyede olması, tasarruf oranlarının da yeterli seviyeye çıkarılamamasına neden olmaktadır. Düşük tasarruf düzeyi neticesinde de yatırımlar, projelerini hayata geçirecek ortamı sağlayamamaktadır. Yatırımların gerçekleştirilememesi ise sermaye birikiminde ve verimlilikte iyileşmenin olmama sonucunu beraberinde getirmektedir. Sonuçta ülke ekonomisi milli gelirin başlangıç seviyesine saplanıp kalmaktadır. Bu durumda ülkeler, kendi imkânlarıyla bu kısır döngüden çıkacak durumda değildirler ve bu sorunları aşmak için ülke ekonomisinin dış kaynaklara başvurması gerekmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları, Nurkse’un önerdiği dış kaynaklar arasında değerlendirilebilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye girişleriyle dışarıdan kaynak temin ederek kısır döngünün kırılmasını sağlayabilmektedir (Aslan, vd., 2014:29). Gelişmekte olan ülkeler, yabancı sermaye girişleriyle ulusal tasarruf düzeylerinin ötesinde bir büyüme performansı gerçekleştirecek konuma erişebilmektedir. Bununla beraber dış sermaye aracılığıyla istikrarlı bir büyüme performansının yukarıda aktarılan satırlara uyumlu olması bazı şartlara bağlıdır. En önemli koşullardan biri dış kaynakların reel sektörde kullanılmasıdır (Direkçi ve Kaygusuz, 2013; Baran, 2017).

Yabancı sermaye girişleriyle kalıcı ekonomik büyümenin sağlanacağını ifade eden teorik görüşlerden bir diğeri ise McKinnon ve Shaw’ın (1973) ifade ettiği finansal baskı yaklaşımıdır. McKinnon ve Shaw (1973), yabancı sermaye girişlerinin ülke ekonomisinin kendi kaynakları ötesinde büyüme performansı sağlayacağını savunmaktadırlar. Finansal baskı teorisinde finansal serbestleşme politikası öncesinde az gelişmiş ve geliştirmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında kamu denetimi ve baskısı bulunmaktadır. Kamunun görünen elinin finansal piyasalardaki durumu ise negatif reel faiz oranıyla sonuçlanmaktadır. Negatif faiz oranının bulunması ise yatırımları besleyecek tasarrufların ülke ekonomisinde oluşumunu engellemektedir. Finansal serbestleşme politikalarının gerçekleştirilmesi ise kamu kaynaklı finansal baskının ülke ekonomisinde bertaraf edilmesini sağlamaktadır. Serbestleşme politikaları, sonrasında faiz oranlarının piyasa güçleri tarafından belirlenmesine ve yabancı yatırımcıların fonlarını ülke ekonomisine aktarmasına yol açacaktır (Karataş ve Söylemez, 2005; Söylemez ve Yılmaz, 2012). Finansal serbestleşme politikaların uygulanması ile fazla getiri elde etmek isteyen yabancı sermayenin ülke ekonomisine girişinin ülkede tasarruf arzını olumlu etkileyeceği ve bu yolla yatırımlara kaynak bulunacağı McKinnon ve Shaw (1973) tarafından belirtilmiştir. Lakin bu olumlu görüşün yanında yabancı sermaye akımlarının faiz-kur arbitrajına dayanarak küresel olarak hareketi ülke ekonomisinin bu fonları kullanım niteliğini zedelemektedir. Ayrıca, gelen sermayenin kur ve faiz oranlarına etkisi ve spekülasyon amaçlı olmasından dolayı ani çıkış yapma olasılığı, ülke ekonomilerini ilerideki zamanlarda meydana gelebilecek krizlere karşı dirençsiz kılmaktadır (Yıldırım, 2008). Bu

anlatımlardan yola çıkarak kısa vadeli yabancı sermayenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisinin karmaşık ve çok taraflı ilişkiler sonucunda ortaya çıktığı anlaşılmaktadır (Vergil ve Karaca, 2010).

Yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerine etkisi farklı kanallar üzerinden gerçekleşmektedir. Bu mekanizmalarından biri de sermaye girişlerinin ödünç verilebilir fon piyasasını etkilemesiyle meydana gelmektedir. Yabancı sermaye girişlerinin yaşanması, akım gerçekleşen ekonominin finansal sistemindeki ödünç verilebilir fon miktarının artmasına yol açacaktır. Fon miktarının artması ise yurt içi kredi imkânlarının daha cazip hale gelmesine yardımcı olmaktadır. Yurt içi kredi miktarının genişlemesi, ekonomideki toplam talebi canlandırarak ekonominin genişlemesini sağlayacaktır. Bu sayede yabancı sermaye girişleri ekonomik büyümeyi artıracaktır.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında kuvvetli etkileşimin olduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda istenilen sonuç büyüme oranlarının istikrarlı olması ve reel yatırımların gerçekleştirilmesidir. Yabancı sermaye girişleri, genel olarak tüketim ve yatırımlar üzerinden ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Sermaye akımları tüketim kanalı üzerinden ekonomik büyümeyi artırıyorsa bu ekonomik performans sürdürülebilir boyutta olmayacaktır çünkü sermaye akımlarının tersine dönmesiyle talepte ciddi daralmalar yaşanacaktır. Kısa vadeli sermaye akımları ihtiyaç duyulan yatırımların finansmanında kullanılırsa büyümenin kalıcı olacağı aşikârdır. Diğer bir ifadeyle yabancı sermaye akımlarının ekonominin arz cephesine aktarılması, gelişmekte olan ülkeler açısından gerçekleştirilmesi gereken ve beklenen bir durumdur (Bilgi, 2009). Kısa vadeli sermaye girişlerinin farklı kullanım örnekleri ülkeler özelinden incelendiğinde Doğu Asya ülkeleri yabancı sermaye girişleriyle toplanan fonları büyük çoğunlukla yatırımların finansmanlarına aktarmışlardır. Özellikle ihracata yönelik sektörler ve dinamik karşılaştırmalı üstünlük sağlayacak alanlarda yabancı fonların kullanımı, bu ülkelerin sanayileşme süreçlerini olumlu etkilemiştir. Bu sürece binaen bu ülke grupları uzun dönem boyunca %8-10 gibi yüksek büyüme rakamlarına sahip olmuşlardır. Bu örneğin yanında İspanya, Türkiye ve Meksika gibi bazı ülkeler sermaye girişleri sonrasında elde edilen fonları tüketim harcamalarının finansmanında kullanmışlar ve Doğu Asya ülkelerinin gerçekleştirdiği sanayileşme hamlesini gerçekleştirememişlerdir. Sermaye akımlarının iki farklı kanal üzerinden büyüme performansı doğurmasında politika yapıcılarının tercihleri belirleyici konumdadır. Yöneticilerin sermaye girişleri öncesinde ve sırasında gerekli yapısal reformların uygulaması ve elde edilen fonları ihracat odaklı alanlarda değerlendirmesi, yabancı sermayenin olumlu etkisini kalıcı kılacaktır (Uzunoğlu vd. 1995:64).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme performansı üzerine etkisini belirleyen diğer bir unsur ise dış ticaret kalemleri üzerinden gerçekleşmektedir. Sermaye girişleri, ulusal para birimini aşırı değerli kılarak ihracata yönelik mallarının dış rekabetini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin verimlilik seviyelerinin çok düşük olması, bu ülkelerin ihracat performanslarının ihracata konu olan mallarının fiyat düzeyleri tarafından belirlenmesine yol açmaktadır. Bir ekonomide ulusal paranın değer kazanması, bir taraftan ihracata yönelik sektörlerin fiyat avantajını azaltırken öte taraftan da ithalat yapmayı daha cazip kılmaktadır. Eğer sermaye girişleri sırasında dış ticaretteki azalma tüketim ve yatırımlardaki artışlardan daha yüksekse büyüme oranlarının sermaye girişleri sonrasında azalması beklenmektedir. Ancak sermaye girişlerinin tüketim kanalındaki etkisinin daha belirgin olması yatırım ve ihracat kalemlerinde olumsuz bir değişim yaşansa da büyüme rakamlarını artırmaktadır ve bu durum birçok ülkede tecrübe edilmiştir. Lakin bu büyüme rakamları sürdürülebilir boyutta değildir. Tüketim ve ithalatın artması, cari dengenin bozulmasına neden olmaktadır ve bunun neticesinde cari dengenin finansmanın kısa vadeli sermaye girişlerine bağımlı kılınması ise ülke ekonomisinin kırılgan ve krize yatkın bir yapıya bürünmesine neden olmaktadır. Kırılgan yapı ise hem ulusal ve uluslararası yatırımcıların ihracata yönelik yatırım projelerini gerçekleştirme isteklerini azaltmaktadır. Cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye akımlarına bağlı olan ülkeler, uzun vadeli yatırımlar açısından riskli konumda olmaktadır (Feldstein,1982; Bilgin, 2004). Ülke ekonomilerinin güvenilirliğinin bu şekilde azalması, reel yatırımların gerçekleşmesini engellemekte ve kalıcı büyüme sürecinin yaşanmasını zora sokmaktadır. Cari açığın finansmanın yabancı sermaye kullanarak gerçekleştirilmesi, politika yapıcılarının faiz oranlarını yüksekte tutma eğilimlerini artırmaktadır. Sermaye girişlerinin devam edilmesi için yüksek faiz politikasının varlığı, ulusal ve ulusal yatırımcıların reel alanda fonlarını değerlendirmesini engellemektedir. Yüksek faiz oranları, fonların üretici alanlardan ziyade faiz geliri elde edecekleri spekülasyon alanlarında kullanılmasına neden olmaktadır (Tarı ve Kumcu, 2005). Sermaye girişleri sonrasında faiz oranının daha da yükselmesinin diğer bir nedeni ise sermaye girişlerinin kamu açıklarının finansmanında kullanılmasıdır. Hükümetlerin mali disiplinden koparak kamu açıklarını sermaye girişleriyle kapatma çabaları, kamu harcamalarının daha da artmasına yol açmaktadır. Harcamalardaki artış, toplam talebi artırarak milli gelirin artmasına neden olurken; borçlanma düzeyinin genişlemesi, faiz oranı üzerindeki baskının daha da yükselmesine yol açmaktadır. Artan faiz oranları, reel yatırımların gerçekleştirilmesini engelleyen bir ekonomik ortamın oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Kısaca sermaye girişleriyle elde edilen fonlar, kamunun cari ve bütçe açıklarına aktarılması, tüketimi destekleyecek şekilde kullanılması sermaye girişleri sürdükçe ekonominin yapay biçimde genişlemesine neden olmaktadır. Yapay şekilde büyüyen ve kırılgan yapıda olan ekonomik yapı ise sermaye akımların durması ve geri çıkışıyla birlikte derin bir ekonomik durgunluğa sürüklenme olasılığını artırmaktadır (Kaygusuz, 2014).

Kısa vadeli sermaye akımlarının büyüme üzerine oluşturduğu diğer bir aktarım mekanizması ise dış ticarete konu olmayan mallar üzerinden gerçekleşmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında artan talebin bir kısmı dış ticarete konu olmayan sektörler üzerinden gerçekleştirilmektedir. Özellikle hizmet sektörü, yoğun sermaye girişleri olduğu zamanlarda büyümektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının giriş yaptığı ekonomilerde arz kanalından ziyade talep yönlü genişlemeye neden olmasının arkasında bu ülke gruplarının içinde bulunduğu koşullar da etkili olmaktadır. Serbestleşme hareketi öncesinde gelişmekte olan ve az gelişmiş ekonomilerde hane halkının temel ihtiyaç maddeleri bile kamu düzenlemesi ile belirlenmektedir. Tüketim üzerine kamu baskısının serbestleşme hareketleri sonrası kalkması, tatmin olunmayan tüketim isteğinin giderilme olgusunu beraberinde getirmektedir. Eğer yurt içi üretim kapasitesi, tüketim artışıyla genişleyebilirse artan talep ithalata yol açmayacaktır. Ancak yurt içi üretim kapasitesi, tüketim isteğinin gerisinde kalırsa ekonomideki bireyler, ithal mallar yoluyla tüketim tatmini sağlama yoluna gireceklerdir. Diğer baskılanmış talep durumu ise kamu cephesinde meydana gelmektedir. Kamu otoritelerinin gelen fonları popülist ve gösterişli alanlarda kullanması, kısa vadeli sermaye akımlarının olumlu ve kalıcı etkisinin oluşmasına engel olmaktadır (Pamuk, 2006).

Ekonomik büyüme ile kısa vadeli yabancı sermaye girişleri arasındaki etkileşimin bir yönü de ekonomik büyümeden kısa vadeli sermaye girişlerine doğrudur. Uluslararası yatırımcılar, sermaye akımlarını yönlendirme sırasında birçok faktörü değerlendirmektedir. Bu faktörler arasında büyüme oranları da bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerin ekonomik performanslarındaki düşüş, daha çok kazanç sağlayabilmek için uluslararası yatırımcıların büyüme oranı yüksek gelişmekte olan ülkelere sermayelerini aktarmasına neden olmaktadır. Bu kapsamda ekonomik performansı daha iyi olan gelişmekte olan ülkeler, daha çok miktarda yabancı sermaye çekebilmektedir (Alkin, 2001:1-2).

Kısa vadeli sermaye girişleri ile ekonomik büyüme arasındaki mekanizma yukarıda anlatılan aktarım mekanizmalarından anlaşılacağı üzere kısa ve uzun dönemde ayrışma göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında ekonomik performansları incelendiğinde, yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi artırdığı doğrulanmaktadır (Baharumshah ve Thanoon, 2000). Banka kredi mekanizması, kamu harcamalarındaki artış, tüketim patlaması, menkul ve gayrimenkul fiyatların değerlenmesi sonucunda servet etkisinin artması ve ucuza bulunan fonların ekonominin her alanında kaynak teminini kolaylaştırması, kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu ülke gruplarının ekonomik büyümelerini artırmaktadır. Ancak bu noktada önemli olan büyümenin uzun dönemli ve sağlam temeller üzerinde gerçekleşmesidir. Aynı ülke gruplarının kriz tecrübeleri, kısa vadeli sermaye girişleri, zamanında yanlış uygulamaların sermaye girişinin duraksadığını veya çıkış yaptığı zamanlarda ekonomik durgunluğun çok şiddetli yaşanmasına yol açtığını doğrulamaktadır (Stallings, 2001; Karaaba, 2006). Bu durumdan dolayı

kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşim mekanizmasını gösteren diyagram terazi şeklinde tasarlanmış ve Şekil 6'da gösterilmektedir. Terazinin hangi kefesinin ağır basacağı ekonomide yer alan her oyuncunun kararları doğrultusunda belirlenmektedir.

Şekil 6: Kısa Vadeli Sermaye Akımları İle Ekonomik Büyüme Arasındaki Etkileşim



Yukarıda kısa vadeli sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Bu iki değişken arasında güçlü etkileşiminin olduğu açıktır. Ancak burada üzerinde durulması gereken unsur, dış kaynakların ekonomide optimal şekilde kullanılmasıdır. Ülke ekonomileri, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde kalıcı olumlu etki oluşturması için birtakım öncü koşulları yerine getirmeleri gerekmektedir. Öncelikle bu fonların, bütçe açığını kapatıcı yönde kullanılmaması gerekmektedir. Mali disiplini sağlayacak, bütçe performansını olumlu yönde etkileyecek ve borçlanma gereksinimi azaltacak reformları gerçekleştirdikten sonra gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye akımlarını kendilerine çekmek için adımlar atması, bu ülkelerin uzun dönemli istikrarını olumlu yönde etkileyecektir (Belton ve Cebula, 1995). Bütçenin yanında cari işlemler dengesinin de sürdürülebilir boyutta

olması, kısa vadeli sermaye akımlarının istikrarsızlık oluşturma etkisini azaltacaktır. Bu yönlü yapılanmalar, ekonomide uzun dönem için düşük kur yüksek faiz politikasının kullanılmasını engelleyecek ve fonlar spekülâtif alanlardan ziyade reel alanlarda kullanılabilecektir (Küçükaksoy, 2006:98-102).

2.4.4. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Dengesine Etkisi

Ödemeler bilançosu, bir ülke ekonomisinin belirli dönem içerisindeki dış âlemle gerçekleştirdiği ekonomik ve mali işlemleri yansıtan bir göstergedir. Ülkenin diğer ülkelerle gerçekleştirdiği mal, hizmet ve sermaye işlemlerinin yekûnu ödemeler bilançosundan izlenebilmektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1995). Diğer bir ifadeyle, ödemeler bilançosu, ülke ekonomisinin dış âlemden sermaye, mal ve hizmet akımlarıyla elde ettiği gelirlerle ve aynı işlemler üzerinden dış âleme yaptığı ödemeleri gösteren bir nevi muhasebe sistemidir (Seyidoğlu, 2003). Ödemeler bilançosu dört ayrı ana hesaptan meydana gelmektedir. Bunlar cari işlemler hesabı, sermaye ve finans hesabı, resmi rezervler hesabı ve net hata noksan hesabıdır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini açıklayan teorilerden biri olan “Mundell-Fleming” modelinde ödemeler bilançosu cari işlemler hesabı ve sermaye hesapları dikkate alınmaktadır ve cari işlemler hesabında gerçekleşen fazlalık veya açık sermaye hesabıyla denkleştirilmektedir. Aynı modelde ödemeler dengesi hesabı aşağıdaki gibi gösterilmektedir;

$$BP = NX(Y, Y^f, R) + K(i - i^f) \quad (6)$$

Yukarıdaki denklemde cari işlemler hesabı yurt içi gelir, yurt dışı gelir ve reel döviz kurunun bir fonksiyonudur. Cari işlemler hesabında yer alan ithalat yurt içi gelirin pozitif reel döviz kurunun negatif fonksiyonudur. Yurt içi gelirdeki artış ve/veya reel döviz kurundaki düşüş, ithalatı artırmaktadır. Aynı hesapta yer alan ihracat ise yurt dışı gelir ve reel döviz kurunun pozitif fonksiyonudur. Yurt dışı gelirdeki ve/veya reel döviz kurundaki artış, ihracatı artırmaktadır. Bu iki alt kalem hesabı dikkate alındığında ödemeler dengesi; reel döviz kuru ve yurt dışı gelirin pozitif, yurt içi gelirin de negatif fonksiyonudur. Bu noktada bir ülke ekonomisi eğer cari işlemler hesabında fazla veriyorsa dış varlıklarını, cari dengede açık söz konusuysa dış yükümlülüklerini artırdığı anlaşılmaktadır. Diğer bir anlatımla cari açık yaşanması durumunda bir ülke kendi tasarruflarının ötesinde bir harcama yapmak durumundadır ve bu açığı kapatmak için kendi döviz birikimlerini kullanması ya da dış borçlanma gerçekleştirmesi gerekmektedir. Ancak rezerv birikimlerinin yetersizliği ve dış borçlanma imkânının her zaman mümkün olmaması, başka alternatiflerin kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Burada cari açık finansmanında kullanılan en önemli finansman kaynaklarından biri kısa vadeli yabancı sermayedir (Kara, 2012b). Ödemeler

dengesinde, cari dengede meydana gelen açık, sermaye hesabının üzerinden izlenen yabancı sermaye girişleri ile denkleştirilmektedir (Dornbusch vd., 2011). Sermaye hesabı ise yurt içi faiz oranı ile uluslararası faiz oranı arasındaki farkın pozitif fonksiyonudur. Yurt içi faiz oranı uluslararası faiz oranından ne kadar görece yüksekse o kadar sermaye girişi yaşanacaktır. Ödemeler dengesi bu haliyle cari işlemlerde oluşan açığın sermaye hesabı fazlasıyla denkleştirileceğini göstermektedir (Küçükaksoy, 2006). Gelişmekte olan ülkeler bu basit denkleştirici mekanizma doğrultusunda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından yararlanmaktadırlar. Söz konusu ülkeler, cari işlemler açığını yabancı sermaye girişleri ile kapatma yoluna gitmektedir (Aslan vd., 2014). Sermaye akımlarının ödemeler dengesine ilk etkisi olumlu iken ikinci etki, sermaye girişleriyle cari açığı arttırdığı ve ödemeler dengesini bozduğu yönündedir. (Uzunoğlu, 1996; Baran, 2017).

Dış ödemeler bilançosunda meydana gelen gelişmeler ülkenin makroekonomik göstergeleriyle karşılıklı olarak sıkı ilişki içerisinde. Örneğin enflasyon, üretim, ihracat, ithalat ve döviz kuru gibi göstergeler hem ödemeler bilançosunu etkilemekte hem de ödemeler bilançosundaki açık ve fazlalar bu göstergeler üzerinde etki olmaktadır (Seyidoğlu, 2003). Bu bağlamda kısa vadeli sermaye akımlarının ödemeler dengesine olan nihai etkisi ekonominin genel işleyişi sonucunda belirlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler hesabı genel olarak açık vermektedir. Bu ülkelerin geleneksel ihracat ürünleri ham madde ve ucuz emek gücüne dayanan düşük teknoloji ürünlerinden oluşmaktadır. İthalat ürünleri ise ara malı, teknoloji ve yatırım malları ve yüksek katma değeri olan ürünlerdir. Kalkınma ve büyüme performansları için ihtiyaç duyulan ithal malların alınmasının yol açtığı döviz giderlerinin geleneksel ihracat ürünleriyle elde edilen döviz gelirlerinden çok daha fazla olması cari işlemler açığını kronik hale getirmektedir. Bu noktada gelişmekte olan ülkelerin sermaye akımlarını serbest hale getirmesinin bir nedeni kronik cari işlemler hesabını kapatmak ve kalkınma projeleri için gerekli döviz gelirini sermaye girişleriyle finanse etmektir. Ancak istenilen bu aktarım mekanizmasının gerçekleşebilmesi belli koşullara bağlılık göstermektedir. Sermaye girişlerinin ödemeler dengesinde uzun dönemli olumlu etki bırakması için gelen fonların ihracata dönük alanlara aktarılması gerekmektedir (Uzunoğlu vd. 1995). Diğer bir ifadeyle yabancı sermaye ithalat içerisinde gerekli ham madde, ara malı ve yatırım mallarının finansmanında kullanılması ve fonların aktarıldığı sektörlerin ihracata dönük alanlar olması gerekmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye girişleri sonrasında ödemeler bilançolarının daha kırılgan hale geldiği görülmektedir. Bu durum fonların kullanım yönetimindeki hatalar kadar sermaye girişlerinin tetiklediği mekanizmalardan da kaynaklanmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2005).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ilk etkisi döviz kurlarında gözlemlenir. Sermaye girişleri döviz kuru rejimine bağlı olmaksızın ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına neden olmaktadır. Ulusal paranın yabancı para birimleri karşısında değerli olması yani döviz kurunun düşük olması yurt içinde üretilen malların uluslararası rekabet gücünü olumsuz etkilemektedir. Mevcut teknolojik ve üretim yapısından dolayı verimliliği düşük olan bu ülke gruplarının ihracattaki performansları fiyat rekabetine dayalıdır (Crowley ve Lee, 2003). Yurt içinde üretilen malların pahalı hale gelmesi ihracat ürünlerine olan talebi azaltırken ithalata bağlı ürünlerin ucuzlaması, ithalatı daha cazip hale getirmektedir. Bu noktada sermaye girişleri sonrasında ülkenin ileriye dönük faktör verimliliğini ve bilimsel teknolojik yapısını güçlendirecek ithal ara malı ve yatırım mallarının alınması önem kazanmaktadır ama aynı zamanda ithal tüketim malları da ülke içinde talep edilmektedir. Tüketim mallarının ithalatının daha fazla olması ve sermaye girişlerinin uzun sürmesi nedeniyle aşırı değerlendirilen ulusal paranın ihracatı kazançlı olmaktan çıkarması, ödemeler bilançosu finansmanında yabancı sermayeye bağımlılığını artırmaktadır (Dornbusch vd., 2011). Yabancı sermaye girişleri sonrasında gelişmekte olan ülkelerin cari açık sorunsalının daha da büyümesi birçok faktör tarafından meydana gelmektedir. Bu ülke gruplarının tüketim eğiliminin yüksek ve tasarruf eğiliminin düşük olması, sermaye girişleri sonrasında tüketimi artırmaktadır. Ayrıca sermaye girişleri sonrasında yapay olarak milli gelirdeki artış ve ulusal paranın değer kazanması, ithal mallara olan gelir ve fiyat esnekliğinin yüksek olmasından dolayı ithalattaki genişlemenin yüksek miktarda yaşanmasına neden olmaktadır. Bu noktada cari açık sorunun artış göstermesi sonraki dönemlerde yabancı yatırımcıların ülke ekonomisini riskli görmesinden dolayı fonlarını çıkarmalarına yol açmaktadır. Yatırımcıların bu durumda dikkate aldıkları önemli göstergelerinden biri, cari açığın GSYH oranıdır (Kaya, 1998; Çoban, 2003). Bu orandaki artış risk faktörünün arttığı izlenimini vermektedir ve sermaye çıkışlarının yaşanmasına yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yaşadıkları birçok krizde sermaye çıkışları öncesinde ödemeler dengesinin sürdürülebilirliğine yabancı yatırımcılar tarafından kuşkuyla bakılmasından dolayı sermayelerini ülkeden çekmeye başlamaları cari açığın boyutunun önemini doğrulamaktadır (Kızır, 2011). Kısa vadeli sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerinin cari açık sorunsalını daha da kırılgan ve kalıcı hale getirdiğine ilişkin tespitler, bazı araştırmacılar tarafından doğrulanmıştır (Özdemir, 2013). Örneğin Wong ve Carranza, (1999) Arjantin, Tayland, Meksika ve Filipinler özelinde gerçekleştirdiği araştırmada özellikle sermayenin küreselleşmesi sonrasında sermaye akımları ile ödemeler dengesi açıklarının adı geçen ülkelerde karşılıklı etkileşim halinde olduğuna işaret etmişlerdir. Buna benzer bir sonucu da Ahmet ve Park (1994) OECD'ye üye olan 7 küçük ülke ekonomisi için bulmuşlardır. Sermaye akımlarının ticaret dengesini kötüleştirdiği ve bunun sonucunda cari işlemler hesabındaki dengesizliğin arttığı bu araştırmacılar tarafından belirtilmiştir. Finansal serbestleşmenin ardından sermaye akımlarından yararlanan ülkelerin cari işlemler dengesinin sermaye girişleriyle daha kırılgan hale geldiği üzerinde mutabık kılınan sonuç, ilgili araştırmalar ve benzeri çok sayıda çalışma ile doğrulanmıştır (Krugman, 1979; Taylor ve Sarno, 1997).

Kısa vadeli sermaye girişlerinin ödemeler dengesine uzun dönemli etkisini belirleyen diğer bir unsur ekonomik yapının sürdürülebilir bir boyuta erişip erişmediği durumudur. Arz kanalı aracılığıyla uzun dönemli etkiye bakılırsa üretim yapısı özellikle yüksek katma değerli ithal mallarına bağlı ülkelerde sermaye girişleri sonrasında ucuzlayan ithal ara malların üretimde daha çok kullanılması, ekonomideki üretimin artmasına yol açmaktadır. Maliyetlerdeki düşüş sonrasında eğer üretim yapısında ithal mallara olan bağımlılık daha da artarsa, ülke için sermaye girişlerinin durakladığı zamanlarda reel ekonominin tıkanmasına neden olmaktadır. Bu durumdan dolayı, sermaye girişleri sonrasında ekonomilerin elde ettiği fonları sadece nihai mal üretiminin yanında sürdürülebilirliği olumlu yönde etkileyecek ara malları sektörüne ve teknolojik bağımlılığı azaltacak alanlara da aktarması gerekmektedir. Böylelikle üretim yapısı, ülkenin kendi kaynakları ile şekillenebilecek bir boyuta erişebilecektir.

2.4.5. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İstihdama Etkisi

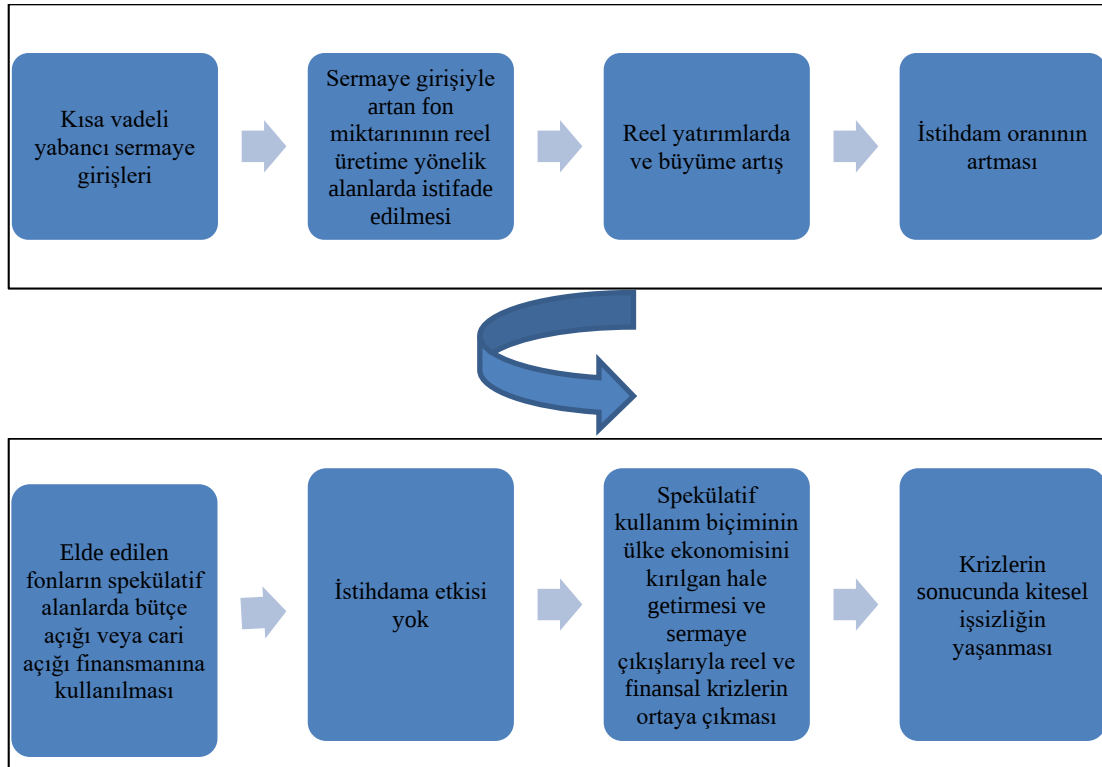
Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeleri niteleyen diğer bir unsur da düşük istihdam oranına sahip olmalarıdır. Geleneksel olarak tarıma dayalı iş gücünün yüksek olduğu bu ülkelerde diğer bir istihdam yaratan alan da kamu sektörüdür. Düşük tasarruf oranları, yetersiz teknoloji seviyesi ve araştırma olanaklarının kısıtlı olması, söz konusu ülkelerin istihdam meydana getirecek ortamdan uzak kalmalarına yol açmaktadır. Söz konusu ülkelerdeki öne çıkan diğer bir olumsuz durum ise nüfus artış hızının çok yüksek olmasıdır. Genç nüfusun ülkelerdeki artışının sürekli olması ve istihdam yaratan sektörlerin kısıtlılığı, kitlesel işsizlik sorununun bu ülkelerde kemikleşmesine neden olmaktadır. Gelişmekte ve az gelişmiş ülkelerin istihdam sorununu aşması için reel büyümeyi sağlayacak yatırımları gerçekleştirmesi gerekmektedir. Kalkınma ve büyüme perspektifindeki yatırımlar için de sermayeye ihtiyaç duyulması, gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye akımlarının önemini artırmaktadır.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının istihdam üzerindeki kalıcı ve olumlu etkisi belirli koşullara bağlıdır. Diğer makroekonomik göstergelere olan etkisinde olduğu gibi kısa vadeli sermaye hareketlerinin kullanım biçimi ve sermaye akımlarının niteliği istihdamın ne yönde değişeceğini belirlemektedir (Gündoğan, 2002). Gelen sermaye akımlarından yatırımları destekleyecek şekilde yararlanılması halinde artan yatırım miktarı reel büyüme sağlayarak istihdam sürecinde olumlu etki meydana getirecektir. Diğer bir belirleyici unsur ise yatırım yapılacak endüstrinin rekabet avantajı yaratabilme kapasitesidir. Verimlilik ve rekabeti artıracak endüstrilerin genişlemesi, ülke ekonomilerinin istihdam yaratma gücünü artıracaktır. İstihdam ve yabancı sermaye akımlarının arasındaki olumlu etkileşimin aksi yönde gerçekleşeceğini ifade eden görüş de bulunmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerin istihdamına olumlu etki etmeyeceğini

aksine işsizliği daha da genişleteceğini savunan bu görüş kısa vadeli sermaye akımların spekülâtif niteliğini göz önünde bulundurarak görüşlerini kanıtlamaya çalışmaktadır (Padhi, 2024; Kaçar, 2019:63). Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri sermaye biçimi bakımından spekülâtif ve akım yaptığı ülkeden geri çıkma hızı yüksek olan bir yabancı sermaye biçimidir. Spekülâtif amaçlı hareket eden bu sermaye akımı gelişmekte olan ülkeleri istikrarsızlaştırmaktadır. Çıkış zamanlarında ise kırılan yapının krize dönüşmesi, söz konusu ülkelerin sıklıkla karşılaştığı sorunlar arasında yer almaktadır. Kriz süreciyle darbe alan ekonomilerde ise işsizlik sorunu daha da ağır boyuta ulaşmaktadır (Zengin ve Erdal, 2003; Pamuk, 2006:39; Bilgi, 2009:45).

Gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye akımları neticesinde yaşadıkları tarihsel süreçlere bakıldığında kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin çoğunlukla bütçe ve cari işlemler açığının finansmanında ağırlıklı kullanıldığı görülmektedir. Reel üretim alanından ziyade spekülâtif alanlarda ve tüketimi destekleyecek şekilde yabancı sermayenin kullanım biçimi sonucunda reel ve finansal krizleri beraberinde getirdiği gelişmekte olan ülkelerin kriz tecrübeleriyle doğrulanmaktadır. Özellikle sermaye çıkışları sonrasında krizlerin yaşanmasının ardından gelişmekte olan ülkelerin işsizlik rakamlarında yaşanan patlamalar kısa vadeli yabancı akımlarının istihdama olumlu etkisine şüpheyile bakılmasına yol açan tarihsel unsurlardır. Kısa vadeli sermaye akımlarının istihdam üzerine olası etkileri aşağıdaki Şekil 7’de gösterilmektedir.

Şekil 7: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İstihdama Etkisi



Kısa vadeli sermaye akımlarının istihdam üzerine etkisi yukarıdaki ifadelerden de anlaşıldığı üzere bu sermaye akımının diğer makroekonomik göstergelerle olan etkileşimi sonucunda meydana gelmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin finansal serbestleşme için atılan adımlar neticesinde elde etmeyi arzuladığı en önemli hedefler arasında ülke ekonomisinin kalıcı istihdam yaratma potansiyeline kavuşması yer almaktadır. Nihai hedefler arasında yer alan istihdam, kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomisine uzun vadede etki edeceği bir göstergedir. İstenilen hedef için politika yapıcıların kararları önemli olmaktadır çünkü tutarsız ve kırılganlıklara neden olan politika seçimleri yabancı sermayenin duraksadığı ve dönüş yaptığında krizlerin ve akabinde kitlesel işsizliğin yaşandığı bir süreci beraberinde getirmektedir (Padhi, 2024; Bilgi, 2009).

İstihdam ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları üzerindeki etkileşim sermayenin giriş zamanında belirgin değilken çıkış zamanlarında netleşmektedir. Sermaye girişlerinin olduğu zamanlarda reel kesim tarafından gerçekleştirilen ağırlıklı bir kullanımdan ziyade kaynaklar kamu sektörü üzerinden kullanıldığında işsizlik rakamları yine kamu sektörü öncülüğünde azalabilmektedir. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda kamu sektörünün iş kapısı olarak görülmesi gerçeği bu durumu doğrulamaktadır. Ancak bu belirgin olmayan ilişki, eğer sermaye çıkışları akabinde krizlere neden olmuşsa netleşmektedir. Finansal piyasalarda başlayan kırılganlığın reel sektöre aktarılması, iflasları beraberinde getirmektedir. Bu ülke gruplarında yaşanan krizler sonrasında işsizlik rakamlarının yükselmesi kısa vadeli sermaye akımlarıyla istihdam arasında asimetrik ilişkinin var olduğunu işaret etmektedir (Üzümcü vd., 2010).

2.4.6. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Faizlere Etkisi

Faiz oranları ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin yönü literatürde en çok üzerinde tartışılan konulardan biridir. Faiz oranlarının kısa vadeli yabancı sermayeyi yönlendiren önemli çekici (iç) etmenlerinden biri olmasının yanında kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilenen ilk makroekonomik değişkenlerdendir (Keskin, 2008; Bilgi, 2009). Finansal serbestleşme politikaları neticesinde faiz oranları üzerindeki kamu denetimin kalkması, faiz oranları ile sermaye hareketleri arasında etkileşim yaşanmasını beraberinde getirmektedir (Kahvecioğlu, 2014). İlişkinin yönü dinamik bir boyut sergilemektedir ve ülkenin genel dengesi ilişkinin yönünü ve biçimini belirlemede önemli rol oynamaktadır. Yabancı sermaye akımlarındaki farklı yönlü hareket, faiz oranlarında da değişimi beraberinde getirmektedir. Bunun yanında sermayenin ülke ekonomisine yöneldiği zamanlardaki uygulanan politikalar da faiz oranlarının seyrini belirlemede etkin rol oynamaktadır.

Finansal serbestleşme doğrultusunda sermaye akımlarının önündeki engellerin kaldırılması söz konusu ülkenin sermaye hareketleri üzerinden dünyayla bütünleşmesini sağlamaktadır. Sermaye akımlarını yönlendiren birçok iç etmen olmasına rağmen kısa vadeli sermaye akımlarını ülkeye çeken temel iç etmenin ekonomideki faiz oranının uluslararası faiz oranından görece yüksek olması olduğu büyük oranda kabul gören bir görüştür. Bu görüşü doğrulayan en önemli unsur ise yabancı yatırımcıların yüksek getiri elde etme isteği doğrultusunda görece yüksek faiz oranına sahip ülkelere fonlarını aktarmasıdır (Bath, 2012; Faroh ve Shen, 2015; Eatwell, 1996). Bu bağlantı sonucunda yüksek faiz oranları kısa vadeli sermayeyi çeken etmendir ve nedenselliğin yönünün yüksek faiz oranından yabancı sermaye girişlerine doğru olduğu anlaşılmaktadır (Kaçar, 2019). Yabancı sermayeyi çeken iç etmenler sadece ülkenin faiz oranıyla sınırlı değildir. Ülkenin politik ve ekonomik istikrarını belirleyen birçok etmen sermaye akımlarını yönlendirmede önemlidir. Ancak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını yönlendiren yüksek getiri misyonu, faiz oranlarının yabancı yatırımcıların göz önünde bulundurduğu göstergeler arasında ilk sıralarda yer almasını sağlamaktadır. Sonuç olarak ilk aşamadaki ilişkinin yönü, faiz oranından kısa vadeli sermaye girişlerine doğrudur ve küresel piyasalara nazaran ulusal faiz oranındaki artış yabancı sermaye girişlerinin ülkeye yönelmesine aracılık etmektedir (Obstfeld, 1998).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile faiz oranındaki ilk aşamadaki ilişkinin yönü daha belirgin iken yabancı sermayenin ülke içinde bulunduğu sıradaki ikili arasındaki etkileşim belirsizlik taşımaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının yöneldikleri ülke piyasasının faiz oranlarını etkilemediği kabul edilse de etkinin yönü ülkenin iç dinamikleri tarafından şekillenmektedir. Teorik bakımdan kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının faiz oranlarını farklı kanallar üzerinden düşürmesi beklenmektedir. Bu teorik görüşü temellendiren unsur ise yabancı sermaye akımları sonucunda ülkede sermaye arzında artış yaşanması düşüncesidir. Ülkedeki tasarruf açığının, yabancı sermaye akımları vasıtasıyla giderilmesinin ise faiz oranlarının küresel faiz oranlarına doğru hareket etmesine yol açacağı ifade edilmektedir (Keskin, 2008). Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile faiz oranları arasındaki yukarıda ifade edilen teorik beklenti, finansal serbestleşme görüşünü savunan teorisyenlerin ana destek noktasını meydana getirmektedir.

Finansal serbestleşme görüşünü savunanlar, faiz oranları üzerindeki kamu otoritesi baskısının kalkmasıyla faiz oranlarının piyasa şartlarına göre belirleneceğini ifade etmektedirler. Finansal serbestleşme teorisi bu bağlamda sermaye girişlerinin para piyasasında likiditeyi etkileyerek faiz oranlarını düşüreceğini ileri sürmektedir (Obuobi, 2022; Gürbüz, 2006). Finansal liberalizasyon politikaları öncesinde faiz oranları kamu otoritesi tarafından tayin edilmektedir ve piyasa şartları bu zamanlarda faiz oranı üzerinde işlevsel niteliğe sahip değildir. Finansal serbestleşme politikasının uygulanmasıyla birlikte faiz oranı üzerindeki kamu baskısı ortadan kalkmaktadır. Söz konusu ülkede, tasarruf açığının bulunmasından sebep serbest piyasa dinamikleri, faiz oranlarını, fon arzı

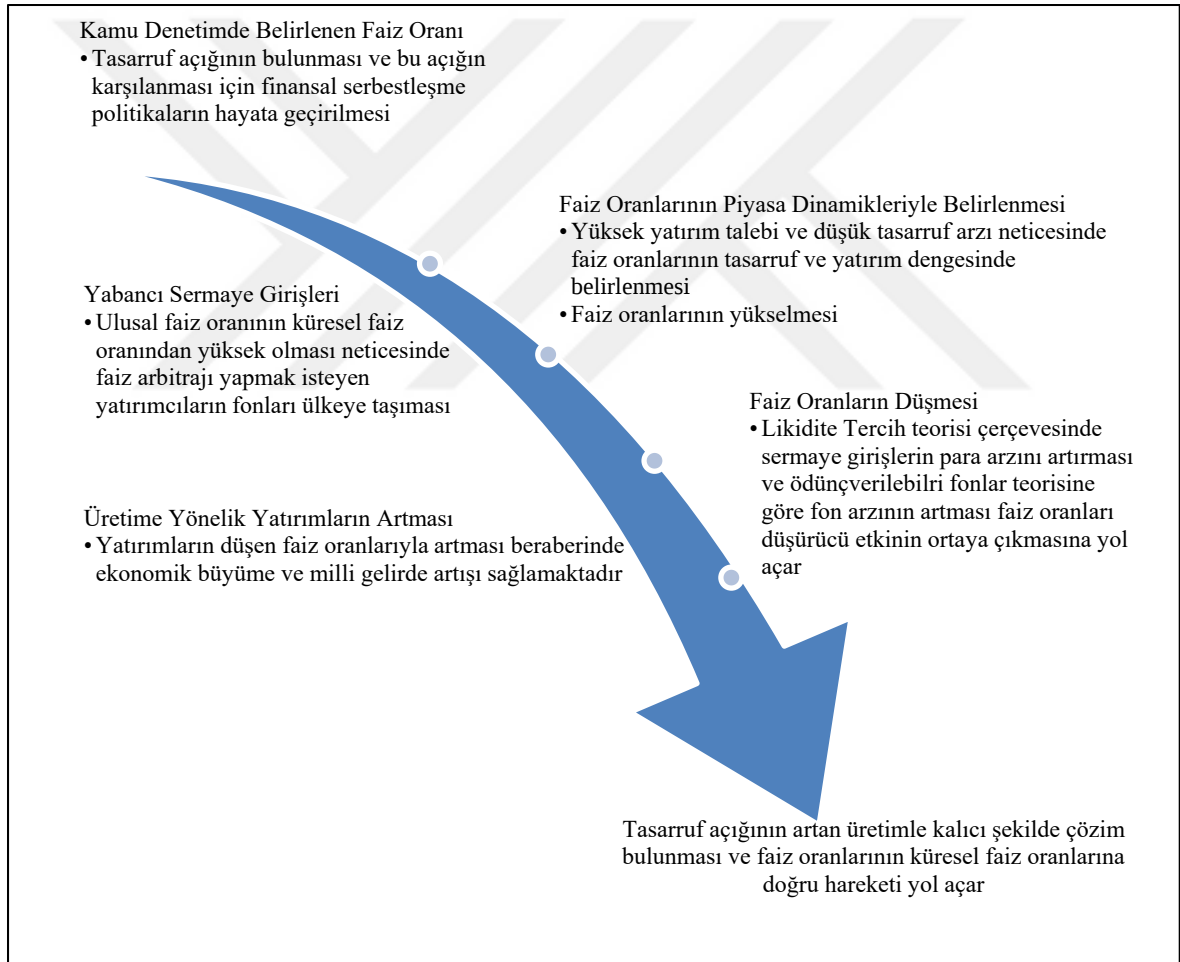
ve talebinin belirlediği denge noktasına taşıyacaktır. Finansal liberalizasyon politikalarının uygulanması akabinde ilk zamanlarda baskılanmış faiz oranlarının piyasa şartlarına uygun şekilde yükselmesi beklenmektedir. Yükselen faiz oranlarının ise ülkeyi yabancı sermaye açısından cazip hale getirerek sermaye akımlarının ülkeye yönelmesini sağlayacağı görüşü, finansal serbestleşme taraftarları tarafından dile getirilmektedir. (Errunza, 2001). Finansal serbestleşme sonrasında ülke ekonomisine faiz arbitrajı üzerinden sermaye akımlarının girmesi, zamanla ülkenin faiz oranlarının dünya faiz oranına yönelmesine yol açacaktır (Bilgi, 2009; Albayrak, 2019). Bu sürecin gerçekleşmesi için birtakım şartların politika yapıcılar tarafından gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu bakımdan en öne çıkan şart ise sermaye akımlarının tasarruf açığına neden olan yatırımların finansmanında kullanılmasıdır. Böylelikle ülkede verimlilik, üretim ve gelir artışı yaşanacaktır. Artan gelirin ülkenin tasarruf oranını artırması ile de tasarruf açığı sorununa çözüm bulunmuş olacaktır (Keskin, 2008; Kara, 2012b).

Bu noktada finansal liberalizasyon teorisini destekleyenlere göresermaye akımları ülke ekonomisinde kaynak kullanımına ayrılacak, bu yolla elde edilen alternatif tasarruf ile üretime yönelik yatırımlar gerçekleştirilecek ve ekonomik büyüme sağlanabilecektir. Büyüme sonrasında artan gelir yurt içi tasarruf oranını artıracak ve böylece ülkenin tasarruf açığı sorunu ortadan kalkacaktır (Yılmaz, 2014). Ülke faiz oranının küresel faiz oranlarına yöneliminin bu şekilde gerçekleşmesi, uluslararası piyasalarda finansal verimliliği artıracığı ve tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların bu ortamda daha verimli işlemler gerçekleştirebileceği bu görüşün temel argümanıdır. Ayrıca finansal piyasaların liberalizasyon politikalarıyla etkileşime girmelerinin hükümetleri makroekonomik politikaları daha temkinli ve etkili uygulamaya iteceği, böylelikle finansal ve reel piyasalarda daha etkin şekilde çalışacak atmosferin oluşabileceği, finansal liberalizasyonu destekleyen görüşün temel öngörüleridir (Bosworth vd, 1999; Errunza, 2001).

Beklenen teorik çerçeve, sermaye akımlarının yöneldikleri ülkenin faiz oranlarını düşürmesi yönündedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile faiz oranları arasındaki etkileşim ise ülkenin finansal piyasası üzerinde oluşmaktadır. Sermaye girişleriyle birlikte tasarruf arzında artış meydana gelecektir. Tasarruf talebi, sermaye girişleri öncesi düzeyinde sabit kaldığı takdirde artan arz, faiz oranlarını düşürücü etkide bulunacaktır. Diğer bir mekanizma ise para piyasası üzerinde meydana gelmektedir. Sermaye akımları ile faiz oranları arasındaki etkileşimi para piyasası üzerinden açıklayan görüşün temelleri Keynes'in Likidite Tercihi Teorisine dayanmaktadır (Kaçar, 2019). Likidite Tercihi Teorisi, faiz oranlarını para piyasasındaki para arzı ve para talebi dengesinin belirlediğini ileri sürmektedir (Yılmaz, 2014). Bu görüşe göre sermaye girişleri para arzını artırmaktadır (Bilgi, 2009:40-41). Sermaye akımları ülkenin para piyasasındaki likiditenin genişlemesine yol açmaktadır ve bunun neticesinde faiz oranları aşağı doğru hareket etmektedir (Paya, 2001). Sermaye girişleri öncesindeki yüksek faiz oranı, sermaye akımlarını söz konusu

ülkeye yönlendirecek, sermaye girişleriyle artan fon arzı faiz oranını küresel faiz oranına eşitleyecektir (Turgut, 2010; Alagöz, 2019). Sermaye girişleriyle elde edilen fonların yatırımların finansmanında kullanılması ülkenin üretimini artırarak gelir düzeyinin yükselmesini sağlayacaktır. Artan gelir, tasarruf oranına etki ederek ülkenin tasarruf açığı sorunun ortadan kaldırılmasına yardımcı olacak ve böylece faiz oranlarında istikrar sağlanmış olacaktır (Uzunoğlu vd, 1995:71). Ancak geçmiş deneyimlere bakılacak olursa sermaye girişleri sırasında kredi piyasasını kontrol altında tutan birkaç ülke dışında sermaye girişleri sonrasında faiz oranlarının daha da arttığı gözlenmektedir (Akyüz, 1994; Uzunoğlu vd. 1995). Kısa vadeli sermaye girişleri ile faiz oranı arasındaki uzun dönemli ilişki Şekil 8’de özetlenmektedir.

Şekil 8: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Faiz Oranına Uzun Dönemde Etkisi



Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının faiz oranlarına etkisini belirlemede sermaye girişleri sonrasında enflasyon rakamlarındaki değişim de etkili olmaktadır. Sermaye girişleri sonrasında tüketim ve üretim kanalıyla enflasyonist sürecin kontrol altına alınması Fisher etkisi bağlamında faiz oranlarını da aşağı yönde hareket ettirmektedir (Karaaba, 2006).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin faiz oranlarını kalıcı şekilde düşürmesi için yabancı fonların tasarruf açığını kapatacak şekilde kullanılması gerekmektedir. Ancak uygulamalar çoğu zaman bu şekilde gerçekleşmemiştir. Bu durumdan dolayı kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının faiz oranlarını düşürücü etkisinin aksine sermaye akımları sonrasında faiz oranlarının daha da artış göstereceğini dile getiren bir görüş de mevcuttur. Bu görüşün üzerinde durduğu nokta ise kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki etkileşimin ekonomideki diğer göstergelerle birlikte belirlenmesidir (Gürbüz, 2006). Örneğin yabancı sermaye akımlarının gelme sebebi, söz konusu ülkenin yüksek ekonomik performansı ise sermaye girişleriyle birlikte ekonominin daha da genişlemesi faiz oranlarına yukarı yöndeki baskıya yol açarak faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır (Uzunoğlu vd. 1995:71; Kara, 2012b).

Yabancı sermaye akımlarının yatırımları finanse etme hedefinden ziyade farklı alanlara transfer edilmesi unsuru da faiz oranlarını etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ödemeler dengesi finansmanını sürekli olarak kısa vadeli sermaye akımları üzerinden finansa etme isteği, faiz oranlarının politika yapıcılar tarafından yüksek tutulması sonucunu doğurmaktadır (Özgen, 1998:66; Sağın, 2018). Faiz oranlarının artmasına neden olan diğer etmen ise kamu kaynaklıdır. Sermaye hareketlerinin sermaye açığını kapatmak yerine kamu açıklarının finansmanında kullanılması faiz oranlarının yukarı yönde hareket etmesine yol açmaktadır (Buitter, 1985; Şeren, 2011). Bu durum sonrasında kamu açığı ve dış borç stoku artmakta ve faiz oranları yukarı yönde hareket etmektedir (Baran, 2017).

Kısa vadeli sermaye girişlerinin faiz oranlarını düşürücü etkiye yol açmayacağını ileri süren görüşün işaret ettiği diğer bir nokta sermaye girişleri sırasında kamunun uyguladığı para politikasıdır. Gelişmekte olan ülke ekonomileri yabancı sermaye girişleri sırasında gelen fonların bir kısmını rezerv olarak tutma eğilimi içerisinde olmaktadır. Döviz piyasasında istikrarı sağlamak, sermaye çıkışları sırasında piyasada meydana gelecek döviz baskısını giderebilmek gibi birçok etmen üzerinden oluşan rezerv tutma durumu, parasal tabanı genişletmektedir. Parasal tabanın döviz rezervleri neticesinde artış göstermesi, enflasyonist baskının artmasına ve reel döviz kurunun değer kazanmasına neden olmaktadır (Karaaba, 2006; Küçükaksoy, 2006). Para otoritesi, parasal tabanının rezervler üzerinden genişlemesini önlemek adına sterilizasyon politikası uygulamaktadır. Sterilizasyon politikası sonrasında parasal genişleme absürde edileceğinden faiz oranlarının likidite genişlemesi yoluyla düşmesi engellenecektir (Aklan, 2008:227). Sterilizasyon politikasının uygulanma gerekçelerinden biri de hükümetin yüksek faiz ve düşük kur politikasını koruyarak sermaye girişlerinin devamlılığını sağlama isteğidir (Özgen, 1998). Özellikle cari açık sorunu olan ekonomilerde ödemeler dengesinin finansmanını yabancı sermaye girişleriyle gerçekleştirme politikası, faiz oranlarının kamu tarafından düşürülmemesine neden olmaktadır (Tokat, 2010). Sterilizasyon politikalarının bazı ölçütler söz konusu iken faiz oranlarını artırıcı etkisi ortaya

çıkılmaktadır. Özellikle ulusal ve uluslararası aktiflerin ikame esnekliğinin düşük olması ve ulusal ekonominin risk içermesi durumunda sterilizasyon politikasını gerçekleştirebilmek için ulusal tahviller daha yüksek faiz oranından piyasaya sürülmektedir (İnsel ve Sungur, 2003). Burada amaç, tahvil yatırımcılarının ulusal tahvil almaları için tahvil faizine risk priminin eklenmesidir. Böylelikle kısa vadeli sermaye girişleriyle birlikte uygulanan sterilizasyon politikaları, faiz oranlarının daha da yükselmesiyle sonuçlanmaktadır (Mohanty ve Turner, 2005).

2.4.7. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Finansal Piyasalara Etkisi

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin ülke ekonomisine olan etkisinin ne yönde olacağını sermaye akımlarının yöneldiği ülkenin kurumsal ve yapısal nitelikleri belirlemektedir (Baran, 2017:32-33). Finansal ve reel ekonominin sermaye akımları öncesinde ve sırasındaki yapısı ve dönüşümü yabancı sermaye akımlarının etkisini belirlemede öncü rol oynamaktadır. Finansal derinliğe sahip, kurumsallaşma yapısı sağlam temeller üzerine oturtulmuş ve politika baskısının hissedilmediği finansal piyasası olan bir ülke ekonomisi sermaye akımlarından daha iyi ve uzun süreli faydalanabilmektedir (Kazgan, 1994). Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin finansal piyasaları, liberalizasyon sürecinin hızlı hissedildiği alanlardan biridir. Gelişmekte olan ülkelerin kriz tecrübelerine bakıldığında ise finansal piyasaların gerekli düzenlemelere tabi olmadan serbestleştirildiği görülmektedir. Çoğu gelişmekte olan ülke, hızlı gerçekleşen finansal serbestleşme sonrasında gelen sermayenin finansal piyasalarını kırılganlaştırması neticesinde çok kez finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Söz konusu kriz tecrübeleri ise, gerekli yasal düzenlemelerin yapılmadığı, denetleme mekanizmasının oluşturulmadığı ve kamu sektörü öncülüğünde hareket eden bir finansal piyasanın dışa açık hale gelmesinin ülke ekonomileri için istikrarsızlık kaynağı olacağını doğrulamaktadır (Kaya, 1998).

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerin finansal sistemini para ve sermaye piyasaları üzerinden etkilemektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin borsa yapısı, derinliği olmayan ve az sayıda şirketin bulunduğu bir görünüm sergilemektedir. Artan yabancı sermaye girişleri ile birlikte var olan firmaların yanında yeni firmaların da borsada işlem görmeye başlaması, hisse senetleri satışlarının artmasına neden olmaktadır. Yabancı sermaye girişleri ile sermaye piyasası üzerinden fon temini sağlayan firmaların piyasa değerleri ise bu süreç içerisinde artış göstermektedir (Sağın, 2018). Ancak gelen sermayenin spekülasyon ağırlıklı olması durumunda ise hisse senedi piyasasında balonların oluşması söz konusu olmaktadır. Hisse senedi piyasasının spekülasyon akımlarıyla şişmesi, sermayenin duraksadığı ve geri dönme zamanlarında bu piyasasının ağır kayıplar yaşamasına hatta krize sürüklenmesine yol açabilmektedir (Sung, 1994:135; Kholdy, Sohrabian, 2008).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin kanalları edildiği alanlardan biri de hisse senedi piyasalarıdır (Küçükaksoy, 2006). Bu konuda Tezcanlı vd.'nin (1994) gerçekleştikleri çalışma, özellikle finansal serbestleşmenin hızlı uygulandığı 1980 ve 1990'lı yıllardaki gelişmekte olan piyasaların hisse senetleri fiyatları ile yabancı sermaye akımları arasında etkileşimi açıklamak için önemlidir. Tezcanlı (1994) bu dönemler içerisinde her bir milyar dolarlık fon girişinden sonra gelişmekte olan piyasalardaki hisse senetleri fiyatlarının %1,4 artış gösterdiğini ve fon çıkışı olduğu zamanlarda ise fiyatların daha yüksek oranda düştüğünü ifade etmişlerdir.

Hisse senetlerinin teorik olarak firmaların reel faktörleri doğrultusunda hareket etmesi beklenmektedir. Firmaların üretkenlik, kârlılık, pazar hacmi gibi çeşitli performans kriterleri doğrultusunda hareket etmesi ile beklenen hisse senetlerinin, ekonomide kaynak dağılımını ve tasarruf-yatırım dengesini olumlu yönde etkilemesi kuvvetle muhtemeldir (Pamuk, 2006:36-37). Ancak finansal piyasası sığ olan gelişmekte olan ülkelere yoğun şekilde yabancı sermaye girişi, hisse senedi fiyatlarında yapay büyümelerin yaşanmasına yol açmaktadır (Fischer ve Reisen, 1992). Özellikle kısa vadeli sermaye hareketleriyle bağlantılı sermaye girişlerinin yaşanması, gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasalarının reel ekonominin şartlarından bağımsız hareket etmesine neden olmaktadır. Bu süreç içerisinde, borsada işlem gören firmaların bu fon girişine bağılı olarak gerçekleştirdikleri borç-alacak ilişkileri, piyasa üzerinde gerçekleşen yapay büyümeyi tetikleyebilmektedir. Özellikle bankaların yurt dışından elde ettiği fonları reel ekonomiden ziyade kamu borç senetlerine ve tüketime bağılı kredilere aktarması finansal sistemin temellerini zayıflatan faktörler arasında yer almaktadır. Bu konudaki diğeri bir görüş ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurt içi tasarruf oranlarını azaltıcı yönde etkilemediğini ileri sürmektedir. Yabancı sermayenin yatırımlardan ziyade spekülative alanlarda değerlendirilmesi ve çıkışı gerçekleştiği zaman beraberinde borç ve para krizlerini tetiklemesi yurt içi tasarrufları olumsuz etkilemektedir. Bunun neticesinde finansal piyasaları destekleyecek tasarruf oranı istenilen noktaya çıkamayacaktır (Eset, 1997). Finansal piyasaların aşırı oynaklığından dolayı reel ekonomiden kopuk bir durumda olması, bu piyasanın asli görevleri olan ihracatı ve yatırımlarını destekleme görevlerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır (Siampan, 2012; Kizir, 2011).

Kısa vadeli sermaye akımlarının gelişmekte olan ekonomilerin finansal piyasalarına etkisi, ekonominin genel dengesi ve kamu otoritesinin sermaye girişlerini hangi amaçlar doğrultusunda kullandığına bağılı olarak değişim göstermektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının bütçe açığı ve ödemeler dengesi finansmanında kullanılma biçimi, faiz oranlarının kamu otoritesi tarafından yüksek tutulmasına yol açmaktadır. Faiz oranlarının yüksek olması ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına bağılı finansman yöntemi, fonların reel yatırım alanlarında kullanılmasını zorlaştırmaktadır. Yatırım maliyetlerinin yüksekliği yanında yabancı sermayeye bağımlı ekonomilerin risk içermesi de fonların başta hisse senedi piyasası olmak üzere parasal alanlarda

kullanılmasına yol açmaktadır. Burada bankaların da kamu finansman araçlarına talep göstermesi, spekülâtif alanlardaki işlemlerinin artmasını sağlamaktadır. Finansal sisteminin bu doğrultuda kırılğan bir yapıya bürünmesi sermaye çıkışları veya azalması durumlarında hisse senedi fiyatlarındaki balonların sönmesine yol açarak borsa krizlerinin yaşanmasına neden olabilmektedir (Fisher ve Reisen, 1992; Munemo, 2017).

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları, bankacılık sektörü üzerinden de finansal piyasaları etkilemektedir. Sermaye girişlerine ev sahipliği yapan ülke ekonomisinin bankacılık sektörünün durumu, sermaye akımlarının finansal piyasalara olacak etkisini belirlemede etkin rol oynamaktadır. Denetim mekanizmasına sahip olmayan, borç-alacak işlemlerinde kamu desteğinden dolayı riskleri göz ardı eden ve kamunun borç finansmanını destekleyici konumda olan bankacılık sektörü sermaye girişleri sonrasında daha da krizlere yatkın hale gelmektedir. Bankacılık sektörü, sermaye girişleri sonrasında elde edilen fonları kredi olarak piyasaya sürmektedir. Kur ve vade riskini göz önüne almadan verilen krediler, ilerideki zamanlarda batık kredilerin bilançoadaki ağırlığının artırmasını beraberinde getirmektedir. Bankacılık sektörünü kısa vadeli yabancı akımları neticesinde kırılğan hale getiren diğer bir unsur ise sterilizasyon politikaları neticesinde oluşabilmektedir. Sermaye girişlerinin yoğun yaşandığı dönemlerde kamunun yüksek faiz oranı üzerinden sterilizasyon politikası uygulaması, bankacılık sektörünün kamu kağıtlarına yönelmesine yol açabilmektedir. Bu durum ise bankacılık sektörünün asli görevlerinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Sermaye girişleri öncesinde bile kırılğan yapıda olan bankacılık sektörünün finansal serbestleşme politikaları sonrasında daha da kırılğan yapıya bürünmesi, ülke ekonomisinde ya da dış piyasalarda yaşanacak şoklar akabinde kriz yaşamasını tetiklemektedir. Bankacılık krizinin yaşanması ise finansal piyasaları durma noktasına getirmektedir (Özdemir, 2013).

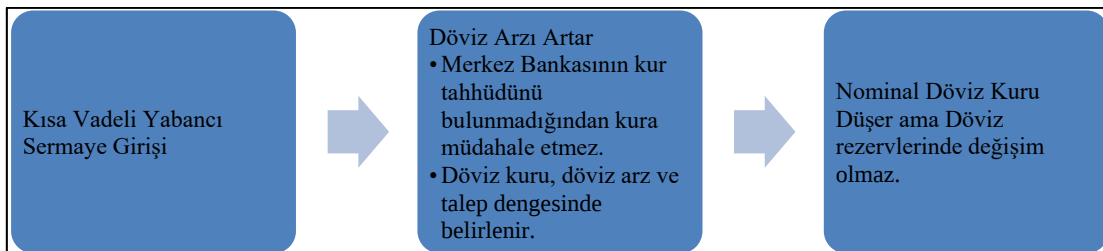
Kısa vadeli sermaye akımlarının spekülâtif hareketinin yanında gelişmekte olan ülke ekonomilerin finansal piyasalarının çoklu kırılğan yapıda olması, finansal krizler için uygun ortamın hazırlanmasına neden olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomilerin tecrübe ettikleri krizlere bakılacak olursa bu ekonomilerin finansal piyasalarındaki bozukluğun kriz süreçlerini derinleştirdiği anlaşılabilecektir. Kamu güvenceli finansal sistem, ahlaki risk, ters seçim ve asimetrik enformasyon, finansal kuruluşların vade ve kur riski nedeniyle bilanço yapısının bozukluğu, kısa vadeli sermaye akımlarının finansal piyasalardaki olumsuz etkisini arttırmaktadır. Yoğun sermaye girişleri sırasında yaşanan yapay büyümeler sonrasında sermaye çıkışı şokuyla durma noktasına gelen finansal piyasalar; sistemik, borsa, para ve bankacılık krizlerini beraberinde getirmektedir (Yıldırım, 2008:70-72).

2.4.8. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuruna ve Rezervlere Etkisi

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının en çok etkilediği makroekonomik değişkenler arasında döviz kurunu da saymak mümkündür (Organ ve Berk, 2016). Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının nominal döviz kurlarına olan etkisi, sermaye girişlerine ev sahipliği yapan ülkenin döviz kuru rejimine göre farklılık gösterse de reel döviz kuru, döviz kuru rejiminden bağımsız olarak farklı kanallar üzerinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından etkilenmektedir. Reel döviz kuru, esnek döviz kuru rejiminde nominal döviz kurundaki değişimler vasıtasıyla kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından etkilenmektedir. Sabit döviz kuru rejiminde ise reel döviz kurundaki hareketlilik kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının dış ticaret, cari işlemler dengesi ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenleri etkilemesi sonucunda meydana gelmektedir (Kaya, 1998; Kızır, 2011). Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile döviz kurları arasındaki bağlantı, döviz kuru rejimine ek olarak ülkenin fonları kullanma politikasına, sermayenin ülkede kalma süresine ve ekonominin genel dengesine bağlı olarak değişim göstermektedir. Bu bağlamda kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile döviz rezervleri arasındaki etkileşim de adı geçen unsurlara bağlı olarak farklılaşmaktadır (Matsumoto, 2022).

Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri, yönelindikleri ülkenin döviz kurlarını ilk başta döviz piyasalarındaki arz ve talep unsurlarına doğrudan etki ederek değiştirmektedir. Döviz piyasasındaki arz ve talep değişimiyle vuku bulan etki ise ülkenin tabi olduğu döviz rejimine bağlı olarak farklılık göstermektedir. Sermaye akımının gerçekleştiği ülkede döviz kuru serbest dalgalı kur rejimine bağlıysa sermaye girişleri döviz arzını arttırmaktadır. Artan döviz arzı, aynı oranda döviz talebi artışıyla karşılaşmadığı takdirde nominal döviz kurunu düşürücü etki meydana getirmektedir. Nominal döviz kurunun düşmesi, ulusal paranın değer kazanması anlamına gelmektedir. Serbest dalgalı kur rejiminde Merkez Bankasının kur üzerinden bir taahhüdü yoktur. Nominal döviz kuru Merkez Bankasının müdahalesine tabi olmadan piyasadaki arz ve talep işleyişiyle belirlenmektedir. Merkez Bankasının serbest dalgalı kur rejiminde nominal döviz kurunu korumak için döviz piyasasına müdahale etme zorunluluğunun olmaması Merkez Bankası döviz rezervlerinde değişiminin olmamasına yol açmaktadır (Gülbüz, 2006). Serbest döviz kuru rejimi altında kısa vadeli sermaye akımları ile döviz kuru arasındaki etkileşim Şekil 9'da gösterilmektedir.

Şekil 9: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Döviz Kuruna Olan Etkisi

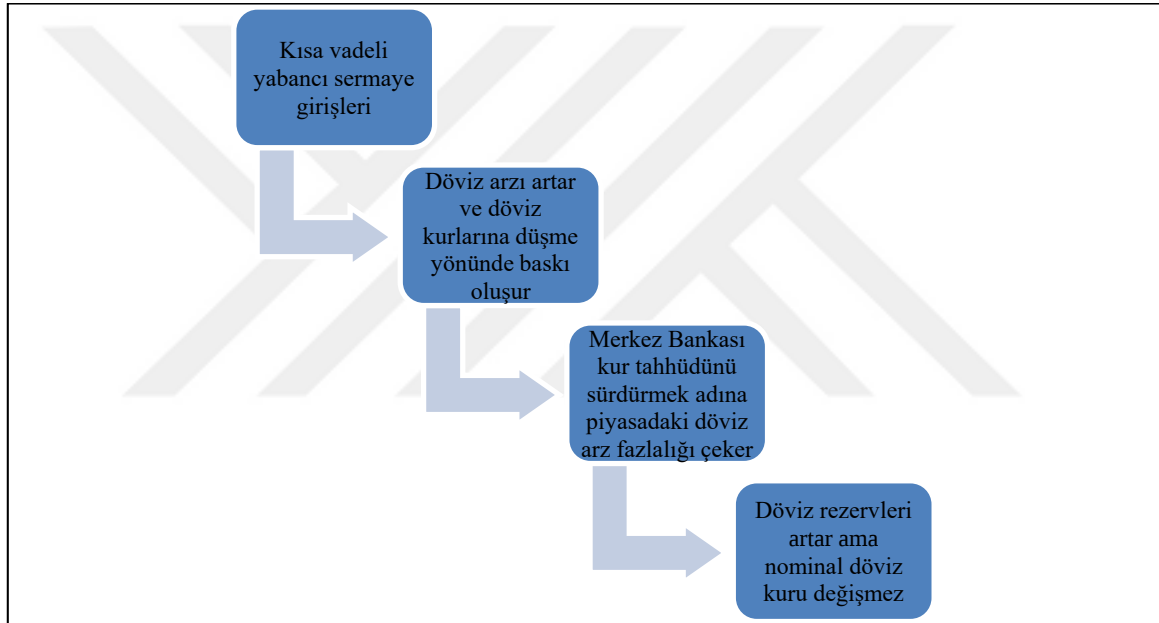


Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının nominal döviz kuruna olan net etkisi dinamik bir süreç izlemektedir. İlk aşamadaki etki, serbest dalgalı kur rejiminde düşürücü yönde olsa da nominal döviz kurundaki nihai değişim, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisinde diğer makroekonomik değişkenlerle yaşadığı etkileşim sonucunda belirgin hale gelmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye sonrasında elde edilen fonların kullanım niteliği de nominal döviz kurundaki net etkiyi meydana getiren en önemli etmenler arasında yer almaktadır. Bu bağlamda kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki dinamik ve çok boyutlu etkileşimde sermaye girişleri sonrasında dış ticaret verilerinde yaşanacak etkileşim öne çıkan unsurlardan birini meydana getirmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları sonrasında ulusal paranın değer kaybetmesi dış ticaret dengesi üzerinde etki yaratmaktadır (Matsumoto, 2022; Sağın, 2018). Yabancı sermaye girişleri sonrasında nominal döviz kurundaki düşme, ithal malların fiyatlarının göreceli olarak ucuzlamasına yol açmaktadır. Bu durumda cazip gelen ithal mal sepetinde kullanım tercihi sonraki zamanlarda nominal döviz kuru değişimlerinin hangi yönde olacağını belirlemede önemli rol oynamaktadır. Eğer döviz kuru düşmesi sonrasında ülke ekonomisi tercihi, ihracat sektörünün üretimini ve rekabetini artıracak ithal aramalı ve yatırım malları doğrultusunda kullanılırsa, dış ticaret dengesi bundan olumlu yönde etkilenecektir. Bu alanda öne çıkan bir diğer unsur da kademeli olarak üretim sürecinde ithal aramalarını azaltacak yönde politikaların belirlenmesidir. Aksi durumda üretim sürecinin ithal aramalarına bağımlı halde sürdürülmesi, yabancı sermaye hareketlerine bağlı bir ekonomik yapının oluşmasına yol açacaktır. Yabancı sermaye girişleri sonrasında dış ticaret dengesinin ilk aşamalarda bozulması beklenmektedir çünkü ihracat rekabeti de ulusal paranın değer kazanmasından sonra azalacaktır (Yücel ve Yanar, 2005). Gelen yabancı fonların firmalar ve finansal kuruluşlar tarafından kullanım şekli de nominal döviz kurunun seyrine etki etmektedir. Ülke ekonomisine gelen yabancı fonların döviz kuru riski göz ardı edilerek firmalar tarafından borçlanması veya bankaların bu fonların tüketimini destekleyecek kredi olarak piyasaya sürmesi, reel ve finansal kesimin bilançolarını kırılgan hale getirmektedir (Yılmaz, 2014). Bu yolla firmaların bilançolarındaki bozulmalar, sermaye girişlerinin yavaşlamasında veya durmasında döviz riskini tırmandırarak döviz kurlarının sermaye girişleri öncesindeki seviyesinden daha da yukarı çıkmasına neden olmaktadır ve beraberinde finansal krizlere yol açmaktadır (Jongwanich ve Kohpaibon, 2013; Combes vd. 2014; Matsumoto, 2022).

Sabit döviz kuru diğer bir döviz kuru rejimidir. Bu rejimde, Merkez Bankasının bir kur taahhüdü bulunmaktadır. Döviz arzı ve talebindeki değişimlere bağlı olarak Merkez Bankası piyasalara müdahale ederek kur taahhüdünü sürdürmektedir. Kur taahhüdü, döviz kurlarının Merkez Bankasının belirlediği alt ve üst bant içerisinde hareket etme durumudur. Döviz kuru belirlenen bant içerisinde hareket edebilir ancak sınırları aşma durumunda Merkez Bankası, piyasaya müdahale ederek belirlenen sınırlar dışına çıkan kur hareketlerini engellemektedir. Merkez Bankasının kuru sabitlemek ve piyasada meydana gelen şokları önlemeye yönelik olarak elindeki en önemli politika araçlarından biri de bünyesinde tuttuğu döviz rezervleridir. Döviz talebinde bir artış yaşanırsa döviz kuru üzerinde yukarı doğru baskı meydana gelmektedir. Merkez Bankası ise bu durumda kuru korumak adına piyasaya döviz satarak kur baskısını

dizginlemektedir. Tersi durum olan döviz arzındaki artış ise kurda aşağı doğru baskı yapmaktadır. Merkez Bankası, döviz arz fazlasını piyasadan çekerek rezerv şeklinde tutmaktadır. Sermaye girişlerinin döviz rezervleri ve kur üzerindeki etkisini özetlemek gerekirse kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz arzını artırdığını belirtmek mümkündür. Artan döviz arzı, ulusal paranın değer kazanmasına ve döviz kurunun düşmesi yönünde baskıya neden olmaktadır. Ancak Merkez Bankası, piyasadan çektiği döviz arz fazlasını döviz rezervi olarak tutmaktadır. Böylece rezervlerde artış yaşanırken aynı zamanda kur taahhüdü de devam ettirilmektedir (Seyidoğlu, 2003:36; Yeldan, 2001). Sabit döviz kuru rejimi uygulandığında, kısa vadeli sermaye girişlerinin nominal döviz kuruna ve rezervlere etkisi Şekil 10'da özetlenmektedir.

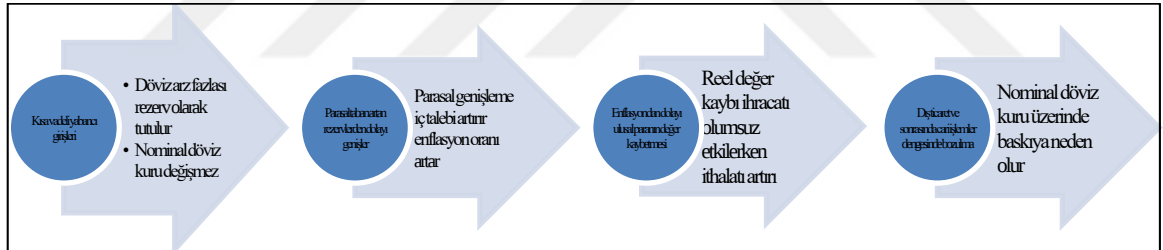
Şekil 10: Sabit Döviz Kuru Rejimi Uygulandığında Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Nominal Döviz Kuruna ve Rezervlere Etkisi



Sabit döviz kuru rejiminde kısa vadeli yabancı sermaye akımları nominal döviz kurunu etkilememektedir. Merkez Bankası elindeki döviz rezervlerini kullanarak ve döviz piyasasındaki dalgalanmaları bertaraf ederek taahhüt ettiği döviz kurunu sürdürmektedir. Ancak sermaye girişleri sırasında rezervlerdeki değişimler ekonomideki diğer aktarım mekanizmalarını harekete geçirmektedir. Genel olarak kısa vadeli yabancı sermaye akımları, iç talep üzerinden ekonominin genişlemesine neden olmakta ve farklı kanalların işlemesi sonrasında enflasyonist baskı meydana getirmektedir. İç talebin artması ise reel döviz kurunun değişmesine neden olmaktadır. Örneğin yabancı sermaye girişleri sırasında Merkez Bankası döviz rezervlerindeki artış parasal tabanı genişleterek toplam talebi artırıcı etkinin oluşmasına zemin hazırlamaktadır (Baran, 2017). Sabit döviz kuru rejiminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin nominal döviz kuruna etki etmediği ve sermaye girişlerinin doğrudan rezervleri etkilediği görülmektedir. Ancak sermaye girişleri sonrasında artan yurt içi talebin meydana getirdiği enflasyon olgusu, ulusal para biriminin reel

olarak yabancı para birimleri karşısında değerlenmesine neden olmaktadır. Nominal kurlardaki değişim, kur rejimiyle farklılık gösterse de reel kurlardaki değişim kur rejimine bağlı olmaksızın meydana gelmektedir (Bacchetta ve Van Wincoop, 2000; Özgen, 1998). Sabit döviz kuru rejiminin uygulandığı ekonomilerde yabancı sermaye girişleri sonrasında reel kurdaki değişim, dış ticaret ve cari denge üzerinden gerçekleşmektedir. Dış ticarete konu olan malların sermaye girişleri sonrasında fiyatlarının değişmesi, kur üzerinde baskıya neden olmaktadır. İthalat oranındaki artış ve ihracattaki azalış, dış ticaret açığının oluşmasına ve bunun neticesinde cari işlemler açığının ortaya çıkmasına yol açarak reel kurun artmasına neden olmaktadır. Bu etkinin yanında sermaye girişleri sonrasında artan iç talep etkisiyle birlikte enflasyon oranlarının artış göstermesi, ulusal paranın reel olarak değer kaybetmesini hızlandırmaktadır. Özellikle yüksek faiz ve düşük kur politikası uygulayan ekonomilerde sermaye girişlerinin cari denge üzerindeki etkisi daha belirgin şekilde gerçekleşmektedir. Sermaye girişlerinin devamlılığı için bu politikanın uzun süre devam ettirilmesi, dış ticaret performansının zedelenmesine, ekonominin ithalata ve dış sermayeye bağlı hale gelmesine neden olarak uzun dönemlerde döviz kurları üzerindeki baskının şiddetlenmesine yol açmaktadır (Küçükaksoy, 2006; Combes vd., 2011). Söz konusu durumu Şekil 11’de gösterilmektedir.

Şekil 11: Kısa Vadeli Sermaye Girişlerinin Dış Ticaret Sonrası Cari İşlemler Dengesine Etkisi



Merkez Bankası, sterilizasyon politikalarıyla yabancı sermaye girişleri sonrasında yaşanacak enflasyonist süreci engelleyebilmektedir. Söz konusu politikalar aracılığı ile, sabit döviz kuru rejiminde sermaye girişleri sırasında artan döviz rezervleri neticesinde ortaya çıkan parasal taban genişlemesinin önüne geçilebilmektedir. Ancak yoğun sermaye girişlerin yaşandığı dönemlerde Merkez Bankasının sermaye girişlerini sterilize etmesi zorlaşmaktadır. Bunun yanında sterilizasyon sonrasında kamu kâğıtlarını elinde bulunduranların faiz gelirlerini piyasada kullanması enflasyonist etkiye yol açmaktadır.

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri, döviz kurunun yanında Merkez Bankasının döviz rezervlerini de etkilemektedir. Sabit döviz rejiminde yabancı sermaye girişleri ile döviz rezervleri arasında pozitif yönlü ilişki bulunmaktadır. Sermaye girişleri, döviz arzını artırmaktadır ancak kur taahhüdünü korumakla yükümlü Merkez Bankası bu durumda piyasadan döviz satın almaktadır.

Bu noktada kur istikrarının sağlanmasının yanı sıra toplanan rezervler sermaye çıkışları sırasında kuru, tersi yönde korumayı güçlendirmektedir (Kaçar, 2019). Çünkü sermaye çıkışları sırasında döviz kurlarına yukarı yönlü baskı oluşmaktadır. Merkez Bankası bu sefer de kurun yükselişini önlemek için rezervlerini piyasaya sürmek durumunda kalmaktadır. Dalgalı kur rejiminde ise kur taahhüdü bulunmadığından döviz arzındaki değişim, döviz fiyatlarına doğrudan etki etmekte ve bu sebeple rezervlerde herhangi bir değişim beklenmemektedir (Mahlebiciler, 2006).

İki kur sistem karşılaştırıldığında dalgalı döviz kuru rejiminin para politikasından bağımsızlığı sağladığı görülmektedir. Yerli para ile yabancı para ikame edilmediğinde bu sistemde yabancı ülkelerdeki parasal gelişmeler doğrudan ülke ekonomisini etkilememektedir. Ayrıca dış ve iç şoklara karşı para politikasının kullanım gücü, dalgalı döviz kuru rejiminde daha etkindir (Miles, 1978). Serbest dalgalı kur rejiminin avantajlı durumu, birçok araştırmacı tarafından vurgulansa da uygulamada sınırsız esnek döviz kuru rejimini bulmak zordur.

“Bretton Woods” sisteminin sona ermesiyle birçok ülke esnek döviz kuru sistemini uygulamaya başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ve bazı gelişmiş ülkelerin yaşadıkları para krizlerinden sonra sabit döviz kuru rejiminin uygulanma sahası daralmıştır. Lakin ülkelerinin uygulamaları incelendiğinde sınırsız esnek döviz kuru sisteminden ziyade ülkelerin denetimli dalgalanan döviz kuru rejimini uyguladıkları görülmektedir. Sabit döviz kuru ve esnek döviz kuru rejiminin arasında yer alan bu sistem her iki sistemin avantajlarını barındırsa bile aynı zamanda her iki sisteme özgü riskleri de içermektedir. Denetimli dalgalı döviz kuru sisteminde döviz kurları, döviz arz ve talebinin belirlenmesi üzerine kurulmuştur ama döviz kurlarının aşırı dalgalanması durumunda Merkez Bankası piyasaya müdahale etme seçeneğine sahiptir. Buradaki temel amaç, döviz kurlarına istikrar sağlamaktır (Agenor vd., 1992). Döviz kurlarının istikrarı ekonominin genel dengesi için önemlidir (Fischer, 2001). Döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmalar, dış ticaret ürünlerinin fiyatlanmasını, enflasyon hedeflemesini ve uzun vadeli yatırımları olumsuz etkilemektedir. Piyasa aktörlerinin gerek mal ve hizmet alım satım işlemleri gerekse finansal işlemleri istikrarlı döviz kurunda daha sağlıklı gerçekleşmektedir. Denetimli döviz kuru rejimi altında kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin döviz kurları üzerinde kalıcı etkisinin meydana gelmesinde Merkez Bankası ve kamu otoritesi etkin rol oynamaktadır. Döviz kurlarının istikrarı, bu sistemde ihracat sektörünü destekleyecek şekilde fonların kullanımına bağlıdır. Ancak özellikle sermaye girişlerinin uzun süre devam etmesi, yüksek faiz düşük kur politikasının uygulanması, gelen fonların bütçe açığı ve ödemeler dengesi finansmanında kullanılması yabancı sermaye akımlarındaki beklenen olumlu etkilerin oluşumunu engellemektedir. Ülkenin üretim yapısının ucuz ithalat ara malları ve ham maddesine bağımlı hale getirilmesi, kamunun, bankaların ve firmaların ucuz dış borçlanma gerçekleştirmesi, ithal malların hane halkının tüketim mal sepetindeki ağırlığının artması ve ekonomik büyüme modelinin dış sermaye girişine bağlı oluşturulması, ülke ekonomisinin kırılganlığını artırmaktadır. Bu görünüm ve politika uygulamaları, özellikle 2000-2013 döneminde

gerçekleştirilmiştir. Küresel piyasalarda likiditenin en bol olduğu söz konusu zaman aralığında birçok gelişmekte olan ülke bu yanlış politikaları uygulamıştır.

2.5. Kısa Vadeli Yabancı Sermayeye Yönelik Önlemler

Son 50 yılda Dünya, uluslararası ticaretin ve sermayenin serbestleşmesine yönelik politikalara ve reformlara şahit olmuştur. Ülkeler birbirleriyle ticari, siyasi ve finansal olarak birbirlerine entegre olma derecesi 1960'lı yıllardan itibaren gün ve gün artış göstermiştir. 1970'li yıllardan sonra Euro-dolar ve petrol-dolar fonlarının gelişmiş ülke ekonomilerinin finansal sistemine aktarılması ve bu fonların sonra fon ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkelere yönlendirilmesi sermaye hareketlerine ivme kazandırmıştır. Bu süreçten sonra 1980 ve 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ekonomilerin sermaye hareketlerini kısıtlayan engelleri kaldırmaları veya esnekleştirmeleri kısa vadeli sermaye akımlarının büyük boyutlara ulaşmasına yol açmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarının yoğun yaşandığı dönemlerin ardından gelişmekte olan ülkelerin sermayenin tersine dönmesi ya da azalması sonucunda krizlerle yüzleşmesi yeni bir tartışmayı beraberinde getirmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin tasarruf açığını kapatıcı özelliğinden çok spekülative bir sermaye türü olduğu ve ülke ekonomilerini kırılgan yapıya sürükleyerek krizlere neden olduğu yeni tartışmaların ana gündemini oluşturmaktadır (Bilgi, 2009). Bu gelişmelerin yanında sınır tanımayan ve hareket kabiliyeti çok yüksek olan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine yönelik bazı giriş ve çıkış kısıtlamaları ve önlemler de gündeme gelmiştir. Günümüz dünyasında sermaye hareketlerinden kopmak ve kısıtlamak zor gözükmektedir. Küresel düzeyde ülke ekonomilerin bütünleşmesinin ileri boyuta eriştiği zaman diliminde sermaye hareketini engellemek yerine kontrolüne dayalı hamleler politika yapıcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir. Ülkelerin sermaye hareketlerini sınırlandırma girişimleri birçok etmenden dolayı söz konusu olmuştur. Bu etmenler kısaca aşağıdaki gibi sıralanabilir (Uzunoğlu vd., 1995:40; Keskin, 2008; Kızır, 2011):

- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkede duruş süresini uzatmak
- Yabancı yatırımcıların elde ettiği kazançları ülke içinde kullanmaya teşvik etmek
- Sermaye çıkışlarını önlemek
- Uluslararası faiz ve döviz şoklarına karşı ülke ekonomisini dirençli kılmak
- Ülke içi finansal aktifleri vergilendirerek kazanç elde etmek
- Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz, ödemeler bilançosu ve faizler üzerine yaratabileceğini kırılganlıkları önlemektir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin son 50 yılda gelişmekte olan ülkelerin karşılaştıkları krizlerle bağlantısı, ani sermaye çıkışı ve durmasıyla ülkelerin döviz kuru rejimlerinin çökmesi ve ödemelerde bilanço açıklarının derinleşmesi, kısa vadeli sermaye hareketlerine yönelik önlemlerin uygulanmasını öne çıkarmaktadır. Ülke ekonomilerinin dünya sermayesiyle entegrasyon çabaları ve sermaye akımlarına yönelik tedbir hamleleri ülke ekonomilerinin ekonomik gündemlerini belirlemektedir (Süer, 2009:119). Sermaye kontrolleri üç farklı biçimde uygulanmaktadır. Bu uygulama biçimleri: fiyat temelli, miktar temelli ve doğrudan kısıtlama şeklindedir. Fiyat temelli sermaye kontrolleri, sermaye üzerine vergi uygulanması şekliyle yapılmaktadır. Miktar temelli sermaye kontrolleri ise sermaye hareketlerine veya finansal piyasalardaki kurumların dış yükümlülükleri üzerine limit koyma biçiminde uygulanan sermaye kontrollü biçimidir. Doğrudan sermayeye yönelik kısıtlamalar ise kendi içerisinde iki farklı şekliyle uygulanan sermaye kontrollü şeklidir. Birinci uygulama türü, doğrudan fon giriş ve çıkışların yasaklanması ve döviz kuru dalgalanmalarını önlemek için hayata geçirilen kantitatif uygulamalardır. Doğrudan kısıtlamanın ikinci uygulama biçimi de sermaye hareketlerinin maliyetini artıran vergi tabanlı kontrollerdir (Açıkgöz, 2008:59; Kaçar, 2019).

Sermaye hareketlerine yönelik kontrollere dair ekonomik görüş, üç ekonomik teori üzerinden meydana gelmektedir. Bu alandaki teorik görüşler: Neo-klasik Teori, Keynesyen Teori ve İkinci En iyi Teorilerden oluşmaktadır. Neo-klasik Teori, en kısa ifadeyle sermaye kontrollerine karşı mesafeli bir duruş sergilemektedir. Piyasaların müdahale gerek duymadan etkin şekilde işleyeceğini savunan bu görüş sermaye piyasasına gerçekleştirecek müdahalelerin piyasa etkinliğine zarar vereceğini ve refah kaybına yol açacağını ileri sürmektedir. Talep kral düşünce üzerinden inşa edilen Keynesyen Teori ise sermaye kontrollerinin kamunun uygulayacağı para ve maliye politikalarıyla uyumlu şekilde uygulanabileceğini savunmaktadır. Sermaye kontrollerine açık kapı bırakan diğer bir görüş ise İkinci En iyi Teorisidir. Bu görüş, sermaye piyasasında meydana gelen aksaklıklar piyasa mekanizmasıyla giderilmeyecek boyutta ise sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin faydalı olacağını şeklindedir. Aynı zamanda ikinci en iyi teorisi vergi ve miktar kısıtlaması şeklindeki sermaye kontrollerinin piyasaya aksaklıkları üzerinde etkili olacağını savunmaktadır (Mangır, 2008). Teorik açıklamalardan anlaşılacağı üzere iktisadi ekoller arasında sermaye kontrolleri üzerinden bir uzlaşma bulunmamaktadır. Keynesyen ve ikinci en iyi teorisi sermaye kontrollerinin ekonomide olumlu etkiler doğuracağını vurgularken Neo-klasik teori sermaye kontrollerinin piyasa etkinliğine zarar vereceğinden d karşı çıkmaktadır (Kaçar, 2019).

Sermaye kontrollerinin olumlu olacağına dair birkaç argüman bulunmaktadır. Buna göre sermaye kontrolleri, ödeme dengesi ve döviz kurunda yaşanabilecek dalgalanmaları önleme etkin şekilde uygulanabilir. Sermaye üzerinden uygulanacak vergi hükümetin gelir kaynağını ve servetini vergilendirme gücünü olumlu yönde etkileyecektir. Kısa vadeli sermaye akımlarının hareket

kabiliyetinin sermaye kontrolleri üzerinden kontrolü, ülke ekonomisinin istikrar yapısının sürdürülebilirliğini artırmaktadır. Sermaye çıkışları üzerinden kontrol, sermaye sahiplerinin getirilerini ülke içinde tutmayı teşvik etmekte ve bu getirilerin reel yatırım alanlarına aktarılmasını kolaylaştırmaktadır. Olumlu etkilerin yanında sermaye kontrollerinin bir takım olumsuz etkileri de söz konusu olmaktadır. Öncelikle sermaye kontrolleri, işlem maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Uluslararası yatırımcıların risk ve getiri çeşitlendirme çabalarının artan işlem maliyetinden dolayı artış göstermesi uluslararası sermaye piyasasında etkinlik kaybına yol açabilecektir. Liberal politikalardan uzaklaşması demek olan sermaye kontrollerinin ileriki zaman dilimlerinde daha da artacağı beklentisi sermaye akımlarının söz konusu ülkeden çıkmasını hızlandıracaktır. Sermaye kontrolleri doğrultusunda fon akımının azalması ülke ekonomisinin yatırımları finanse edecek kaynaklarının kısıtlanmasına yol açmaktadır. Bu durumda ülkenin büyüme ve kalkınma çabasını engelleyeceği yönünde etkinin oluşmasına neden olmaktadır (Şeren, 2011:138-139; Kaçar, 2019; Stein,1965).

Uluslararası sermayenin kontrolü düşüncesi neredeyse 100 yıllık bir tarihe sahiptir. Uluslararası sermayeye yönelik ilk kontrol girişimi I. Dünya Savaşı sırasında gerçekleşmiştir. Ülkelerin sermaye üzerine uyguladıkları müdahalelerin temel gayesi, askeri harcamaların finansmanını gerçekleştirmek olmuştur. Savaş sonrasında 1929 Buhranı, uluslararası sermayeye yönelik kontrolleri tekrar gündeme getirmiştir. Uluslararası piyasalarda güvenin kaybolması, belirsizlik ve dış ödemelerde gerçekleşen dengesizlikler, müdahalelerin ana gerekçesini oluşturmaktadır (Bilgi, 2009; Ning vd., 2017; Chuhan vd., 1996). Büyük Buhran ve öncesinde sermaye akımlarının ülkeler arasında durma noktasına gelmesi bu sermaye akımının reel ekonominin büyümesi için gerekli olup olmadığı düşüncesini beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda birçok teorisyen bu konuda fikirler ileri sürmüştür. Örneğin B. Ohlin 1936 yılında mal değişimine dayalı uluslararası işlemler ile spekülative sermaye akımlarını birbirlerinden ayrı düşünmek gerektiğini işaret etmiştir. Mal değişimine dayalı işlemlerin reel ekonomiyi büyüten ve ülke refahını artıran bir etkiye sahip olduğu ancak spekülative sermaye hareketlerinin refaha etkisinin olmadığı B. Ohlin tarafından vurgulanmıştır. Kısır döngü hipotezinin kurucusu R. Nurkse geliştirmekte olan ekonomilerin büyümesi için yabancı fonlarının kullanılmasını elzem görmektedir. Bu düşüncesinin yanında yabancı sermaye hareketlerinin döviz kurunu istikrarsız hale getirmemesi için sermayenin denetime tabi tutulması gerektiğini ifade etmiştir. Spekülative sermayeye karşı olan ve denetim mekanizmasının uygulanmasını ısrarla savunun düşünürlerden birisi de J. M. Keynes'tir. Keynes, spekülative sermaye ile alakalı düşüncelerini Bretton Woods konferansında dile getirmiştir. Keynes'e göre spekülative sermaye hareketleri, ülke ekonomilerinin bağımsız iktisadi politika uygulamalarını zorlaştırmaktadır. Ona göre, başta faiz ve döviz kuru oynaklığına sebebiyet vermesinden ötürü bu sermaye türünün kısıtlanması gerekmektedir (Keynes, 1936; Keynes,1978). Bretton Woods sistemin çöküşünden önce sermaye hareketlerine yönelik kısıtlamaların yüksek olduğunu dönemdir. 1970'li yıllar ise sermaye kısıtlamaların gözde görülür miktarda azaldığı

dönemlere tekabül etmektedir. Burada “Bretton Woods” sisteminin çöküşü ile altın standardı sisteminin sona erdirilmesi ve döviz kuru rejiminin serbestleştirilmesi etkili olmuştur. Ayrıca petrol krizinden sonra Euro-para piyasasının gelişimi, gelişmekte olan ülkelerin daha kolay fon elde etmesine yol açmıştır. 1980’li yıllar ise sermaye denetimlerinin yeniden gündeme taşındığı dönemdir. 1982 borç krizlerinin yarattığı riskli ortam, sermaye kontrollerinin sıkılaşmasına yol açmıştır. 1990’lı yıllara kadar sermaye kontrolleri devam ederken 1990’lı yıllarda yaşanan teknolojik ilerleme ve kredi derecelendirme kuruluşlarının gelişmesi uluslararası sermayeyi ülkelere çekmeye yönelik politikaları beraberinde getirmiştir ve sermaye kontrolü endeksi bu dönem itibaren düşüş göstermiştir (Gürbüz, 2006).

2.5.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerine Karşı Alınan Kontroller

Uluslararası sermaye hareketleri özelde ise spekülatif nitelikli kısa vadeli sermaye akımları birçok uygulama türü hayata geçirilerek kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarının kontrolünü içeren uygulamalar temelde ikili ayrıma tabidir. Doğrudan kontroller ve dolaylı kontroller adı verilen sınıflandırma içinde birçok farklı denetim uygulaması mevcuttur. Doğrudan kontroller, sermaye akımlarına yönelik kamusal ve idari mahiyetteki kısıtlamaları içermektedir. Yasal olarak belirlenen miktar veya onay şartları, doğrudan kısıtlamalar içerisinde değerlendirilmektedir. Doğrudan kontroller, piyasa şartlarından bağımsız olarak kamusal irade biçiminde hayat bulurken dolaylı kontrollerde piyasa koşulları öncü olarak alınmaktadır. Doğrudan piyasaya müdahale dolaylı kontrollerde söz konusu değildir ama piyasanın belirlediği koşullar kamunun yönlendirici uygulamalarıyla kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Sermaye hareketlerine vergi, zorunlu karşılık, çoklu döviz kuru rejimleri uygulamalarıyla sermayenin çıkış anının maliyetin artırılması ve bu yolla kontrolünün sağlanması, dolaylı kontrolün temel hedefini oluşturmaktadır (Kaygusuz, 2014; Neely,1999).

2.5.1.1. Doğrudan Kontroller

Sermaye akımlarına yönelik doğrudan kontroller, uluslararası sermaye akımlarına miktar konulması veya kamudan onay iznine bağlanmasıdır. Sermaye akımlarının meydana getirdiği piyasada kamusal baskı oluşumuna yol açan doğrudan kontrollerin uygulanma etkinliği dolaylı kontrollere nazaran daha etkilidir. Bu yolla kontroller sermaye girişi ve çıkışında uygulanabilme özelliğine sahiptir. Sermaye girişinin ve çıkışının ulusal ekonomiye olan etkisinin farklılık göstermesi, doğrudan kontrollerin sermaye akımlarının giriş ve çıkışında uygulama çeşitliğinin olmasına yol açmaktadır.

Başlıca doğrudan kontrol yöntemleri aşağıda verilen şekliyle sıralanabilir (Alp, 2000):

- Sermaye akımlarının giriş ve çıkış miktarının belirlenmesi
- Faiz ve döviz kurlarının hareketinin belirli bir bant aralığına indirilmesi
- Yerleşik olmayanların ulusal ekonomideki finansal kuruluşlara ortaklı veya sahip olunmasının önünün yasalarla zorlaştırılması veya yasaklanması
- Finansal kuruluşlarının yurt dışı işlemlerine sınırlamalar getirilmesi ve açık pozisyonunun önünün kesilmesi
- Finansal kuruluşlara yurt dışı işlerinin vergilendirilmesi veya yüksek münzam karşılıklarının getirilmesi
- Kamunun belirli alanlarda yerleşik olmayanlara yatırım izni verilmesi

Doğrudan kontroller, yaptırım gücü yüksek olan sermaye hareketlerine yönelik uygulama sahası olmasına karşın oldukça yaygın şekilde kullanılmaktadır. İktisat yazımında en yoğun kullanıldığı zaman aralığı Doğu Asya Krizi'nde gerçekleşmiştir. Malezya hükümeti Doğu Asya Krizi esnasında sermaye çıkışlarının önünü yasal olarak kapatması doğrudan kontrollerinin uygulanmasına örnek verilmektedir (Bloomfield, 1946; Eichengreen ve Rose, 2014).

2.5.1.2. Dolaylı Kontroller

Doğrudan sermaye hareketlerine yönelik kontrollerde piyasa mekanizması yüksek oranda kamu müdahalesine maruz kalmaktadır. Piyasa mekanizmasının etkin olduğu ama piyasadaki işlem maliyetlerine etki edecek müdahalelerle sermaye akımlarını denetlemeye çalışan uygulamalara dolaylı kontroller adı verilmektedir. Doğrudan kontrollerde sermaye hareketlerinin miktarı doğrudan müdahale alanı iken dolaylı kontrollerde işlem maliyetlerinin üzerinden sermayenin giriş ve çıkış miktarına müdahale edilmektedir. Dolaylı kontroller içerisinde gizli ve açık vergilendirme, farklı döviz kuru rejimlerinin uygulanması ve diğer piyasa mekanizmayla uyumlu önlemler yer almaktadır.

Çoklu kur sistemini ekonominin farklı alanlarında geçerli kılmak önemli dolaylı sermaye kontrollerinden biridir. Bu uygulamada ikili kur rejiminden başlayan ve sayısı politika uygulayıcılarının hedeflerine paralel olarak artabilen farklı döviz kurları ekonominin farklı alanında geçerli olmaktadır. Örnek verilecek olursa uluslararası ticarete farklı döviz kurları uygulanırken sermaye akımlarında geçerli olan kur, farklılık göstermektedir. Genellikle dış ticaret alanında uygulanan kurlara sabit kur adı verilirken sermaye hareketlerinde geçerli olan kur, dalgalı döviz

kuru olarak isimlendirilmektedir. Bu ikili ayrımın yanında, dış ticaret kalemlerinde de ayrı kur uygulaması söz konusu olabilmektedir. Örneğin zorunlu ithalat kalemlerinde döviz kuru düşükken lüks ithal ürünlerindeki kur daha yukarıda olabilmektedir. Bu yöntemdeki genel amaç, sermaye akımlarının ülkeye giriş yaptıktan sonra ulusal paranın değer kazanmasının ithalatı artırmaması ve cari işlemler dengesinde açıklara yol açmamasıdır. Sermaye çıkışlarının rezervlerin erimesine yol açması ve bu durumun spekülasyon işlemleri artırması çoklu kur sistemi yöntemiyle önlenmektedir. Esnek kur uygulamasının olduğu alanlarda para politikalarının uygulanabilirlik gücünü artmasının yanında sabit kur alanında ise kurdaki dalgalanmaları ticari işlemleri olumsuz etkilemesinin önüne geçmektedir (Frankel, 1992; Ergül, 2012).

Diğer bir dolaylı kontrol işlemleri finansal aktörler üzerinden gerçekleşen işlem ve miktar farklılaşması uygulamasıdır. Bu yöntemde yerleşiklerin ve yabancıların yabancı para tutması, döviz cinsinden borçlanması, açık pozisyon limitleri veya işlem yapılacak işlemleri farklılık göstermektedir (Kaygusuz, 2014).

2.5.1.2.1. Tobin Vergisi

Ülkelerin sermaye hareketlerine karşı denetleme ve kısıtlama işlemleri farklı araçlar üzerinden gerçekleşmektedir. Sermaye hareketlerini sınırlama yöntemlerinden birisi de sermayenin vergilendirme biçimidir. Sermaye vergilenme yöntemleri arasında Tobin vergisi, öne çıkanlar arasındadır. Tobin vergisi sermaye üzerinden dolaylı kontrolü sağlayan ve kısa vadeli sermaye çıkışlarının maliyetini artırarak spekülasyon işlemleri caydırmaya yönelik bir vergi biçimidir. Tobin vergisi, kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış maliyetlerini artırarak ülkede bulunma süresini uzatmak ve spekülasyon özelliğe sahip olmayan uzun vadeli yabancı yatırımları özendirme amacı üzerine şekillendirilmiş bir vergi türüdür. Bu vergileme yöntemi özellikle Güney Kore ve Tayvan gibi ülkelerde başarılı şekilde uygulanmıştır (Balseven ve Erdoğan, 2005:306; Raffer, 1998).

2.5.1.2.1.1. Tobin Vergisi'nin Kavramsal Çerçevesi

Tobin vergisinin kavramsal olarak dile getirilmesi ilk kez Keynes tarafından ileri sürülmüştür. Keynes 1936 yılında, sermaye piyasalarına işlem vergisi uygulayarak spekülasyon hareketlerin önlenebileceğini ve böylelikle uzun vadeli yatırımların cazip kılınacağını dile getirmiştir. Keynes tarafından Sermaye üzerine vergilemenin finansal piyasalardaki rolüne dikkat çekilmesinden sonra, yine Keynesyen ekolde yer alan James Tobin kendi adıyla anılacak Tobin vergisini kurumsal bir çerçeveye oturtmuştur. 1972 yılında James Tobin, kısa vadeli sermaye

hareketlerinin vergilenmesinin finansal piyasalarda spekülâtif riskleri minimize edeceğini vurgulamıştır. Sermaye çıkışları üzerinden binde 1 ile binde 5 arasında gerçekleşecek vergilendirme yoluyla sermayenin aniden çekilmesinin üzerine denetleme geleceği varsayımı Tobin vergisinin temel önermesidir. Bu amaçla çıkış yönünde döviz trafiğini kısıtlanabilecektir (Tobin, 1999:4-5; Felix, 1995).

Tobin vergisinin yabancı sermaye çıkışlarına bağlı olarak ortaya çıkacak döviz krizlerine karşı etkili olacağı vurgulanmaktadır. Sermaye hareketlerinin bu yolla denetlenmesinin özellikle gelişmekte olan piyasalardaki döviz kuru istikrarında önemli rol oynayacağı ayrıca altı çizilen unsurlardan biridir. Tobin vergisinin yabancı sermaye üzerinde denetim sağlayarak istikrar sağlayacağı mekanizma olma özelliğinin yanında fon yaratma fonksiyonuna da sahiptir. Tobin vergisinin hangi oranda uygulandığı takdirde optimal olacağı ayrıca üzerinde durulan diğer bir konudur (Smith, 1997). Aşağıda verilen Tablo 2’de farklı vergi oranları uygulandığında sermayenin çıkması için uluslararası faiz oranlarının ne kadar olması gerektiği gösterilmektedir.

Tablo 2: Vergi Oranları ile Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranı Arasındaki İlişki

Vergi Oranları (%)	Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranı (i*) 1(%)		
	1 hafta	1 ay	12 ay
0.10	15.2	11.2	10.1
0.20	20.5	12.4	10.2
0.25	23.0	13.0	10.3
0.55	36.0	16.3	10.5
1.00	62.0	22.0	11.0

Kaynak: Balseven ve Erdoğan, 2005:308.

Tablo 2’de, (i*) ifadesi yurt içi faiz oranının yüzde 10 olması durumunda sermayenin yurt dışına gitmesi gerekli yabancı ülke getiri oranının kaç olması gerektiğini gösteren bir orandır. Örneğin yurt içi faiz oranı yüzde 10 iken Tobin vergisi yüzde bir olduğunda yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesini sağlayacak uluslararası faiz oranının haftalık yüzde 62 olması gerekmektedir. Bu yolla yabancı sermayenin uzun vadeli yatırımlar şeklinde uygulanması yabancı yatırımcılar için daha cazip olmaktadır (Balseven ve Erdoğan, 2005:309; Palley, 2003).

1970’li yıllardan itibaren sermaye akımlarının yoğun şekilde yöneldiği gelişmekte olan ülkelerde bir takım ekonomik sorunlar baş göstermiştir. Kalkınma ve büyüme süreçlerine katkıda bulunacağı düşünülen kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin kırılganlığını artırması hatta krizlere sürüklemesi sermaye akımlarının üzerine yeni tartışmaların doğmasına yol açmıştır. Kısa vadeli sermaye akımlarının yatırımlardan ziyade tüketimi, ithalatı ve finansman biçimi ülkenin kendi inisiyatifinde gerçekleşmiş yanlış kullanım biçimidir. Bununla beraber sermaye

akımlarının ülkeden çıkması çoğu zaman sermaye akımlarının gerçekleştiği ülkenin kontrolünde değildir. Sermaye çıkışlarının tetiklediği kırılganlıkların krizlere dönüşmemesi için sermaye çıkışları üzerinde sınırlandırıcı kontrol mekanizmalarının kurulması yolları aranmıştır. Spekülatif amaçlı hareket eden kısa vadeli sermaye akımlarının hareketlerini sınırlamak zor olduğu için bu sermaye akımının vergilendirilmesi öne çıkan kontrol mekanizması olmuştur. Bu çerçevede öne çıkan vergilendirme biçimi ise James Tobin tarafından ortaya atılmıştır. James Tobin'in ismiyle özdeşleşmiş olan bu vergi türüne Tobin vergisi adı verilmektedir. Sermaye çıkışları üzerinden vergi konulması mantığıyla meydana getirilmiş bu vergi türünün amacı döviz kuru oynaklığını en aza indirmek, döviz piyasasında sağlanan istikrar sayesinde ülkenin makroekonomik performansını iyileştirmek ve elde edilen vergi hasılatının ise kalkınma faaliyetlerinin finansmanında kullanmaktır (Eser, 1996).

Tobin vergisi kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinden alınan değer esası (ad valorem) temelli bir vergi biçimidir. Tobin vergisi düşük oranlı ve bütün ülkeler için standart olacak şekilde tek oranlı biçimde uygulama niteliklerine sahiptir. Diğer bir ifadeyle Tobin vergisi, spot döviz alım satım işlemleri üzerine uygulanan sabit ve düşük oranlı değer esasına dayalı bir vergi türü olarak belirtilmektedir. Sermaye akımlarının serbestleşmesi ve döviz kurlarının bu çerçevede belirlenmesi ülke ekonomisinin parasal özerkliği sınırlandırıcı etkiye bulunmuştur (Delipalla ve Keen, 1992; Kikuchi ve Tamai, 2023). Yabancı sermaye çıkışları üzerinden düşük oranda vergilendirme, ülke ekonomisinin parasal etki alanının güçlendirmesini sağlamak Tobin vergisinin diğer bir hedefleri arasındadır. Sermaye hareketlerinin vergi yoluyla sınırlandırılması sermaye çıkışlarının tetiklediği krizler göz önüne alınırsa Tobin vergisinin ekonomik istikrar için öneminin büyük olduğu anlaşılmaktadır (Yar, 2008:25-26; Karaaba, 2006:55).

Tobin tarafından cari piyasalar üzerine konulacak vergi vasıtasıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinin dolaşım hızını düşürmeyi amaçlayan Tobin vergisinin daha sonraki süreçlerde tüm finansal enstrümanlara uygulanması fikri ortaya atılmıştır. Bu görüşün ana gerekçesi cari piyasalardan kaçma yollarının olması ve bu durumun da Tobin vergisinin gücünü zayıflatmasıdır. Tobin vergisi tüm piyasaları kapsayacak şekilde uygulandığı takdirde spekülatif sermaye hareketlerinin kontrolünün sağlanabileceği Tobin tarafından altı çizilmiştir. Tobin vergisinin kapsamının genişletildiği bu biçiminde döviz işlemlerinin geçerli olduğu mal, hizmet ve gayrimenkul alımı gibi tüm işlemlerde vergi alımı gerçekleştirilmektedir. Tobin tarafından dile getirilen tekere kum savurmak (throw sand in wheels) tabiriyle özdeşleşen bu uygulama küresel piyasalarda oluşan kısa süreli ve yüksek miktarlara oluşan sermaye akımlarını vergilendirmeyi ifade etmektedir. Böylelikle uluslararası kambiyo işlemlerinde alım ve satımda amaca bakılmaksızın vergi uygulaması söz konusu olabilecektir (Sancak ve Demirbaş, 2011:92; John vd., 2023).

Tobin vergisinin uygulama etkinliğine bakılacak olursa gelişmiş ülke piyasalarında daha güçlü şekilde uygulandığı görülmektedir. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin zayıf para alanlarının Tobin vergisi sonrasında bile güçlü ekonomilerin paralardan daha az genişleyecek olması Tobin vergisinin nispeten gelişmekte olan piyasalarda daha düşük etkiye sahip olmasına yol açmaktadır (Davidson,1999; Balseven, 2003:213).

Tobin vergisinin öncelikli amacı döviz kuru oynaklığını düşürmektedir. Tobin'e göre kısa vadeli hareketlerin vergilendirilmesi, yatırımcıların spekülative alandan uzun vadeli yatırım alanlarına yönlendirilmesinde etkili olacağını da belirtmiştir. Spot ve opsiyon piyasalarının işlem hacmi göz önünde bulundurulursa bu fonların vergilendirme yoluyla kısa vadeli spekülative alanlardan uzun vadeli yatırım alanlarına aktarılma durumunun gelişmekte olan ülke piyasalarında istikrarlı şekilde kalkınma projelerini gerçekleştirilmesi açısından önemli olacaktır. Tobin vergisinin kapsamı ve içeriğine bakılacak olursa bu vergi türünün 3 temel amacı olduğu anlaşılmaktadır. Tobin vergisinin amaçları aşağıda verilen şekilde özetlenebilir (Şeren,2011:148):

- Döviz kurlarında oynaklığına neden olan spekülative akımları sınırlandırmak
- Para politikasının etkinliğini artırmak ve Merkez Bankasına kriz dönemlerinde uygulayacağı politikalarda hareket alanı oluşturmak
- Küresel sermayenin kalkınma finansmanında kullanımını teşvik etmektir (Şeren, 2011:148).

Tobin vergisi uygulama şartlarının olup olmadığı tartışılmaktadır. Tobin vergisinin uygulanmasına taraftar olanlara göre spekülative sermaye hareketlerinin yol açtığı olumsuz durumlar Tobin vergisinin uygulama gerekçesini doğrulamaktadır. En önemli uygulama gerekçesi ise spekülative sermaye hareketlerinin tetiklediği krizlerdir. Finansal piyasaları zayıf ve kırılgan olan ülke ekonomilerinin spekülative sermaye hareketlerine karşı önlem almaması, başta döviz piyasasının olmak üzere bütün ekonomiyi kapsayan bir kırılganlığın oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Spekülative sermaye hareketlerinin neticesinde oluşan krizler özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarının derin ekonomik daralmalarını tetiklemektedir. Kitleli işsizlik, yoksulluk ve döviz darboğazı krizleri sonrasında ülke ekonomisinin karşılaştığını büyük sorunlardır. Diğer bir uygulama gerekçesi ise Tobin vergisi, piyasadaki belirsizlik ortamını azaltmada etkili olabilmektedir. İstikrarlı ve güvenilir piyasa uzun vadeli yatırımların gerçekleşmesinde kolaylık sağlamaktadır (Şeren, 2011:149).

Tobin vergisinin finansal istikrarsızlığı tetikleyecek işlemlere uygulanması devamında ülke ekonomisinde birtakım etkilerin oluşmasına yol açmaktadır. Tobin vergisinin etkileri olumlu ve

olumsuz kategoride sıralanabilmektedir. Tobin vergisinin uygulandığı ülke piyasasına olan olumlu etkileri şu şekildedir:

- Spekülatif amaçlar doğrultusundan hareket eden sermayenin dolaşım hızına etki ederek döviz piyasasında istikrar sağlar.
- Ülke ekonomisinin ekonomi politikalarının etkinliği artırır.
- Servet üzerine konulan vergi işlevi gibi hareket eder ve adil bir vergi fonksiyonun ülke ekonomisinde uygulanma şansı verir.
- Spekülatif işlemlerine yönelik olması ve reel işlemler üzerine saptırıcı etkisinin az olması ülke ekonomisine uzun vadeli yatırımların gelmesini teşvik eder. Reel yatırımların artması kalkınma ve büyüme performansını artırıcı etkisinin doğmasına yol açmaktadır.
- Para otoritesinin döviz piyasasındaki uygulayacağı politikaların etkinliği artırır.

Tobin vergisi, ülke ekonomisine sağladığı avantajların yanında dezavantaj sağlayacak unsurlara da neden olabilmektedir. Tobin vergisinin dezavantajları ise aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir:

- Tobin vergisi spekülatif sermayeyi engellemekte yetersizdir
- Finansal liberalizasyon sürecine uygun değildir
- Sermaye girişlerinin azalmasına neden olur ve bu durum yatırımların finansmanını kısıtlayarak ekonomik büyüme sürecini zayıflatır
- Vergi premitleşmesine yol açmaktadır (Açıkgöz, 2008:74-82; Lang ve Stulz,1994; Tobin,2000).

Tobin vergisinin başlangıçta spot döviz işlemleri üzerinden uygulanması düşünülmüştür. Ancak spekülatörlerin cari piyasadan kaçınma yollarının olması, Tobin vergisinin uygulama alanının genişletilmesi düşüncesinin oluşmasına neden olmuştur. Bu noktada Tobin vergisinin spekülatif işlemleri önleyebilmesi için başta spot piyasa olmak üzere “future”, “opsiyon” ve “swap” piyasalarını da kapsamaya gerekmektedir. Ayrıca günümüz finansal piyasalarındaki finansal enstrümanların sürekli genişlemesi Tobin vergisinin uygulama alanının da genişlemesine yol açmaktadır. Bu noktada türev araçlarını ve yeni menkul kıymetleri içeren geniş içerikli bir vergi düzenlenmesi gereklidir (Yıldız, 2005:10).

2.5.1.2.2. Spahn Vergisi

1972 yılında Keynes'in görüşlerini geliştirerek yabancı sermaye üzerinde denetim öngören ve bu yolla spekülasyon atakların önlenmesini savunan Tobin vergisi birçok açıdan eleştirilmiştir. Bu noktada Paul Bernd Spahn'ın eleştirisi öne çıkmaktadır. Spahn (1995), James Tobin'in sermaye piyasasını denetlemek için ortaya koyduğu Tobin vergisinin uygulanabilir olmadığını savunmaktadır. Spahn vergisi Tobin vergisi aksine sabit oranlı bir vergileme türü değildir. Vergi iki oranlı ve iki aşamalı şekilde uygulanmaktadır. Ek vergi ve asgari işlem vergisi temelli olan Spahn vergisi, Tobin vergisinin finansal piyasalardaki istikrarsızlığı giderme konusundaki sınırlı etkisinden dolayı geliştirilmiştir. Döviz piyasalarındaki istikrarsızlığı önlemek için tüm döviz işlemlerine %0,001 oranında vergi konulması Spahn vergisinin sabit vergi oranıdır. Artırımlı özelliği ise spekülasyon ortamlarında meydana çıkmaktadır. Finansal piyasalardaki dalgalanmaların arttığı dönemlerde vergi oranlarının değişiklik göstermesi sermaye hareketlerinin olumsuz etkisini azaltmaktadır. İkili değişken sistem özelliğinden dolayı döviz piyasalarındaki türbülansın azaltılacağı, Spahn vergisinin (1995) değişken yapıda olmasından dolayı piyasalarda belirsizliğe neden olacağı eleştirilmiştir. Piyasalardaki belirsizlik özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelecek sermayenin yatırımların maliyetlerini artıracığından ötürü bu ülke grupları için Spahn vergisinin olumsuz etki meydana getireceği diğer bir eleştiri konusudur (Denys,2001).

2.5.1.2.3. Sterilizasyon Yöntemi

Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine uygulanan kontrol politikalarından biri de sterilizasyon yöntemidir. Sterilizasyon yöntemi sermaye giriş ve çıkışlarının kontrolü dışında sermaye hareketlerinin ülke ekonomisinin makroekonomik göstergelerine olan etkisini kontrol altında tutabilmek için Merkez Bankasının parasal tabanı temel olarak uyguladığı kontrol uygulamasıdır. Çabuk uygulanabilir bir yöntem olmasının yanında etkin sonuç verebilme özelliği ve uzun vadeli çözümler sunması sterilizasyon yönteminin para otoritesi tarafından talep görmesine neden olmaktadır. Özetle sterilizasyon yöntemi Merkez Bankasının sermaye girişleri sonrasında parasal tabanda meydana gelen genişlemeyi tahvil ihraç ederek absorbe etmesidir (Pamuk, 2006:50).

Sterilizasyon yöntemi sermaye hareketlerinin sınırlayıcı etki göstermesinden öte sermaye girişleriyle tetiklenen aktarım mekanizmalarını kontrol altına almak için uygulanmaktadır. Uygulamanın amacı, sermaye girişleriyle genişleyen parasal tabanın toplam talep ve fiyatlar genel seviyesine etkisini kontrol etmektedir. Sermaye hareketlerinin tam olduğu ve dalgalı döviz kuru rejiminin uygulandığı ülkelerde sermaye akımları para stokunun artmasına ve parasal taban genişlemesi de fiyatlar genel seviyesinin artmasına neden olmaktadır. Bu yüzden sermaye girişleri

sonrasında enflasyon oranını kontrol altında tutabilmek için sterilizasyon politikasının uygulanması gerekli olmaktadır. Sterilizasyon yöntemi, bu uygulama amacı doğrultusunda iki şekilde tanımlanabilmektedir. Birinci tanımlama biçimi: sermaye girişleriyle parasal tabandaki genişlemenin devlet iç borçlanma senetleri satışı ile geri alınması yani parasal tabanın sabit tutulmasıdır. Diğer tanımlama biçimi de sermaye hareketleri sonrasında parasal tabanın genişlemeye başlayan aktarım mekanizmasını kanuni karşılık oranlarında değişikliğe giderek sterilize etmektir. İkinci uygulama biçimde parasal taban değişmektedir (Aklan, 2007).

Finansal piyasalarda parasal taban Merkez Bankası ve bankalar tarafından belirlenmektedir. Para politikası zorunlu olan ve birincil para yaratan konumundaki Merkez Bankası, sterilizasyon yöntemi ile ikincil para yaratan konumda yer alan bankacılık sektörünü, kontrol altında tutmayı hedeflemektedir. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankası, kendi belirlemediği para yaratma sürecini kontrol altında tutarak makroekonomik göstergeleri dengede tutmayı amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda Merkez Bankaları bankacılık sektörü üzerine iki farklı uygulama biçimiyle etki meydana getirmektedir. Birinci uygulama şeklinde Merkez Bankası, bankacılık sektöründeki mevduatlara yönelik rezervi ve karşılıkları artırmakta böylelikle bankacılık sektörüne yabancı fonların girişini önlemektedir. İkinci uygulama şeklinde ise Merkez Bankalarının ticari bankalardan kazançlarını kendisine aktarmasını talep etmesi ya da ticari bankalardan çeşitli şekillerle borç alma işlemlerini kapsamaktadır. Bu yöntem doğrultusunda Merkez Bankası, bilançosundaki aktif ve pasif kalemler üzerinden faiz oranını artırmasına, iskonto kredilerini düşürmesine ve doğrudan kredi kontrollerine neden olabilmektedir.

Sterilizasyon yönteminin, para politikasıyla özdeşleşmesine karşın maliye politikası araçlarıyla da uygulanması mümkündür. Sterilizasyon yönteminde amaç sermaye girişleri sonrasında meydana gelen talep genişlemesini ve enflasyonu kontrol altına almaktır. Sterilizasyon yönteminin parasal ayağı, parasal tabanı kontrol altına alarak talebi istikrarlı hale getirmek iken sterilizasyon yönteminin maliye politikası ayağı, maliye politikalarıyla sermaye hareketlerinin talep üzerindeki etkisini sterilize etmektedir. Kamu harcamalarını azaltmak ve vergi oranları artırmak olmak üzere daraltıcı maliye politikalarının uygulanması, sermaye girişlerinin toplam talep üzerindeki etkisini sterilize etmektedir. Uygulanan maliye politikası araçlarının etkinliği ise farklılık göstermektedir. Kamu harcamalarının azaltılmasının toplam talep üzerinde doğrudan etkiye sahip olmasından dolayı kamu harcamaları temelinde gerçekleştirilen maliye politikası sterilizasyon yönteminde vergi politikasına nazaran daha etkilidir. Burada kredi arz olanakları geniş olan ülkelerde kamu harcamalarının sermaye girişlerini sterilize etme konusundaki etkinliği daha da artmaktadır çünkü kredi imkanları olan bireyler harcamalarını vergi yükümlülüklerinden bağımsız şekilde artırabilmektedir. Ancak kamu harcamaları ticareti yapılmayan mal ve hizmetler üzerinden kısıntıya giderse bu mal grubundaki satın alımın ciddi şekilde azalacağından toplam talep üzerinde doğrudan daraltıcı etkiye neden olacaktır (Nguyen ve Hoang, 2018; Jume, 2020; Rishad, 2022).

2.5.2. Sermaye Kontrolüne Dönük Diğer Önlemler

Yabancı sermayeye yönelik denetlemeler Tobin ve Spahn vergisi ile sınırlı değildir. Bu vergilerden başka birtakım doğrudan ve dolaylı sermaye kontrolleri, sermaye hareketleri üzerinde uygulanmaktadır. Doğrudan sermaye kontrolleri, sermaye akımları üzerine doğrudan fon transferi kısıtlaması veya limit belirlenmesi, onaylama mekanizması oluşturma ya da yasalar doğrultusunda yasaklamaları kapsamaktadır. Dolaylı kontroller ise sermaye akımlarının açık veya kapalı biçimde vergilendirilmesidir. Yukarıda ifade edilen Tobin ve Spahn vergisi, dolaylı sermaye kontrolleridir. Bu iki vergi biçiminden başka çoklu kur sistemi, faizsiz zorunlu rezerv tutma ve fiyat mekanizmasına bağlı diğer önlemler de dolaylı sermaye kontrolleri arasında yer almaktadır. Dolaylı sermaye kontrollerinin temel işleyiş mekanizması, sermaye hareketlerine maliyet eklemek yoluyla caydırma (Ergül, 2012:15). Bunlara ek olarak, farklı sermaye araçlarına yönelik fiyat ve miktar kısıtlamaları getirerek yatırımcıların sermaye türleri arasında ayırım yapabilmesini sağlamaktadır. Ayrıca kontroller yurt dışından borçlanacaklar için belirli kredi notuna sahip olma veya ticari bankaların yurt dışıyla net döviz pozisyonuna sınırlama koyma veya limit koyma politikalarını kapsamaktadır (Ariyoshi vd. 2000:190).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE’DE KRİZLER

Ülke ekonomilerinin genel durumu, dönemsel farklılıklar sergilemektedir. Hâkim iktisadi görüş, politika yapıcılarının piyasaya müdahaleleriyle pekişmektedir. Bu bağlamda 1980 yılı Türkiye ekonomisinin gömlek değiştirdiği bir milat olarak görülmesi abes kaçmayacaktır. 1980 öncesinde devletin görünür eli piyasayı tamamen kontrol etmekte ve yönlendirmektedir. 1960’lı yıllardan itibaren ithal ikameci sanayileşme stratejisi çevresinde ekonominin gidişatı, devlet mekanizmayla tayin edilmekteydi. İthal ikameci sanayileşme politikası, belirli basamaklardan oluşan bir kalkınma politikası biçimidir. İlk basamaklarda ülkede üretime konu olan malların üretimini sağlamak amaçlanmaktadır. Temel tüketim mallarının ithalattan ziyade yerli üretimle karşılanması hem ülkenin sanayileşmesini sağlamakta olumlu etki meydana getirirken hem de ithal tüketimin kısılmasıyla sağlanan döviz, ileri aşamalarda yatırım projelerinin gerçekleşmesinde kaynak olarak kullanılabilecektir. İthal ikameci sanayileşme politikasının diğer aşamalarında sırasıyla ülke ekonomisi, ara malı ve yatırım mallarının en son aşamasında ise ileri teknoloji ürünlerinin üretimi gerçekleştirilebilecektir. Bebek endüstri tezi modelinin geçerli olduğu bu kalkınma stratejisinde ekonominin uluslararası rakiplerine karşı hangi seviyeye gelene kadar korunacağına yönelik hususlar söz konusudur. Yerli üreticiyi korumak ise en çok dış ticaret politikası uygulamaları vasıtasıyla gerçekleştirilir. Sıkı dış ticaret rejiminin ithal ikameci politikaların uygulanması için elzem olması, yerli üreticinin tarife, kota ve diğer dış ticaret yasaklarıyla korunması uygulamalarını söz konusu etmektedir. İthal ikameci sanayileşme stratejisinin genel misyonu, öncelikle yerleşiklerin gereksinim duyduğu temel malları ülkede gerçekleştirmektir. İlerideki kalkınma hedefleri ise gerçekleştirilememiştir. Diğer bir ifadeyle temel tüketim maddelerinde sanayileşme, ilerideki aşamalara geçememiştir. Tıkanmanın sebepleri ise Türkiye ekonomisinin tasarruf eksikliği, enerji gibi sanayide olmazsa olmaz ürünlerde dışarı bağımlı olması, siyasi gerilimler, askeri müdahalelerle demokratik sürecin durması, nitelikli iş gücünün noksanlığı, kısa aralıklarla yapılan seçimler gibi birçok olumsuzluğun bir arada olmasıdır.

1980 öncesi dönemde ülkenin ekonomi stratejisinin kamu gücüyle belirlenmesi yanında ekonominin her alanında devlet, karar verici konumdaydı. Döviz kuru, faiz oranı, Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)’lerin fiyat mekanizması gibi birçok ekonomik fiyatlama devlet eliyle gerçekleşmekteydi (Eğilmez, 2011; Kal, 2009). Ekonominin genel çerçevesinin çizilmesinin

ardından, 1980 öncesi 10 yılın tahlili, serbestleşme politikalarının gerekçelerinin anlaşılması açısından faydalı olacaktır. Türkiye ekonomisi için 1970’li yıllar, mal kıtlığının yaşandığı zamanlar olarak nitelendirilebilir. Bu zaman diliminde yaşanan petrol krizleri ve Kıbrıs Barış Hareketi akabinde ülkeye uygulanan ambargolar, başta enerji alanında olmak üzere temel malların bile karaborsaya düşmesine yol açmıştır. Yüksek enflasyon, dış borçların kısa vadeli fonlarla finansmanı ve işsizlik olgusu, ekonomiyi tabirini yerindeyse tıkamıştır. 1977 yılında bütçe açıklarının GSMH’ye oranının %8 seviyelerine çıkması ve dış borç ödemelerinin aksaması, rezervlerin tükenme noktasına gelmesi, 1980 öncesini örneklendirmek açısından önemli göstergeler olarak belirtilebilir. Ekonomik yapıyı yeni bir görünüme kavuşturmak ve kemikleşmiş sorunları gidermek için dönemin başbakanı olan Süleyman Demirel, 1979 yılında bir grup bürokratı yeni bir ekonomik program hazırlamakla görevlendirmiştir. Sonraki yıllarda serbestleşme politikalarını kendi hükümetiyle yürütecek olan Turgut Özalda bu programın hazırlanmasında öncü rol oynamıştır. Hazırlanan bu program, önceki dönemlere nazaran yerleşik bütün anlayışı değiştirecek bir içeriğe sahipti. 24 Ocak 1980 tarihinde IMF ile antlaşma sonrasında ilan edilen istikrar programı, kısa ve uzun hedefler içermektedir. Kısa dönemli hedefler içinde enflasyonu düşürmek ve ödemeler dengesi açıklarını gidermek ilk sıralarda yer almaktaydı. Uzun vadede ise dış ticarete, kambiyo rejiminde, kamu işletmelerini özelleştirmek ve finansal serbestleşmeyi sağlamak yer almaktaydı. Programda istenilen nihai sonuç ise ihracat temelli büyüyen bir ekonomik yapının inşasıdır (Oruç, 2002:74; Gül ve Altunoğlu, 2002:16; Yeldan, 2001; Alpay ve Alkin, 2017).

3.1. 1980 Öncesi Dönemin Genel Görünümü

Türkiye ekonomisi eksenini değiştiren 1980’li yıllara değinilmeden önce, 1970’li yıllardaki ülke ekonomisinin genel hatlarıyla incelenmesinin hem sonraki on yılın hem de mevcut ekonomik yapının temel dinamiklerinin anlaşılmasında yararlı olacağı düşünülmektedir. 1970’li yıllar Türkiye ekonomisi için dar boğazlıkların, kuyrukların hem parlamento düzeyinde hem de sokak olaylarında kamplaşmanın yaşandığı yıllar olarak anılmaktadır. Adı geçen dönemin bir nevi buhran ve kargaşa yılları olarak anılmasına neden olan olaylar, sadece ülkenin iç etmenlerinden kaynaklanmamaktadır. 1974 ve 1978 yıllarında meydana gelen petrol krizleri de ülke ekonomisinin içine saplandığı kötü durumun önemli aktörleri arasında yer almaktadır.

1970’li yıllarda ülke ekonomisi, petrol krizleriyle iktisat yazınına giren stagflasyon olgusunu birebir yaşamıştır. Stagflasyon iktisat literatüründe durgunluk (stagnation) ile enflasyon (inflation) kelimelerin birleşimiyle ortaya konulmuş ve adı geçen iki iktisadi olayın aynı zaman diliminde yaşandığı durumları yansıtmak için türetilmiştir. Kelimelerin tam karşılığı olan ekonomik durgunluk ile enflasyonist sürecin aynı anda ülke ekonomisi için geçerli olmasıdır.

Enerji konusunda dışa bağımlı olan ülke ekonomisi, o dönemlerde başta petrol olmak üzere enerji fiyatlarının yükselmesi sonucunda birtakım sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Mevcut endüstrileşme düzeyi, emekleme aşamasında olan ülkenin artan petrol fiyatları neticesinde maliyet şoku yaşaması, üretimi durma noktasına getirmiştir. Petrol ürünlerinin ithalata baskın ağırlığı, artan petrol fiyatları, cari işlemler açığının büyümesine neden olmuştur. Cari işlemler açığının derinleşmesinin diğer bir nedeni de artan petrol fiyatlarının diğer ülkelerin de üretim maliyetlerine yansımalarıdır. İthal malların petrol kriziyle yükselmesi, söz konusu malların döviz ödemelerini artırmıştır. Mevcut ihracat geliri düşük seviyede olan Türkiye ekonomisi için bu durum döviz kaynaklarının erimesini beraberinde getirmiştir. Petrol fiyatlarının artışının hem üretim ve ithalat cephesini etkilemesi enflasyon rakamlarının tırmanmasına yol açmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2005). Mal kıtlığının had safhada olduğu 70'li yıllarda temel ihtiyaç maddelerinin karaborsaya düşmesi, ülke ekonomisinin başına gelenler için çözüme kavuşturulmayan ana sorun olmuştur. Cari işlemler açığının yükselmesi, döviz kıtlığı ve enflasyonun %100'ün üstüne çıkması, ülke ekonomisinin dış piyasadaki güvenilirliğini azaltmış ve bu durum ülkenin dışarıdan kredi sağlamasını zora sokmuştur. 1974'te vuku bulan petrol krizinin 1979 ve 1980'li yıllarda tekrarlanması, ülke ekonomisinin tıkanmasına meydan vermiştir. O yıllarda OPEC'in petrol fiyatlarını %150 artırması, beraberinde ülke ekonomisinde enflasyonu %63,9'a, işsizlik rakamlarını %20 seviyelerine taşımıştır. Mevcut durum karşısında Türk lirası %48,6 devalüe edilmiştir (Uygur, 2001:167; Dağdemir ve Küçükcalay,1999).

Ülke ekonomisinin genel özetinin sunulduğu yukarıdaki paragraflardan sonra kriz sürecini hızlandıran olaylar daha detaylı incelenebilir. Petrol krizinin ülke ekonomisini dış borç krizine sürüklemesi, sadece dış etmenlerden değil aynı zamanda o dönemki hükümetin almış olduğu kararlardan meydana gelmiştir. Petrol krizinin petrol ve petrole bağlı ürünlerin fiyatlarını artırması, krizin ilk zamanlarında tüketiciye devlet tarafından yansıtılmamıştır. Devletin artan petrol fiyatlarını bütçe üzerinden sübvansetmesi, bütçe üzerinde ağır yük oluştururken tüketiciler belirli süre petrol fiyatlarının artmasından muaf olmuşlardır. Petrol ithalatının finansmanı ise hükümet tarafından kısa vadeli borçlanma araçları üzerinden gerçekleştirilmiştir. Sonraki dönemlerde dış borç bulma konusunda zora düşen ekonominin döviz dar boğazlığına sürüklenmesi, fiyat desteklenmesinin sona erdirilmesine yol açmıştır. Artan ithal mallarının döviz rezervlerini eritmesi ve dış finansman kaynaklarına erişimin son bulması, ülke ekonomisini dış borçlarını ödeyemez hale getirmiştir (Parasız, 1998:196).

Ülke ekonomisi, mevcut durumdan kendi çabalarıyla çıkış olanaklarının tıkanması sonucunda 1978 yılında IMF ile Stand-By Antlaşması imzalamıştır. Bu antlaşma, daraltıcı maliye politikaları içermekteydi ve Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı'nın IMF'in önerisi doğrultusunda o tarihte uygulanması ertelenmiştir. İthalata konu olan birçok malın ülke içerisinde üretilmesini amaçlayan

ve ihracat olanaklarını geliştirmeyi hedefleyen kalkınma planı, IMF tarafından o günün şartlarına göre uygun görülmemiştir (DPT, 2000). IMF ile antlaşma sonrasında elde edilen rezervler, ülke ekonomisi için çıkış yolu sağlamamıştır. 1979 ve 1980’de petrol fiyatlarının tekrar artması, döviz ihtiyacının daha da artmasını beraberinde getirmiştir. Cari açığın artması, ihracat gelirlerinin üretimdeki tıkanma sonrasında durma noktasına girmesi, enflasyonun %70 seviyelerine ulaşması, krizi önlenemez hale getirmiştir.

Vuku bulan kriz anlaşıldığı üzere birçok iç ve dış etmenlerin etkisiyle meydana gelmiştir. Grev ve lokavtların üretim sürecini aksatması, ülkenin içine sürüklendiği siyasi gerginliğin hem dış piyasalardaki kredibilitesini azaltması hem de ülkede huzursuzluk ve belirsizliği körüklemesi ve siyasi istikrarın bir türlü kurulamaması, krizin oluşum sürecinde etkili olan siyasi nedenlere örnek gösterilebilir. Diğer bir önemli gelişme de 1974 yılında gerçekleştirilen Kıbrıs Barış Hareketi sonrasında ülkeye uygulanan ambargo olmuştur. Bu ambargo hem mal kıtlığına yol açmış hem de dışarıdan kredi bulunmasını zora sokmuştur. Ambargonun yanında, OPEC’in petrol fiyatlarını 1970’li yıllarda artırması, uzun süre enerji fiyatlarının düşmesini engellemiştir. İthalat kalemlerindeki enerji ve petrole bağlı ürünlerin ağırlığı, ülkenin yetersiz rezervlerinin erimesini hızlandırmıştır. İthalat pahalılaşması yanında ihracat ürünlerinin tarım ve düşük teknoloji ürünlerini kapsamaması, döviz gelirlerini, ülkenin giderlerini karşılamada yetersiz bırakmıştır (Başol, 2001:53). Hükümet, krizden çıkış için IMF ile Stand-By Antlaşması imzalamıştır. IMF ve Dünya Bankası’nın direktifleriyle hazırlanan istikrar programı, 24 Ocak 1980 tarihinde ilan edilmiştir. Tarihe 24 Ocak Kararları olarak geçen ve köklü değişimleri barındıran istikrar programı, ülke ekonomisinin o zamana kadar uyguladığı birçok politikayı rafa kaldırmıştır. Programın genel amacı, ülke ekonomisinin finansal ve ekonomik açıdan dünya ekonomisine entegrasyonunu sağlamaktır. Diğer bir çarpıcı değişim ise 1960’lı yıllardan itibaren yürürlükte olan ithal ikameci sanayi politikasının rafa kaldırılıp ihracata yönelik sanayileşme politikasının hayata geçirilmesidir (Tuncer, 2002:31). İhracata dönük sanayileşme politikasının işlevsellik kazanması için o zamana kadar devletin gözetiminde ilerleyen ekonominin serbest piyasa şartlarına göre değişime uğraması gerekmektedir. Mal ve hizmetlerin emeğin ve sermaye fiyatlarının üzerindeki devlet baskısı, bu noktada kaldırılmıştır (Acar, 2016). Ekonomideki fiyatlama mekanizması piyasa dinamiklerine bırakılmıştır. Bu açıdan bakıldığında, 24 Ocak Kararlarının geçmiş istikrar programlarından ayrıştığı görülmektedir. Geçmiş programlar kısa vadeli sorunları aşabilmek için politika önerilerini içermekle birlikte, 24 Ocak Kararları yalnızca o günkü dar boğazlıkları giderici önlem paketlerinden ziyade uzun vadede özel sektör ve piyasa güçlerinin önderliğinde yeni bir ekonomik yapı meydana getirmeyi hedeflemektedir (Yeldan, 2016).

24 Ocak Kararlarının işlevsellik kazanması için öncelikle o zamana kadar ithal ikameci sanayileşme politikalarını yürürlükten kaldırmak gerekmektedir. Bu süreçte yerli endüstriyi

korumak için ithalattaki yüksek kota ve tarife uygulamaları ya da bazı ürünleri doğrudan yasaklayan yasaları içeren eski uygulamalar gevşetilmiş veya kaldırılmıştır. Bu kararlar sonrasında yerli üreticilerin üzerindeki devlet koruması kaldırılmış ve bunun sonucunda ekonomide fiyat ve ürün rekabetiyle karşılaşmıştır. Diğer bir serbestleşme uygulaması devlet baskısı altında oluşan fiyatların serbest piyasa koşullarında belirlenmesidir (Şahin, 2002:193).

Dış kaynak arayışında olan ülke ekonomisi yukarıda ifade edilen köklü değişiklikleri, IMF ve Dünya Bankası ile pazarlık etme gücünden yoksun şekilde uygulamak zorunda kalmıştır. Hatta dış kredi sağlanması öncesinde her iki kuruluşa verilen iyi niyet mektubunda ve taahhütlerde köklü değişikliklerin uygulanacağı belirtilmiştir. Hükümetin IMF'ye sunduğu iyi niyet mektubunda aşağıda sunulan taahhütlerin yerine getirileceği ifade edilmiştir (Kazgan, 1994):

- Serbest piyasa anlayışı üzerinden ekonomi şekillendirilecektir.
- Sıkı para ve maliye politikaları uygulanacaktır.
- Enerji alanı dışında kamu harcamaları azaltılacaktır.
- Faiz oranları üzerindeki kamu baskısı kaldırılacak ve finansal piyasalar rekabete açık hale getirilecektir.
- Ücret belirleme süreci, programın genel hatlarına bağlı belirlenecektir.
- KİT ve tarım ürünlerinin taban fiyatları, enflasyonu kontrol altına alacak şekilde biçimlendirilecektir.
- Borç yönetiminde hassasiyet sağlanacak ve borç miktarının yükselmemesi için çaba gösterilecektir.
- Döviz piyasasında sağlanacak dış yardımlar sonrasında liberalizasyon sistemine geçilecektir.
- Devletin alacağı kararlarda IMF'e danışılması zorunlu olacaktır.

IMF'ye verilen iyi niyet mektubunun yanında hükümet, Dünya Bankası'na da benzer taahhütlerde bulunmuştur. Taahhütler: dış ticaret politikası, üretim kesimi politikaları, kamusal yatırım programı ve kaynak seferberliği başlığı altında toplanmaktadır. Dış ticaret alanında hükümet, ithalatı serbestleştireceğini, ulusal parasının değerinin iç ve dış enflasyon doğrultusunda belirleyeceğini söylemiştir. Özel sektörü ihracat odaklı desteklemesi, diğer bir dış ticareti kapsayan taahhüttür. Üretim alanında hükümet, fiyat desteklemeleri ve benzer kamu desteklerinin kaldırılmasının üretim sahalarını yabancı sermayeye açık hale getireceğini belirtmiştir. Kamusal yatırımların enerji üretimini önceleyecek şekilde belirlenmesi, hükümetin diğer bir taahhüdünü oluşturmaktadır. Kaynak kullanımı bağlamında ise borç yönetiminin sağlıklı olarak gerçekleştirilmesine yönelik adımlar atılacağı ve faiz politikasının tasarrufları teşvik edici şekilde

uygulanacağı, Dünya Bankası'na sunulan taahhütler arasında yer almıştır. İfade edilen taahhütlerin uygulanması sonrasında 1980 yılında 2,6, 1981'de 2,26, 1982'de 1,76 ve 1983'te 1,87 milyar dolarlık proje ve krediler ilgili kurumlardan ülke ekonomisine aktarılmıştır.

3.2. 1980-1983 Dönemi

24 Ocak İstikrar Programının ilanından kısa bir süre sonra Türkiye, 12 Eylül 1980'de emir komuta zinciri altında askeri darbe yaşamıştır. Siyasi parti liderlerinin tutuklandığı ve demokrasinin lav edildiği bu süreçte cunta yönetimi, 24 Ocak Kararları'nın uygulanacağını bildirmiştir. Demokratik ve liberal kelimelerle süslenmiş Neo-liberal motiflerle hazırlanmış 24 Ocak Kararları, demokrasinin olmadığı bir süreçte uygulanmıştır. Bazı yazarlara göre 24 Ocak Kararları'nın topluma itirafsız uygulanması için cunta yönetiminin gerekli olduğu ve 24 Ocak Kararları'nın içeriğinin darbenin oluşumuna zemin hazırladığı vurgulamaktadırlar. Düşünce dünyasında derin tartışmalara neden olan yukarıdaki iddiaları bir köşeye koyarak bu başlık altında 1980-1983 dönemi arasında Türkiye ekonomisinin iktisadi görünümü incelenecektir.

İlgili dönemde öne çıkan ilk gelişmelerden biri maliye politikaları cephesinden gelmiştir. IMF ve Dünya Bankası'na sunulan taahhütlere sadık kalınarak kamu harcamalarında ilgili dönemlerde ciddi azaltmalar gerçekleştirilmiştir. Toplam kamu harcamalarının GSYH'ye oranı, 1980 yılında %33,1 iken; 1982 yılında %24,4 ve 1983 yılında ise 29,1 seviyesinde gerçekleşmiştir (Akçair, 2011). Diğer bir taahhüt olan faiz oranları üzerindeki kamu denetimi bu dönemde kalkmıştır. Geçmiş dönemlerde yüksek enflasyondan dolayı baskılanmış faiz oranlarının serbestleştirilmesi, faiz oranlarını artırarak pozitif faiz dönemini başlatmıştır. Faiz oranlarının tasarrufları teşvik edecek şekilde artırılması, bankaların fon sağlama kapasitesini artırmıştır. Ayrıca yüksek faiz oranı, yabancı sermaye girişini de sağlamıştır. Faiz oranlarının artmasının tasarrufları ve yabancı sermayeyi harekete geçirmesinin yanında borçlanma maliyetlerini artırması, bir dizi olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. Bu dönemde borç maliyetlerindeki artış, birçok iş kolundaki firmaların iflasını beraberinde getirmiştir. İflaslar neticesinde işsizlik rakamlarını azaltmak için hükümet iflas eden şirketleri kamulaştırma veya kamu bankaları aracılığıyla kurtarma paketlerini uygulamıştır.

24 Ocak Kararları'nın genel uygulama motiflerinden biri, ihracata yönelik bir ekonomi modelini hayata geçirmektir. Bu doğrultuda ithal ikameci sanayileşme stratejisinden vazgeçilmiş ve ihracatın özel sektör öncülüğünde yapılması için adımlar atılmıştır. İhracat gibi gerçek seyrinin uzun yıllar içerisinde gözlemlenebilecek bir göstergenin kısa dönemli incelenmesi, sağlıklı olmasa da 24 Ocak Kararları öncesinde uygulanmaya başlanmasından sonraki yıldaki dış ticaret seyrini izlemek programın etki gücünü incelemek adına faydalı olacaktır. Bu bağlamda Türkiye ekonomisi

kriz öncesi yılı olan 1978'de 2,3 milyar dolarlık ihracat performansı sergilerken; bu rakam, 1983 yılında 5,72 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. İhracatın ithalatı karşılama oranında da benzer performans sergilenmiştir ki bu oran, 1978 ve 1979 yıllarda %45 seviyelerinden %60 seviyelerine yükselmiştir. Bu kısa dönem için 24 Ocak Kararları'nın ihracat ve bütün olarak dış ticaret rakamlarını olumlu yönde etkilediği söylenebilmektedir ama gelecek dönemlerde ülke ekonomisi, dış sermaye girişine bağımlı bir ekonomik yapıya bürünecek ve kriz yılları dışında ihracat, ithalatın gerisinde kalacaktır (Engin,2022). Bu duruma neden olan unsurlar, tezin ilerleyen kısımlarında detaylıca açıklanmaya çalışılacaktır.

1980'li yıllar öncesinde dış kredi bulma sıkıntısına düşen ülke ekonomisi, Dünya Bankası'na ve IMF'ye sunduğu taahhütleri yerine getirdikçe sağlanan kredilerle bu sorundan kurtulabilmiştir. Hem kredi sağlama açısından hem de elde edilen borçların vadesi bakımından olumlu gelişmeler gerçekleşmiştir. 1980-1983 yılları arasında kısa vadeli borçların oranının toplam borçlara oranı %13 seviyelerinde sabit kalmıştır. Aynı zamanda bu dönem içerisinde 7,2 milyar dolar civarında dış kredi, ülke ekonomisine sunulmuştur. Dış borçlanmadaki artış, bu yıllardan itibaren süreklilik kazanmıştır ve ileri yıllardaki ekonominin performans seyri, elde edilen dış borç miktarına bağlı olarak değişim göstermiştir. 1980 yılında cari işlemler açığı 3,4 milyar dolar seviyelerindeyken 1983 yılında bu oran 1,6 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Büyüme performansı açısından ise 1980-1983 yılları arasında ülke ekonomisi ortalama %4 üzerinde büyüme oranı sağlamıştır.

İstikrar programını kapsayan diğer bir serbestleşme politikası, KİT'ler üzerinden gerçekleşmiştir. İlk aşama olarak KİT'lerin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlaması üzerindeki devlet baskısı giderilmiştir ve piyasa şartlarına göre fiyatlama gerçekleşmiştir. Diğer bir adım ise 1984 yılında KİT'lerin özelleştirilmesi üzerinden gerçekleşmiştir (Kuran, 2006).

3.3. 1984-1989 Dönemi

IMF denetiminde ve gözetiminde işlevsellik kazanan istikrar programı, 1980-1983 döneminde uygulanmıştır. 1984 yılına gelindiğinde IMF kontrolü sona ermiştir. Denetimli uygulanma zamanında taahhütlerin çoğunlukla yerine getirilmeye çalışılması, sonraki dönemlerde ülkenin kredi bulmasına kolaylık sağlamıştır. Ülke ekonomisi, dış borç kredibilitesinde devamlılık sağlamak adına dış borçların faiz ödemelerini iç kaynaklar üzerinden gerçekleştirmiştir. Borçlanmanın sürdürebilmesi açısından bu olumlu durum, cari işlemler açığının 1980'li yıllarda azalması yönünde etki meydana getirmiştir (Kazgan, 1994). Söz konusu dönemde sıkı maliye ve para politikası, IMF gözetiminde yürütülmüştür. 1984 yılında bu alanda da IMF denetimin son bulması, bu anti-enflasyonist politikaların aynı hassasiyetle yürütülmesine engel olmuştur. 1980

yılında %107,2 olan enflasyon oranı 1983 yılında %27 seviyelerine gerilerken, bundan sonraki dönemlerde genişletici politikaların tekrar uygulanması, enflasyon rakamlarında kalıcı iyileştirmeyi engellemiştir. Fiyat istikrarından ödün verilmesi, talep yanlı büyüme performansının yaşanmasına yol açmıştır. Büyüme rakamları, 1984-1987 dönemi arasında ortalama %6'nın üzerinde gerçekleşmiştir. Ancak 1988 ve 1989 yıllarında sırasıyla %3,7 ve %,9 oranında ekonomi büyümüştür.

1984 yılında diğer bir önemli gelişme, para ve sermaye piyasasında vuku bulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bu dönemde faaliyete geçmiştir ve Merkez Bankası, açık piyasa işlemlerini gerçekleştirme kapasitesini aynı yıl elde etmiştir. Faiz haddi, dış ticaret politikası, döviz kuru ve yabancı sermaye alanında serbestleşme hareketleri ise devam ettirilmiştir.

Merkez Bankası'nın açık piyasa politikalarını uygulayabilme yetisini kazanması, bir takım popülist politikaların da yaşanmasını beraberinde getirmiştir. 1980-1983 yıllarında bütçe üzerinden gösterilen hassasiyet, 1984 yılından sonra yitirilmiştir. IMF denetimin gitmesiyle para ve maliye politikalarının tekrar genişletici yönde uygulanmaya başlanması, hem enflasyon rakamlarını tekrar artış yönünde hareket ettirmiş hem de bütçe dengesinin bozulmasına neden olmuştur. Hükümet, bütçe açıklarının iç borçlanma üzerinden finansmanını gerçekleştirmiştir.

Cari işlemler açığı, istikrar programı sırasında ve sonraki dönemlerde incelenecek olduğu takdirde 1981-1983 dönemi arasında cari açığın GSMH'ye oranı %3 civarında gerçekleşmiştir. Cari işlemler hesabındaki iyileşme, 1987 yılına kadar devam etmiştir. 1984-1987 yılları arasında cari işlemler açığının GSMH'ye oranı %2,2 seviyelerine kadar düşürülmüştür. İstikrar programının en büyük amacı olan ihracata yönelik bir ekonomiye, ihracat rakamlarındaki değişimler üzerinden bakılabilir. 1983 yılında 5,7 milyar dolar olan ihracat, 1987 yılına gelindiğinde 10,2 milyar dolar seviyesine kadar çıkmıştır ki bir karşılaştırma olması açısından bu rakam 1978 yılında 2,3 milyar dolar civarında bulunmaktadır. Ancak ithalat rakamlarındaki artış, daha fazla gerçekleşmiştir. Bununla beraber ihracattaki iyileşme, fiyat istikrarında sürdürülememiştir. 1985 yılına kadar enflasyon konusunda hassasiyet devam ederken bu tarihten sonra büyümeye öncelik verilmesi, talep yanlı politikaların öne çıkmasına neden olmuştur. İstikrar programının ilk zamanlarındaki enflasyon konusundaki başarısı devam ettirilememiş, 1987 yılına gelindiğinde enflasyon oranı %68,3 seviyelerine kadar ulaşmıştır (Alpay ve Alkin, 2017; Yeldan, 2001).

Ekonomik yapıdaki bozulmalar, 1988 yılı itibarıyla gözlenmeye başlanmıştır. Dış kaynakla büyüyen ekonominin o tarihlerde kaynak bulma konusundaki sıkıntısı, büyüme rakamlarının küçülmesine yol açmış ve ekonomiyi durgunluk sürecine sokmuştur. Enflasyon rakamlarındaki

artışla birlikte ekonomi tam manasıyla stagflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Dış kaynak sorunu, kısa vadeli borçların ödeme gücünü çekilmeye başlanmasıyla birlikte dövize olan talebi artırmıştır. Para ikamesinin ekonomide artış göstermesi sonrasında 4 Şubat 1988 tarihinde istikrar kararları tekrar ülke gündemine gelmiştir (Kazgan, 1994). 4 Şubat Kararları'nın alınmasındaki amaç; ithalatı düşürmek, ihracatı artırmak ve Türk lirasına olan talebi artırarak dolarizasyon sorununa son vermektir. Türk lirasına olan talebin azalması, yüksek enflasyon oranlarına yol açmıştır. Piyasa faiz oranının enflasyonun gerisinde kalması ve Türk lirasının tasarruf aracı olmaktan çıkarılması, ekonomideki dolara olan talebin artmasının genel sebebidir. Faiz oranlarının da yüksek olmasının kredi kullanımını sekteye uğratması, artan ücret talebi ve popülist harcamaların finanse edebilmesi gibi nedenler, hükümeti dış kaynaklarını kullanmaya yöneltmiştir. İhracatın artırmasının hedeflemesi amacıyla yabancı sermaye hareketlerinin önünü açma isteği, bu tarihten sonra yabancı sermaye girişine bağlı ithalatla büyüyen bir ekonomik yapının ülke ekonomisine miras kalmasına neden olmuştur. Bu açıdan 24 Ocak Kararları'yla başlayan ve 1989 yılında yabancı sermaye girişlerinin serbest hale gelmesinin hız kazandırdığı serbestleşme politikası ile Türkiye ekonomisinin ihracat odaklı bir ekonomik yapıdan uzak, yabancı sermaye girişlerine bağımlı ve ithalatla büyüyen bir ekonomik yapıya dönüşümü gerçekleştirmiştir. Bu genel ekonomik yapı, günümüz şartlarında da geçerliliğini korumaktadır. Bu noktada yabancı sermaye girişlerinin kırılgan bir ekonomik yapıyı doğurmasının arkasında ülke ekonomisini yönetenlerin yabancı sermaye girişleri ve borçlanmayla büyüme stratejilerini benimsemeleri, elde edilen fonları yatırımlardan ziyade tüketim ve kamu harcamalarına aktarmaları yer almaktadır. 1980'li yılların sonlarına doğru 24 Ocak Kararları'yla serbestleşen ülke ekonomisinde tıkanmalar ve darboğazlar baş göstermeye başlamıştır. İhracat odaklı ekonomik yapının arzu edilen seviyeye çıkarılamaması, dış ticarete serbestleşme sonrasında halkın tüketim kalıbının içerisinde ithal malların gözle görülür artışı ile ham madde ve ara malarda dışa bağımlılık ve cari açık sorununun kalıcılığını korumuştur. Döviz gelirlerinin yetersiz olması ve tasarruf oranının istenilen seviyede olmaması, hükümeti serbestleşmenin diğer bir basamağı olan finansal alana yöneltmiştir. Benzer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye de dış piyasalardaki sermayeyi kendi ülkesine daha rahat çekebilmek için adımlar atmıştır. 1989 yılında 32 Sayılı Kanun vasıtasıyla Türkiye ekonomisi, finansal serbestleşme politikalarını uygulamaya koymuştur. Yabancı sermaye girişleri önündeki yasal engeller ve düzenlemelerin kaldırılmasını içeren bu yasal düzenleme vasıtasıyla yabancı sermaye akımlarının ülkeye giriş ve çıkışı serbest hale getirilmiştir (Ünsal, 2017). O dönemde uluslararası piyasalardaki fazla likiditeye geçmek isteyen ve bu yolla yapısal tıkanıklarını gidermek isteyen benzer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye de faiz oranlarının uluslararası faiz oranlarından yüksekliği nazarında sermaye çekmiştir. Türkiye ekonomisi özellikle bankacılık ve diğer finansal alanlarda gerekli düzenlemeleri yapmayan diğer gelişmekte olan ülkeler gibi sermaye girişleri sırasında suni olarak büyümüş, bankacılık ve kamu sektörü döviz riskini dikkate alamadan borçlanmış ve sermayenin durakladığı an ise krizle yüzleşmiştir. Böylelikle Türkiye ekonomisinin 1994 yılında yaşadığı kriz, iktisat yazınında hızlı serbestleşme uygulamaları sonrasında kriz yaşayan ülkeler grubuna girmiştir.

3.4. 1994 Krizi Öncesindeki Genel Durum

1994 Krizi birçok etmenin bileşimi sonucunda vuku bulmuştur. Bu etmenler arasında yer alan kamunun yanlış ve tutarsız politikaları, ekonominin kriz sürecine girmesinde önemli rol oynamıştır. Ekonomik ve finansal krizlerin tek bir faktör nezdinde açıklanması yetersiz olacaktır. Ekonominin kendi kontrolünde olmayan alanlarda ortaya çıkan negatif şoklar, ülke ekonomisinin ekonomi politikaları sağlıklı şekilde yürütülmüş olsa da ekonomik ve finansal gerilimlere yol açabilmektedir. Burada politika yapıcılardan beklenen ekonomik ve finansal yapıyı kırılgan hale getirecek politikalardan uzak durmalarıdır, çünkü hali hazırda yanlış politikalarla krize meyilli olan bir ekonominin kriz sürecine girmesi anlık olayların ortaya çıkmasına bakmaktadır. Bu noktada birinci nesil kriz modeli gibi birçok kriz teorisi, politika yapıcıların tutarsız politikalarının krizi kaçınılmaz kıldığını vurgulamaktadır. 1994 yılında Türkiye ekonomisini vuran kriz, dış etmenlerin oluşumunda etkili olmasına rağmen kriz öncesinde söz konusu politikalar, ülke ekonomisini krizlere karşı savunmasız hale getirmiştir. 1994 Krizi, iktisat yazınında oldukça altı çizilen finansal ve reel serbestleşmenin hızlı ve denetimsiz gerçekleşmesiyle birlikte politika yapıcılarının serbestleşme politikalarıyla elde edilen fonların yanlış kullanılması sonucunda ortaya çıkmıştır. Krugman (1979) tarafından sunulan, Flood ve Garber (1984) tarafından geliştirilen birinci nesil kriz modeli, 1994 krizini açıklamada oldukça yeterlidir. Bu kriz modelinde döviz rejimiyle uyumsuz para politikalarının kriz sürecini başlattığı ve krizin faturasının politika yapıcılarının bütçe açıklarını parasallaştıran politika yapıcılarına kesilmesi gerektiği ifade edilmektedir. Bu altı çizilen unsur, bizzat 1994 Krizi öncesinde gerçekleşmiştir. Bu bağlamda yanlış ve tutarsız politika uygulamaları arasından kamu kesimi borçlarının Merkez Bankası kaynaklarından sağlanması ve düşük kur yüksek faiz politikasının ödemeler dengesi açığının finansmanında devamlılık sağlamak için sürdürülmesi öne çıkmaktadır (Oktay, 1994:36; Türel, 2010).

1980 yılında IMF ve Dünya Bankası gözetiminde uygulanmaya başlayan 24 Ocak Kararları serbestleşme yönünde olumlu görüş bildiren teorisyenlerin argümanları doğrultusunda topluma aksettirilmişti. Yetersiz tasarrufların liberalleşme politikaları ve dış sermaye kaynaklarıyla sağlanacağı, ihracat odaklı bir ekonomik yapının elde edilen dış fonlarla gerçekleştirileceği ve ihracat odaklı büyümeyle birlikte döviz ve tasarruf açığının son bulacağı, o dönemde istikrar programı uygulayanların genel motivasyonunu meydana getiriyordu. Ancak gerçekte istenen süreç tam tersi yönde gelişmiştir. Bu süreçte yaşanan tam olarak düşük kur ve yüksek faiz politikasının belli sebeplerden dolayı ısrarla sürdürülmesidir. Finansal serbestleşme uygulamasının başlamasıyla kamu tarafından oluşturulan finansal baskının ortadan kalkması, başta faiz oranları olmak üzere piyasa şartlarına göre ayarlanma sürecinin başlatıldığı finans McKinnon ve Shaw (1973) tarafından dile getirilmiştir. Tasarruf açığı ve yüksek yatırım talebi sonucunda faiz oranlarının finansal serbestleşmenin ilk aşamalarında yükseleceği ancak faiz getirisi elde etmek isteyen yabancı

fonların ülkeye girmesiyle tasarruf açığının giderileceği, bunun sonucunda da ülke faiz oranının dünya faiz oranlarına yaklaşacağı finansal serbestleşmeyi savunan görüşlerin ortak söylemidir. Burada varsayılan unsur, elde edilecek fonların üretkenliği yüksek finansmanlarda ya da ileride dinamik karşılaştırmalı üstünlük sağlayacak sektörlerin yatırım finansmanlarında kullanılmasıdır. Sözü edilen kritik öngörü, Türkiye ekonomisi için gerçekleşmemiştir. Uzun süre düşük kur ve yüksek faiz politikasının uygulanması, reel tasarrufları ve yatırımları cezalandırmıştır. Aşırı değerlenen Türk lirası ithalatın artışına neden olurken, ihracat kanadında ise ülke, istenilen performansı sergileyememiştir (Ardıç, 2004:98; Gemi vd., 2005).

1980-1983 dönemi arasında 24 Ocak Kararları tavizsiz şekilde uygulanmıştır. Sıkı para ve maliye politikası ekseninde borçlanma, enflasyon ve büyüme gibi pek çok iktisadi olguda yaşanan iyileşmelere rağmen özellikle 1984 yılından itibaren söz konusu iktisadi olgular bozulmaya başlamıştır. Özellikle para politikası üzerindeki IMF denetiminin sona ermesinin ardından parasal genişleme gerçekleşmiştir. Ancak 1980'lerin sonuna kadar kamu kesiminin borçlanma gereksiniminin GSYH'ye oranı yaklaşık %5 civarında gerçekleşmiştir. Asıl kırılganlık 1990'ların başından itibaren gerçekleşmiştir. Bu oranın 1993 yılında %11,7 seviyesine kadar çıkması, borçlanma politikasının agresif tutumunu göstermede önemlidir. 1994 Krizinin oluşmasında etkili olan diğer bir unsur da bütçe tarafından gerçekleşmiştir. Kamu otoritesinin Merkez Bankası krediyile bütçe açıklarını finansman tercihi hem mali disiplinin kaybolmasına neden olmuş hem de parasal genişlemenin beraberinde enflasyonist sürecinin hızlanmasına yol açmıştır. Bütçe açığının GSYH oranının 1990 yıllarda %3'ten 1993 yılında %7'ye çıkması, bütçe yönetimindeki zaafiyetinin açık bir göstergesi olarak belirtilebilir. Hükümet, asli geliri olan vergilerden ziyade Merkez Bankası aracılığıyla finanse etmenin yanında iç borçlanma yoluyla da bütçe açığını kapatma yoluna gitmiştir. İç borçlanma gereksiniminin artması, faiz oranlarının yukarı yönlü hareket etmesine yol açmıştır. Risk düzeyi düşük devlet borçlanma araçlarının yüksek getiri sunması, yerli ve yabancı yatırımcıların devletin borç senetlerine yönelmesine neden olmuştur. Belirtilen süreçte ticari bankaların dışarıdan kısa vadeli borçlanarak elde ettiği fonları, iç borçlanma senetlerine yönlendirmesi, krizin patlak vermesinin ardından bankacılık sektörünün ağır hasar alma sebebi olarak gösterilmektedir (Doğanlar, 2005:388; Doğru, 2015).

1990'lı yılların ardından yabancı sermaye girişleri sonrasında ekonominin spekülatif bir görünüme kavuşmasının arkasında 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kaldırılması gösterilmektedir. 1988 yılı itibarıyla ekonominin yüzleşmek zorunda kaldığı kısıtlar ve bunlara çözüm arayışı dönemin hükümetini yeni arayışlara yöneltmiştir. 1980'lerin sonunda hükümetin popülist ve seçim politikalarına girmesi ve o zaman diliminde kaynak bulunmasındaki zorluk, yabancı sermaye akımlarının çözüm olarak görülmesine neden olmuştur. İhracat odaklı ekonomi sloganıyla başlayan serbestleşme politikalarının iç kaynak yetersizliği ve ihracat

pazarlarının daralması sonrasında sektöre uğraması, kaynak arayışını hükümet nezdinde zorunlu kılan diğer unsurlardır.

Ücret maliyetlerindeki artış sonrasında hükümet, üretim cephesini maliyet artışlarını azaltma yönünde önlemler almıştır. Özellikle KİT'ler vasıtasıyla hammadde ve ara mallarının piyasa fiyatlarının altında özel sektöre sunulması ile ücret maliyetlerindeki artışın dengelenmesi önlem paketleri arasında yer almaktadır. Özel sektöre kaynak transferinin olumsuz etkisi ise bütçe üzerinde oluşmuştur. KİT'lerin zararlarının üstlenilmesi, bütçede ek yük meydana getirmiştir. 1989 yılının ardından ülke ekonomisinin yabancı sermaye akımlarına açık hale gelmesinin birçok sonucu olmuştur. Sermaye girişleri sonrasında ulusal paranın aşırı değer kaybetmesi ve yüksek faiz düşük kur politikasının kamu finansmanında tercih edilmesi, 1994 Krizinin yaşanmasında etkili olmuştur. Mevcut firmalar açısından Türk lirasının aşırı değer kaybetmesi, ithal ara malı ve hammaddeye ulaşımlarını kolaylaştırmıştır ve üretimi artırıcı yönde etkiye sahip olmuştur. Ancak mevcut firmaların büyümesi ve yeni yatırım olanakları açısından yüksek faiz oranları, üretim cephesine zarar vermiştir. Cari işlemler açığının sermaye akımlarının ithalatı artırıcı etkisinin ihracatın ilerisinde olmasından dolayı daha da bozulması; enflasyonist beklentileri, spekülative döviz alımlarını ve büyüme performansının reel üretim alanından uzaklaşmasını beraberinde getirmiştir. Yüksek faiz oranlarının diğer bir etkisi, üretici kesimin tasarruflarını reel alandan ziyade kısa süreli yüksek getiri sağlayan spekülative alanlara yönlendirmesidir (Yeldan, 2006).

1990'lı yıllarda gerçekleşen diğer bir gelişme de bankacılık sektöründen kaynaklanmıştır. Bankacılık faaliyetlerinin hız kazanması, düşük sermayeli birçok bankanın kurulması ve bankaların kredi faaliyetlerinin genişlemesi, kriz öncesi dönemde cereyan etmiş ve krizle birlikte birçok bankanın iflasa sürüklenmesine neden olmuş gelişmelerdir. Özellikle bankaların Euro bölgesinde borçlanarak elde ettiği fonları tüketici kredisi olarak piyasaya sunması, hem bankaları döviz riskine açık hale getirmiş hem de artan tüketimin ithal mallara yönelmesini sağlamıştır. Enflasyonist süreç, Türk lirasının aşırı değerlenmesi ve gelirlerin spekülative alanlarda kullanılması, ülke tasarruflarının erimesine neden olmuş ve bunun sonucunda faiz oranları üzerinde baskı oluşmuştur. Faiz oranlarının artmasına neden olan diğer bir etmen kamu açıklarının sürdürülebilir boyuttan uzaklaşmasıdır. Kamu açıklarının artması, iç ve dış borç stokunun genişlemesine yol açmış ve bu durum neticesinde faiz oranları tırmanışa geçmiştir. Faiz oranlarının artması da spekülative alanlarda fonların büyümesine neden olmuştur. Finansal piyasalardaki varlık fiyatlarının bu yolla suni olarak büyümesi hem ekonomik yapıyı kırılganlaştırmış hem de enflasyonist sürecin hız kazanmasını beraberinde getirmiştir. Kamu açıklarının bu yönlü artış göstermesinde ülke ekonomisinin iç sorunları etkili olmuştur. Etkili bir vergi sisteminin olmayışı, kayıt dışı ekonominin varlığı, kamu harcamalarının iktisadi ve mali disiplinden uzak gerçekleştirilmesi, sosyal güvenlik kuruluşlarının ve KİT'lerin verimsiz yönetilmesi sonucunda zarar etmesi, ülke ekonomisinin bütçesinin

toparlanmasına engel teşkil eden yapısal bozukluklar olarak belirtilmektedir (Ardıç, 2004:113). 1994 Krizinin yaşanmasını hızlandıran bir etmen de hükümetin borçlanma politikası kapsamında aldığı yanlış karardır. Hükümet, reel ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını düşürme kararı almıştır. Bütçe üzerinde bir reform gerçekleştirmeden devletin sadece devlet iç borçlanma kağıtlarının ihalelerini iptal etmesi, pandoranın kutusunun aralanmasına neden olmuştur. Bu amaçla 1993 yılının Ekim ayında kamu borçlanma senetlerinin ihaleleri durdurulmuş ve hükümetin bütçe açıklarını finansmanı için elinde Merkez Bankası kredileri kalmıştır. Bütçe açıklarının Merkez Bankası kredileriyle finansmanı, enflasyon rakamlarını yükseltmiştir (Doğanlar, 2005; Yılmaz, 2005). Piyasaya aktarılan likidite ise döviz kanalına kaymıştır.

3.5. 1994 Krizi

24 Ocak Kararlarıyla başlayan liberal ekonomiye geçiş aşaması, 1989 yılındaki 32. Kararla bir üst boyuta geçiş yapmıştır. Özellikle 32. Sayılı Kanunla sermaye hareketleri açısından da serbestleşen ülke ekonomisine ciddi miktarda kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiştir. Sermaye girişleri öncesinde mevcut bulunan kırılganlıklar ve tutarsız politikaların sermaye girişleri sırasında da sürdürülmesi veya çözüme yönelik adımlar atılamaması, 1994 yılındaki Krizin yaşanmasını kaçınılmaz kılmıştır. İlgili dönemlerde hem finansal serbestleşme politikaları kitaba uygun gerçekleştirilmemiş hem de politika yapımcıların kriz sürecinde sorunlu politikaları hayata geçirmeleri ülke ekonomisinin tıkanmasına neden olmuştur.

Sermaye girişlerinde yüksek miktarlara ulaşılması, ekonomideki reel ve finansal kesimi etkileyecek aktarım mekanizmalarının hareketlerine kaynaklık etmiştir. Mekanizmalardan biri, dış ticaret rakamlarında oluşmuştur. Buradaki tetikleyici değişim, kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında Türk lirasının aşırı değerlenmesidir. 1989 yılındaki finansal serbestleşme uygulamasının amacı, ihracat sektörünün ihtiyaç duyduğu kaynakların yabancı sermayeyle karşılanmasıyla ekonominin reel tarafını güçlendirmektir. Ancak sermaye girişleri sonrasında Türk lirasının değerlenmesi, yerli malların fiyatlarını dış rekabet açısından avantajsız konuma getirerek ihracat performansının düşmesine neden olmuş ve bunun neticesinde de Türk ihracat mallarına talep azalmıştır. İthalat cephesinde ise artış yaşanmıştır. İthal malların ucuzlaması, Türk halkının tüketim kalıbı içerisinde ithal malların oranını artırmıştır. Artan ithalat ve azalan ihracat neticesinde cari açık sorunu büyümüş ve finansal serbestleşmenin tetiklediği ilk kırılganlıklardan biri dış ticaret cephesinde gerçekleşmiştir.

Kriz sürecinde önemli rol oynayan diğer bir gelişme bütçe yönetiminden kaynaklıdır. İlgili dönemlerde, Türkiye ekonomisinin bütçe yönetimi kendi başına sorunlar barındırmaktaydı.

Popülist kararlar ve kayıt dışı ekonominin ağırlığı, devletin asli geliri olan vergilerin kamu harcamalarının finansmanında etkili kullanımını engellemiştir. Bütçe açıklarının çoğunlukla borçlanarak finansmanı, ülkede faiz oranlarını yüksek seviyelere çıkarmıştır. Faiz oranlarının %80 civarında olmasının yatırımları caydıran bir unsur olduğu aşıkardır ve faiz oranlarının yüksek olması, bütçe açıklarından kaynaklanmaktaydı. İlgili dönemin başkanı Tansu Çiller, reel ekonomiye hasar verdiği gerekçesiyle faiz oranlarının yüksek olmasındaki rahatsızlığı dile getirmiştir. Gerekli bütçe reformları yapılmadan sadece faiz oranları, devletin iç borçlanma ihalelerinin iptal edilerek düşürülmesi istenmiştir. Aşırı boyutlara varan bütçe açıklarının finansmanı ise ağırlıklı olarak Merkez Bankası kredileriyle sağlanmak istenmiştir. Kredi avanslarının yasayla sınırlandırılmasındaki engeli aşabilmek için ise Merkez Bankasının borcunu silen yasa uygulamaya konulmuştur. Merkez Bankası aracılığıyla finansman yöntemi, piyasadaki likiditenin şişmesini beraberinde getirmiştir. Enflasyonist sürecinde bütçe ve cari açıklarının sağlıksız finansmanının gerçekleştirilmesi, ülke ekonomisindeki belirsizliği ve riski hissedilir kılmıştır. Bu ortamda piyasadaki likidite dövize kaymıştır. Artan döviz talebine ise Merkez Bankasının rezervleriyle müdahalesi, kriz yaşanması için gerekli ortamı hazırlamıştır (Türel, 2010; Alpay ve Alkin, 2017).

Kriz teorilerinde Merkez Bankası, parasıyla bütçe açıklarının finansman yolunun cari açık sorunu yaşayan ülkelerde döviz krizlerini tetikleyeceğini altını çizerek vurgulamaktadır. Kırılgan şartlar altında bu politika seçeneklerini uygulayan politika yapıcılarının krizin ana sorumlusu olduğu ayrıca birinci nesil kriz teorisinde ifade edilmektedir. Bu söylemler dikkate alındığında, 1994 Krizi öncesinde popülist ve tutarsız politika uygulayan hükümetin krize kapı araladığı doğrulanmaktadır (Yeldan, 2001).

Merkez Bankası tarafından piyasaya enjekte edilen likiditenin döviz varlıklarına kayması ve artan döviz talebini engellemek adına Merkez Bankasının piyasaya rezerv satışları gerçekleştirmesinden dolayı erime göstermesi, döviz piyasasındaki spekülasyon alımların katlanarak artmasına neden olmuştur. Özellikle 1994 yılının ilk dönemlerinde döviz piyasasındaki tedirginlik büyük boyutlara ulaşmıştır. 1994 yılına girildiğinde, Merkez Bankasının rezervlerinin 3 milyar dolar gibi çok düşük seviyelere inmesi piyasada devalüasyon beklentilerini güçlendirmiştir. İlgili dönemde vuku bulan diğer bir olumsuz gelişme, Türkiye'nin kredi notunun düşürülmesidir. Ülke ekonomisinin içinde barındırdığı yüksek cari açık sorunsalı ve kamu finansman politikasının Merkez Bankası kredilerine bağlanması durumu, ülkenin yatırımcılar açısından riskli konuma yükselmesine yol açmıştır. Bu sebepten dolayı 14 Ocak 1994 tarihinde uluslararası kredi derecelendirme şirketi Moody's, BAA3 olan kredi notunu BA1'e düşürmüştür. İlgili not düşüşü, mevcut durumun ilanındır ancak dönemin hükümeti not indiriminin siyasi olduğunu ifade etmiştir ve kendi derecelendirme kuruluşunun kurulacağı yönünde beyanlarda bulunmuştur ancak, ilgili not düşüşü, ülkeden sermaye çıkışlarını beraberinde getirmiştir. Sermaye çıkışının yanında, ülke

yönetimi, yurt dışından kredi bulmakta zora düşmüştür. Hükümetin yurt dışından borçlanamaz hale gelmesinin ardından aynı durum yurt içinde de yaşanmıştır. Kriz öncesinde %80 faiz oranını yüksek bulan hükümet, bu dönemde %400 gibi astronomik faiz oranından borçlanmak zorunda kalmıştır (Gaytancıoğlu, 2010; Toprak, 2010).

Birinci nesil kriz modelinin vurguladığı gölge döviz kuru veya gölge fiyatlama, Türkiye ekonomisi için de geçerli olmuştur. Bu noktada, döviz piyasasında iki farklı kur gözlenmiştir. Birinci kur, Merkez Bankası tarafından açıklanan resmi kur iken diğer kur ise piyasa tarafından belirlenen dalgali kurdur. Piyasada meydana gelen iki kur arasındaki farklılaşma, döviz talebinin o dönemlerde devam etmesine yol açan etmenlerden biridir. Örneğin, 1994 yılının Ocak ayında dalgali kur, resmi kurdan %22,9 kadar yüksek seviyede seyretmiştir.

Kriz dönemi, ülke ekonomisini ağır hasara uğratmıştır. Hem reel sektör hem de finansal sektörde kriz ciddi biçimde etkisini göstermiştir. Gecelik faiz oranları %1000 seviyelerine kadar tırmanmıştır. Faiz oranının bu kadar yükselmesinin temel nedeni, bankaların birbirine borç verme konusundaki isteksizleridir. Bilanço yapısı bozuk olan bankaların, bu zamanda likiditeye ulaşımının imkânsız hale gelmesi, banka iflaslarını beraberinde getirmiştir. Kriz sonucunda Marmarabank, TYT Bank ve İmpexbank iflas etmiştir. Reel ekonomi ise 1994 yılında %6,1 kadar daralmıştır. Enflasyonunun %125 seviyelerine, toplam dış borcun GSYH oranının %50,1 seviyelerine tırmadığı 1994 krizi, kuralsız serbestleşme politikalarının ortaya çıkardığı kriz olarak dünya kriz kronolojisinde yerini almıştır.

3.6. 5 Nisan Kararları

Tarihe 5 Nisan Kararları olarak geçen istikrar programı, 1994 Krizinin ekonomideki etkisini azaltmak ve yapısal sorunları çözebilmek adına ilan edilmiştir. Uzun vadeli kırılganlıklara yanıt niteliğinde olduğu, istikrar programının içeriği incelendiğinde görülebilmektedir. Genel olarak enflasyon oranını düşürmek, kamu açıklarını azaltmak ve dış ticaret açık sorununu gidermek, istikrar programının temel 3 hedefidir. Bütçe açığının ekonomideki baskısını azaltmak adına KİT'lerin özelleştirilmesi, KİT'lerin mal ve hizmetlerinin fiyatlarının artırılması, tarımsal destekleme alımlarının sınırlandırılması ve sınırlı bir vergi reformunun hayata geçirilmesi gündeme gelmiştir. Kamu harcamalarını azaltmak ve kamu gelirlerinin artırılması programın genel yapısını oluşturmuştur. Dış ticaret performansını iyileştirmek için ise yüksek oranlı devalüasyon gerçekleştirilmiştir. Devalüasyonun ilk zamanlarda etkisi olumlu yönde olurken 1996 yılından itibaren ülke ekonomisi tekrar yüksek dış ticaret açıklarıyla yüzleşmek zorunda kalmıştır. Dış ticaret alanında kötüleşmenin genel sebebi ise 1995 yılından itibaren kısa vadeli yabancı sermaye

girişlerinde yaşanan büyük artıştır. 1995-1996 yıllarındaki sermaye girişinin 1994 öncesi sermaye girişlerinden daha yüksek oranda olması, Türk lirasının reel olarak değerlendirilmesine neden olmuş ve ithalat rakamları artış göstermiştir. Sermaye hareketlerinin artması, enflasyon sorununa ve cari açığı sürdürebilir olmayan Türkiye ekonomisinde dolarizasyon eğiliminin devam etmesine yol açmıştır. Enflasyon konusunda ele tutulur tek gelişme, kamu müesseselerine verilecek kredilere tavan uygulaması getirilmesidir. Hazine kısa vadeli avans miktarının %15'ten 1998 yılına kadar %3 seviyesine indirilmesi, programla birlikte karara alınmıştır (Oktay, 1994; Mangir, 2006; Darıcan, 2013; Yeldan, 2001).

3.7. Kasım 2000 Krizi

2000'li yılların hemen başında meydana gelen Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizi bazı kaynaklarda tek başlık altında incelemeye tabi tutulmaktadır. Zaman aralığı kısa olmasına karşın, her iki kriz farklı risk olgularının hareketlenmesiyle ortaya çıkmıştır. Kasım 2000 krizinde kur ve faiz riski temelinde kriz süreci ortaya çıkmışken, Şubat 2001 krizinde kur ve faiz riskinin yanında likidite riski de kriz sürecinde önemli rol oynamıştır. Ayrıca 1994 Krizinin ardından Kasım 2000 Krizinde de yapısal sorunların devam etmesi, adı geçen krizlerin ayrı başlıklar altında incelenmesine neden olmaktadır.

Serbestleşme politikaları ve tutarsız iktisadi politikalar sonucunda patlak veren 1994 Krizi, ülke ekonomisine ağır hasar bırakmıştır. Mevcut yapısal bozuklukların yanında yanlış iktisadi politika uygulamalarının meydana getirdiği 1994 Krizi, 5 Nisan Kararlarının uygulanmasıyla atlatılmaya çalışılmıştır. Yukarıda da aktarılan 5 Nisan Kararları, krizin zemininin oluşmasında etkili yapısal bozuklukları gidermede etkili olamamıştır. Genel olarak, kriz sürecinin atlatılması ve etkisini hafifletmeye yönelik politikaların ağırlıklı olduğu bu istikrar programı sonrasında mevcudiyetini koruyan yapısal sorunlar, Kasım 2000 Kriz'inde öncü rol oynamıştır (Berikol, 2008; Alpay ve Alkin, 2017).

Mevcut yapısal kırılganlıkların yanında, Kasım 2000 Kriz'inin oluşumunda etkili olmuş birçok dış gelişme de meydana gelmiştir. Önemli dış gelişmeler, 1990'lı yılların ikinci yarısında başta 1997 Doğu Asya Krizi ve 1998 yılında Rus ekonomisini vuran Ruble Krizidir. Özellikle Doğu Asya Krizi, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan ülkelere ilişkin bakış açısını değiştirmekte etkili olmuştur. Tayvan'da başlayan ve ardı sıra diğer Asya ülkeleri de içine alan Doğu Asya Krizi, uluslararası yatırımcıları tedirgin etmiştir, çünkü bu ülkeler kriz öncesinde sağlam ekonomik göstergelere sahip olduğu görülmektedir. Kırılganlıklara maruz kalmayan bu ülke gruplarının bile krize sürüklenmesi, küresel likiditenin gelişmekte olan ülkelere fon akışını kesmiştir (Güloğlu,

Altınoğlu, 2002). Rus ekonomisi, bu süreci bizzat yaşayan ülkelerden birisi olmuştur. Yabancı sermayenin ülkeyi hızla terk etmesi, Rus ekonomisini felç etmiştir. Mevcut gelişmeler, diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye ekonomisini de olumsuz etkilemiştir (Bağcı, 2016; Mangir, 2006).

Türkiye ekonomisinin, dışarıdan filizlenen olumsuzlukların yanında, kendi yapısal niteliği de krize elverişli konumdaydı. Neredeyse bütün ekonomik göstergelerinde bozulmaların olması, ülke ekonomisini hem iç şoklara hem de dış şoklara karşı savunmasız hale getirmiştir. Belirtilen dönemde enflasyon rakamlarının %70 gibi yüksek seviyelerde bulunmasının yanında bütçe açıklarından dolayı faiz oranları da aşırı boyutlardaydı. Cari açık sorunun sürekli genişlemesi ve 1999 yılında ekonominin %6 gibi yüksek oranda daralması, ülke ekonomisinin tıkanmasına yol açmıştır. Bu şartlar altında IMF ile bir antlaşma yapılmıştır. Antlaşma sonrasında ülke ekonomisi, yeni bir istikrar programını uygulamaya koymuştur. Ekonomik istikrarı sağlamak, enflasyon rakamlarını makul seviyeye çekmek, mali kesimde disiplini sağlamak, vergi gelirlerini artırmak ve özelleştirme faaliyetlerini hızlandırmak gibi istikrar programının amaçları bulunmaktadır. Hedeflenen amaçlara ulaşabilmek için döviz kuru sisteminde ve parasal rejimde birtakım değişikliklere gidilmiştir. Döviz kuru sisteminde istikrarı sağlamak için 18 ay boyunca Merkez Bankası tarafından döviz kurunun gün bazında ne kadar değişim göstereceğinin ilan edilmesi, istikrar programı kapsamında hayata geçirilmiştir. Diğer bir gelişme de para politikasının kurala bağlanmasıdır. Kamunun parasal genişlemesinin önüne geçebilmek için Merkez Bankası ancak döviz rezervleri artış gösterirse parasal genişlemeye gidebileceğini uygulamaya koymuştur. Diğer radikal değişimlerdeki amaç, parasal genişleme sonrasında meydana gelen enflasyon ve piyasada bollaşan likiditenin dövize kaymasını engellemektedir. Merkez Bankasının güvenilirliğini artırıcı bu uygulamalar, ekonomik göstergelere olumlu yansımıştır. Program sonrasında enflasyon rakamı %70'den %40 seviyelerine inerken, 1999 yılında %106 olan faiz oranı %36 seviyelerine düşmüştür. Ayrıca program sonrasında ülke ekonomisi %7 büyüme performansı göstermiştir (Çokgezen, 2010).

Uygulanan program sonrasında ciddi miktarda düşüş gösteren faiz oranı, ülke ekonomisinde birtakım olayların yaşanmasına zemin hazırlamıştır. Yapısal bozuklukların hali hazırda düzeltilmediği ortamda faiz oranlarındaki geriye çekiliş, bankaların piyasaya sunduğu kredi miktarını artırmıştır. Artan kredi miktarının içeriğine bakılacak olursa tüketici kredi miktarı baskın özellik göstermektedir. Bankalar aracılığıyla artan tüketim, büyüme rakamlarının suni olarak artış göstermesine yol açmıştır. Artan tüketimin diğer yansıması da cari denge hesabının bozulmasıdır. İthalatın bu dönemden itibaren artması, cari açık rakamlarının daha da kötüleşmesine yol açmıştır. İstikrar programının öngörüsü olan yıllık cari açığın ilk dört ay gibi kısa sürede aşılması, piyasada olumsuz atmosferin oluşmasına neden olmuştur. İstikrar programının cari açık yüzünden

sürdürülemeyeceği algısı, piyasada panik dalgasının yayılmasına meydana vermiştir ve yabancı yatırımcılar ülke ekonomisinin risk taşıdığını düşünmüştür. Bu dönemde yabancı sermaye akımlarının ülkeyi terk etmeye başlaması, başta hükümeti ve bankaları tedirgin etmiştir. Bankalar, geçmiş kriz tecrübelerine nazaran açık pozisyonda kalmamak için döviz cinsinden borçlarını kapatma yoluna gitmişlerdir. Döviz talebin artması, hem döviz kuru üzerinde baskı oluşturmuş hem de faiz oranlarının tekrar yukarı yönlü harekete geçmesine yol açmıştır. Faiz oranlarındaki artış, zincirleme reaksiyon misali ekonomiyi felç etmiştir. Yüksek miktarda kamu borçlanma senetlerini elinde bulunduran bankaların faiz artışıyla birlikte zarara uğramaları, bankacılık sektöründeki havayı daha da karamsar hale getirmiştir ve döviz talebi kartopu etkisi göstererek artışını sürdürmüştür (Darıcan, 2013). Bu dönem içerisinde Kasım ayında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun (TMSF) Demirbank'a el koyması, bankacılık sektörünü işlevsiz hale getirecek ortamın oluşmasına zemin hazırlamıştır. Bankaların belirsizlik ortamında birbirlerine borç verme işlevini durdurmaları, faiz oranlarını tırmanışa geçirmiştir. Demirbank'ın ardından Etibank ve Bank Kapital'in de aynı durumla karşılaşması, ülke ekonomisinin bankacılık sektörünü tıkanmasına neden olmuştur. Bu durum karşısında 27 Kasım 2000 tarihinde Merkez Bankası piyasaya 3 milyar dolar satarak müdahalede bulunmuş ve aynı tarihte borsa endeksi %26 gibi yüksek bir oranda düşüş yaşamıştır (Özatay ve Sak, 2002).

Bu ortamın yaşanmasında Merkez Bankasının o dönemdeki duruşu önemli rol oynamıştır. İstikrar programı kapsamında Merkez Bankasının parasal genişleme miktarının gelen döviz rezervlerine bağlanması ve sabit döviz kuru uygulaması, piyasaya gerektiği zamanlarda parasal müdahalenin önünü tıkamıştır. Bankaların likidite sıkıştığının olması ve aynı zamanda son borç verme merci görevini yerine getirememesi, bankacılık sisteminin tıkanmasına yol açan en önemli olaydır. Sabit döviz kurunun da korunması, piyasaya döviz satışlarının sürekli hale gelmesine ve rezervlerin bu süreçte erimesine neden olmuştur. Bankaların birbirlerine borç verme isteksizliği, likidite sorunu yaşayan birçok bankayı zor duruma sokmuştur. Aralık 1999-Ekim 2000 tarihlerinde TMSF tarafından 7 bankaya el konulması, durumun ciddiyetini gösteren önemli bir veridir. Kriz döneminde bankaların bu şekilde zarara uğramasına ve bankacılık sektörünün durma noktasına gelmesine, o dönemlerde bankacılık sektörünün genel yapısı sebebiyet vermiştir. Kontrol ve denetim mekanizmasından uzak şekilde yapılandırılan bankacılık sektörünün, yüksek kâr motivasyonu ile faiz ve kur risklerini göz ardı ederek işlemleri gerçekleştirmesi, bankacılık sektörünün kırılgan yapıda olmasına kaynaklık etmektedir. Örneğin yabancı sermaye geldiği zamanlarda bankalar, kısa vadeli döviz cinsinden borçlanarak elde ettiği fonları piyasaya kredi olarak sunmaktaydı. Döviz riskinin olası olduğu bir ekonomide bu fon elde etme biçimi, bilanço yapısını bozan ve iflasları beraberinde getirebilecek bir durumdur. Bankaların bilanço yapısını bozan diğer bir olumsuzluk ise bankaların varlıkları kısa vadeli iken borçların vadesinin daha uzun olmasıdır. Bu durum, faiz riski oluşması halinde bankaların likidite ihtiyacını artırmaktadır. Bankacılık sektörünü kırılgan hale getiren diğer bir unsur ise kredi verirken dikkatli

davranılmamasıdır. Kredi geçmişini göz ardı ederek kredi verilmesi, ekonomik darboğazlar ortaya çıktığında geri dönmeyen kredi miktarını arttırmaktadır (Berikol, 2008; Çokgezen, 2010).

3.8. Şubat 2001 Krizi

Yukarıda sıralanan bankacılık sektörünün içerdği kırılganlıklar, Şubat 2001 Kriz'ine ortam hazırlamıştır. Kasım 2000 ile Şubat 2001 Krizi birlikte değerlendirildiğinde ikiz kriz kavramı, Türkiye ekonomisi için vuku bulmuştur. Kasım 2000 bankacılık kriziyle başlayan süreç, Şubat 2001'de para krizini tetiklemiştir (Alper, 2001). Kasım 2000 krizi, ülke ekonomisine ağır darbe vurmuştur. Merkez Bankasının rezervlerinin eridiği bu zamanda döviz talebi durdurmak için faiz oranları yükseltilmiştir. Ekonominin biraz nefes almasına neden olan unsur ise ülke ekonomisinin politikalarından ziyade IMF tarafından sağlanan 7,5 milyar dolarlık ek krediyle gerçekleşmiştir. 6 Aralık 2000'de IMF kredisiyle rezerv miktarı artış gösteren ülke ekonomisi, yapısal olarak kırılgan olan bankacılık sektörü yüzünden tedirginliğini sürdürmüştür. Orta ölçekli bankaların kamuya devredilmesi sonrasında kamu kesimi yükümlülüklerinin artış göstermesi ve faiz oranlarının yükselmesine rağmen ülkenin IMF kredisi dışında dış kaynakları elde edememesi, ülke ekonomisinin kırılgan yapısını devam ettirmiştir (Pamuk, 2006). Faiz oranlarının yüksek olmasına rağmen, ülkeye kaynak transferinin yaşanmamasının ardında; ülke risk priminin yükselmiş olması ve ülke ekonomisinin güven verici yapıdan uzak olması gibi sebepler yer almaktadır. Yeni krizin her an patlak vereceği düşüncesinin ekonomideki ağırlığı, ülke ekonomisinin uçurumun kenarında yer almasına yol açmıştır. Böylesi bir ortamda ülkenin krize girmesi her an mümkün olabileceği görünmekte ve deyim yerindeyse pamuk ipliğine dönen bir durum söz konusudur. Ülke ekonomisini yeni krize sokan olay ise ekonomi cephesinden ziyade siyasi merkezli yaşanmıştır. Şubat 2001 tarihindeki Milli Güvenlik Konseyinde dönemin Başbakanı ile Cumhurbaşkanı arasındaki gerginlik piyasalarda şok etkisi yaratmıştır. Kamuoyunda anayasa kitapçığı krizi olarak adlandırılan bu olay sonrasında ülke ekonomisi durma noktasına gelinmiştir. Siyasi kriz sonrasında koalisyon hükümetinin devamlılığının sorgulanması, döviz talebini 7,6 milyar dolar seviyesine taşırken, Merkez Bankası ancak 1,2 milyar dolar rezerv satışı gerçekleştirebilmiştir. Siyasi kriz, kısa zaman içerisinde ülke ekonomisini ikinci kez spekülasyon ataklarına maruz bırakmıştır ancak bu yeni dalga yabancılar kadar yerleşikler de yüksek miktarda döviz talebinde bulunmuştur (Berikol, 2008; Bağcı, 2016). Bu durum sonrasında uluslararası kredi kuruluşlarının ülke risk primlerini daha da yükseğe çekip kredi notunu düşürmesi, faiz oranlarının yukarı yönlü hareketinin önünü açmıştır. Kasım 2000 krizine benzer şekilde bankaların birbirlerine borç verme işleminden kaçınmaları, gecelik faizin %6200 gibi rekor seviyelere sıçramasına yol açmıştır ve daha sonra bu faiz oranı %7500 seviyelerine kadar tırmanmıştır. Bu duruma ek olarak, Merkez Bankasının döviz talebinin önüne geçmek için rezerv satışı gerçekleştirmesi, IMF ile sağlanan rezervleri tekrar dip noktasına taşımıştır. Yoğun spekülasyon atakların yaşandığı bu

dönemde geçmiş istikrar programıyla yetkileri sınırlandırılan Merkez Bankası, piyasalara yeterince müdahalede bulunamamıştır. Spekülatif döviz talebine karşı rezerv satışlarıyla müdahalesi, zaten yetersiz olan döviz rezervlerinin hızla erimesine yol açmıştır (Yeldan, 2001). Döviz talebin önüne geçilememesi, 23 Şubat 2001 tarihinde sabit döviz kuruna son verildiğinin ilanını zorunlu kılmıştır (Yar, 2008). Kur çıpası uygulanmasının kaldırıldığından açıklanmasından sonra ülke tarihinin en hasar verici krizlerinden biri yaşanmıştır (Akkuzu, 2003). Merkez Bankasının dalgalı döviz kuruna geçtiğine yönelik ilanından sonra 19 Şubat 2001 tarihinde 1 dolar=683,000 TL olan kur, 23 Şubat tarihinde 1 dolar =1,073,000 seviyesine çıkmıştır. Bu süreçte Merkez Bankası rezervleri hızla tükenme noktasına gelmiştir. 2000 yılının Ocak ayında brüt 24.8 milyar dolar olan rezervler, Mart ayında 18.5 milyar dolar seviyesine gerilemiştir (Kazgan, 1994). Ocak-Ekim 2000'den sonra gerçekleşen sermaye akımları, Kasım 2000'den sonra tersine dönmüştür ve Kasım 2000-Haziran 2001 dönemlerindeki sermaye çıkışlarının GSMH oranı %12 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Boratav, 2001). Şubat 2001 krizi, sadece finansal kesiminin çökmesinin yanında (Çokgezen,2010; Akdemir, 2017: 87-88) İMKB100'de sert bir düşüş görülmüştür. Reel ekonominin tıkanması, iflasları ve işsizliği beraberinde getirmiştir. 2,5 milyon kişinin işini kaybetmesi, 53800 işyerinin iflas etmesi ve 2001 yılının ilk yarısına kadar 18 bankaya TSMF tarafından el konulması, Şubat 2001 krizinin ülke ekonomisine ağır faturasını oluşturmaktadır. Şubat 2001 krizinden sonra bundan sonraki 20 yılını etkileyecek yeni bir ekonomi programı gündeme gelmiştir. Bu program, 14 Nisan 2001 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. LİTERATÜR TARAMASI

Serbestleşme politikalarının yoğun olarak ülke ekonomilerinde uygulanması bu alanda yapılan çalışmaların yoğunlaşmasını da beraberinde getirmiştir. Çalışmanın bu kısmında önce kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını ele alan ulusal çalışmalar devamında ise uluslar arası çalışmalar aktarılacaktır.

4.1. Türkiye Ekonomisi Üzerine Çalışmalar

Çeviş ve Kadılar (2001) VAR modelinden yararlanarak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine etkisini araştırmışlardır. Çalışmada ele alınan dönem ise 1989:10-1997:09 zaman aralığıdır ve incelenen serilerin aylık değerleri kullanılmıştır. Araştırmacılar çalışma sonucunda yüksek faiz düşük kur politikasının sermaye girişlerinde önemli rol oynadığını tespit etmiştir. Ayrıca sermaye girişleri sonrasında ulusal para biriminin aşırı değerlendiği ve bunun neticesinde cari dengenin bozulduğu araştırma sonucunda belirlenmiştir.

Çimenoglu ve Yentürk (2002) regresyon analizine başvurarak çeyreklik veriler üzerinden 1987:Q1-2001:Q4 döneminde uluslar arası sermaye akımlarının tüketim harcamalarındaki rolünü irdelemişlerdir. İlgili dönemde tüketim harcamalarının yabancı sermaye akımları neticesinde arttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yünel (2022) ARDL sınır testinden faydalanarak kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi çeyreklik veriler kullanarak 1998:Q4-2019:Q3 dönemi için araştırmıştır. Test sonucu, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi kısa dönemde pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

İnsel ve Sungur (2003), Granger nedensellik analizini uygulayarak ekonomik, cari denge ve faiz oranları ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki etkileşimi göstermeye çalışmışlardır.

Araştırmacılar, 1989:Q3-1999:Q4 dönemini ele alarak ilgili değişkenlerin çeyreklik verilerine çalışmalarında yer vermişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre kısa vadeli yabancı sermaye akımlarıyla ekonomik büyüme arasında nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Bunun yanında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından cari denge ve faiz oranlarına doğru hareket eden tek yönlü nedensellik ilişkilerinin var olduğu araştırma bulguları arasında yer almaktadır.

Babaoğlu (2005) etki-tepki fonksiyonları analizinden ve EKK yönteminden faydalanarak 1991:01-2005:04 döneminde yabancı sermaye akımlarının iç ve dış belirleyicilerini tespit etmeye çalışmıştır. Araştırmanın sonuçları, ülke ekonomisine yönelen sermaye akımlarında ABD faiz oranlarının ve VIX oynaklık endeksinin belirgin etkisinin olduğuna işaret etmektedir. Ulusal faiz oranlarındaki artışın sermaye akımlarında tetikleyici bir değişime neden olmadığı, aksine sermaye çıkışlarına yol açtığı araştırmada altı çizilen sonuçlar arasında yer almaktadır. İç değişkenlerden ekonomik büyümenin yabancı sermaye akımlarında başat faktör olduğu analiz sonuçları arasında yer almaktadır. Yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisinde ekonomik büyümeyi ve para arzını artırıcı, faiz oranlarını ve reel döviz kurunu düşürücü etkiye yol açtığı araştırmacılar tarafından işaret edilmiştir.

Göksu (2005) çalışmasında çeyreklik veriler üzerinden 1997:Q4-2004:Q4 dönemi için kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisini tespit etmeye çalışmıştır. Bu amaç doğrultusunda Granger nedensellik analizinin uygulandığı çalışmada yabancı sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin var olduğunu doğrulayan sonuçlara ulaşılmıştır.

Kandil ve Trabelsi (2005) yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine olan etkisini 2001 krizi özelinde araştırmışlardır. Araştırmada 1989:Q1-2001:Q1 2001 krizi öncesi döneme ait zaman aralığını oluştururken 2001:Q2-2009:Q3 kriz sonrasında ele alınan dönemdir. Reel efektif döviz kuru, para arzı, reel üretim, tüketici fiyat endeksi, reel faiz oranı, reel özel tüketim ve yatırım harcamaları çalışmada ele alınan makroekonomik değişkenlerdir. Sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisi ise VAR analizi aracılığıyla tespit edilmeye çalışılmıştır. Gerçekleşen dönemsel analiz sonrasında sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere olan etkisinin kriz öncesi ve sonrasında ayrılmış olduğu görülmüştür. Kriz sonrası dönemde sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere olan etkisinin daha kısa süreli olduğu çalışmada ifade edilmiştir. Araştırmacılar tarafından dönemsel farklılaşma, Merkez Bankasının kriz sonrasında aktif şekilde sterilizasyon politikasını uygulanmasının neden olduğu ileri sürülmüştür.

Apak vd. (2006) 1991:Q1-2005:Q4 dönemini irdeledikleri çalışmalarında kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirleyicilerini ve makroekonomik değişkenlere olan etkisini ortaya çıkarmayı

amaçlamışlardır. Çalışmada Granger Nedensellik analizi ve VAR modeli kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre kısa vadeli sermaye girişlerinin ilk dönemlerde kendi iç dinamikleri tarafından belirlendiği ve bu durumun ülkenin iç etmenlerin sermaye girişlerinin ilk dönemlerde etkili olmadığı araştırmacılar tarafından ileri sürülmektedir. Sonraki dönemlerde ise ekonomik büyüme ve yatırım oranlarının kısa vadeli sermaye girişlerinin açıklamadaki rolünün arttığı ve adı geçen makroekonomik değişkenlerin de kısa vadeli sermaye girişlerinden etkilendiği, çalışmanın diğer bir çıkarımıdır. Buna ek olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin özel tüketim harcamalarındaki etkisinin önemli olduğu çalışmanın bulguları arasında yer almaktadır.

Uçak (2006) araştırmasında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine olan etkisi çeyreklik veriler üzerinden 1991:Q1-2006:Q2 dönemini ele alarak tespit etmeye çalışmıştır. Araştırmada Johansen eş bütünleşme, Granger nedensellik, etki-tepki fonksiyonu ve Varyans ayrıştırma analizleri uygulanmıştır. Araştırmada gerçekleşen analizler sonucunda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi yatırımlardan ziyade tüketim harcamaları üzerinden etkilediği görülmüştür.

Barışık ve Açıkgöz (2007), çeyreklik veriler kullanarak 1992:Q1-2005:Q4 dönemini inceledikleri çalışmalarında kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi açığa çıkarmaya çalışmışlardır. Araştırmada VAR modelinden yararlanılmıştır ve analiz sonuçları sermaye hareketlerinin faiz oranı üzerinden önemli etkiye sahip olduğunu işaret etmektedir.

Güriş ve Kıran (2007) reel faiz ve döviz kurunun kısa vadeli yabancı sermaye akımları üzerindeki etkisini çeyreklik veriler üzerinden 1992:Q1-2005:Q4 dönemi için analiz etmişlerdir. Çalışmada, ARDL sınır testi uygulanmıştır. Araştırma bulguları, reel faiz oranının hem kısa hem de uzun dönemde yabancı sermaye akımları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı belirleyici olmadığını göstermektedir. Reel döviz kurunun ise kısa ve uzun dönemde yabancı sermaye akımlarını yönlendiren bir değişken olduğu çalışmada elde edilen diğer bir bulgudur.

Kıran (2007) VECM ve VAR modellerini uygulayarak reel döviz kuru ile kısa vadeli yabancı hareketleri arasındaki ilişkiyi aylık veriler kullanarak 1992:01-2006:10 dönem aralığı için incelemiştir. Gerçekleşen analiz doğrultusunda araştırmacı kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin reel döviz kurundaki değişimlere oldukça duyarlı olduğunu tespit etmiştir.

Şengönül vd. (2007) VAR analizini gerçekleştirerek 1990:Q3 ile 2005:Q3 döneminde kısa vadeli sermaye akımlarının ülke ekonomisine olan etkisini açığa çıkarmaya çalışmışlardır. Yatırım, GSYH, faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı ve dış ticaret dengesi gibi çok sayıda makroekonomik

göstergenin incelendiği çalışmada analiz sonuçlarına göre sermaye akımlarının tersine dönmesi, kurlar üzerinde baskıya yol açmaktadır. Sermaye girişleri; tüketim, yatırım ve milli gelir üzerinde kısa süreli artışa yol açarken aynı zamanda ulusal paraya değer kazandırmaktadır. Sermaye akımlarının uzun dönemde faiz oranında ve dış ticaret dengesinde bozulmaya açtığı ama enflasyon oranında önemli etkiye yol açmadığı, çalışmada vurgulanan bulgulardır.

Şimşek (2007), kısa vadeli sermaye akımlarının GSYH'a, dış ticaret dengesine ve reel döviz kuruna etkisini 1992:01-2005:12 dönemine ait aylık veriler kullanarak araştırmıştır. Johansen eş bütünleşme testi, Granger nedensellik analizi ve etki-tepki fonksiyonu analizi çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemlerdir. Gerçekleşen araştırma sonucunda, yabancı sermaye akımları ile ilgili makroekonomik değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiğine dair bulgulara ulaşılmıştır. Bunun yanında sermaye akımları ile makroekonomik değişkenler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin var olduğu araştırmada tespit edilmiştir. Etki-tepki fonksiyonu analizi ise sermaye akımlarında meydana gelen şokun ağırlıklı seriler üzerinde pozitif tepkinin oluşumuna yol açtığını belirtmektedir.

Değirmen ve Elmas (2008) 1989:Q1-2003:Q4 dönemini göz önünde bulundurarak ülke ekonomisinde bütçe açığı, faiz oranları, reel döviz kuru, ihracat ve kısa vadeli sermaye girişleri arasındaki etkileşim mekanizmasına açıklık getirmeye çalışmışlardır. Çalışmanın genel amacı, sermaye hareketlerinin serbestleştiği dönem olan 1989 yılından sonra kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomiye olan etkisini netleştirmektir. Bu amaç doğrultusunda araştırmacılar VAR Analizi'ni uygulamıştır. Gerçekleştirilen ekonometrik analiz sonucunda, faiz oranlarındaki pozitif şokun kısa vadeli sermaye akımlarını ülkeye yönlendirdiği ve kısa vadeli sermaye akımlarının faiz oranlarına karşı duyarlı olduğu anlaşılmıştır. Faiz oranlarını artıran etmenin ise bütçe açıkları olduğu ve bu durumun hükümetin bütçe açıklarını kısa vadeli sermaye girişleriyle finanse ettiği anlamına geldiği araştırmacılar tarafından ileri sürülmüştür. Kısa vadeli sermaye girişlerinin tetiklediği diğer bir mekanizmanın da reel döviz kurlarıyla ihracat üzerinden gerçekleştiği çalışmada ifade edilmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri sonrasında ulusal para birimi aşırı değerlendirildiği ve bunun sonucunda ihracat performansının zarar gördüğü çalışmanın altı çizilen sonuçlardandır.

Esen (2008) kısa vadeli sermaye hareketlerinin 1987-2007 dönemi içerisinde seçili makroekonomik değişkenlere olan etkisini korelasyon yöntemini uygulayarak araştırmıştır. Çalışmada döviz kuru, enflasyon oranı, yatırım, tüketim, milli gelir ve ödemeler dengesi göz önünde bulundurulmuş makroekonomik değişkenlerdir. Gerçekleşen analiz sonucunda kısa vadeli sermaye akımlarındaki artışın makroekonomik değişkenlerde iyileşmeye yol açarken sermaye çıkışlarının ülke ekonomisine olan etkisinin ağır olduğuna dair bulgulara ulaşılmıştır.

Keskin (2008) kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının seçili makroekonomik değişkenlere olan etkisini ARDL modelini kullanarak araştırmıştır. Çalışmada 1992:01-2007:07 dönemine ait aylık veriler kullanılmıştır. Gerçekleşen analiz sonucunda, yabancı sermaye girişlerinin ulusal para birimini değerli kılarak cari işlemler dengesinde bozulma meydana getirdiği görülmüştür. Faiz oranlarının ise uzun dönemde yabancı sermaye girişleri neticesinde düştüğü ve döviz rezervlerinin ise arttığı araştırmanın ileri sürdüğü sonuçlar arasında yer almaktadır.

Mangır (2008) regresyon analizinden faydalanarak yabancı sermaye akımlarının seçili makroekonomik değişkenlere etkisini ortaya koymaya çalışmıştır. Ocak 2001 ile Aralık 2006 dönemini içeren araştırmada özel sektör kredileri, tüketici kredileri özel sektör yatırımları, sanayi üretim endeksi, iç borç faiz oranı, reel döviz kuru, GSYİH ve faiz dışı konsolide bütçe ele alınan makroekonomik değişkenlerdir. Araştırmaları sonuçları, yabancı sermaye girişlerinin özel sektör ve tüketici kredilerini artırdığını işaret etmektedir.

Örnek (2008) kısa vadeli sermaye akımlarının yurt içi tasarruf ve büyüme oranlarına etkisini tespit etmeye çalışmıştır. Bu amaç doğrultusunda Johansen-Juselius Eşbütünleşme ve Granger Nedensellik analizlerinin kullanıldığı araştırmada değişkenler arasındaki etkileşiminin incelendiği dönem 1996:Q4-2006:Q1'dir. Nedensellik analizi sonuçları, kısa vadeli sermaye akımları ile yurt içi tasarruf oranları arasında nedensellik ilişkisinin olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca çalışmada kısa vadeli sermaye akımları ve ekonomik büyümenin yurt içi tasarrufları negatif yönde etkilediği ama ekonomik büyümenin kısa vadeli sermaye akımlarından pozitif yönde etkilendiği sonucuna varılmıştır.

Demir ve Sever (2009) 1992-2006 döneminde kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicileri üzerine bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada kısa vadeli sermaye akımlarının iç (yurt içi-çeken) ve dış (yurt dışı-iten) etmenlerine olan duyarlılığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Araştırmacılar dış etmenler olarak ABD faiz oranı ve sanayi üretim endeksini kullanırken iç etmenler olarak ise devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı, bütçe açığının ve cari işlemler açığının GSYH oranı, kamu dış borç stoku ve hisse senedi fiyatlarını göstermektedir. Çalışmada ülke ekonomisine yönelen sermaye akımlarının iç etmenler doğrultusunda hareket ettiği sonucuna varılmıştır. Kamu dış borçlarında bütçe açığında ve hazine bonusu faizindeki artışın, sermaye girişlerini olumsuz yönde etkilediği, bunun nedeninin ise ilgili dönemlerde yaşanan krizler neticesinde bu göstergelerdeki artışın risk unsuru biçiminde algılanmasının olduğu çalışmada altı çizilen yorumlamadır.

Sümer (2009) 1992:Q1-2007:Q4 dönemini içeren çalışmada yabancı sermaye akımları içerisinde olan doğrudan yabancı yatırımların ve kısa vadeli yabancı sermaye akımının ekonomik çıktıya olan etkisini test etmiştir. VAR analizine dayalı tepki-tepki fonksiyonları analizi ve Varyans Ayırıştırma

yöntemi, değişkenler arasındaki ilişkinin tespiti için kullanılmıştır. Yapılan analiz doğrultusunda ekonomik çıktının kısa vadeli sermaye akımlarındaki hareketlere daha duyarlı olduğu anlaşılmıştır.

Erataş ve Öztekin (2010) nominal döviz kurunun ve reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 1995-2009 dönemine ait çeyreklik veriler üzerinden ele alınan değişkenler arasındaki ilişki ARDL yaklaşımı uygulanarak irdelenmiştir. Elde edilen sonuçlar değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettiği durumunu işaret etmektedir. Reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketlerinin üzerinde pozitif etkisinin olduğu ve faiz oranlarındaki artışın, sermaye girişlerine yol açtığı analiz bulgularıdır. Nominal döviz kurundaki artış ise sermaye hareketlerini tersine çeviren etmen olarak analiz sonuçları arasında yer almaktadır. Çalışmada elde edilen ampirik bulgular, ülke ekonomisinde yüksek faiz, düşük kur politikasının sermaye akımları üzerindeki işlevselliğini doğrulamaktadır.

Uçan ve Öztürk (2010) yürüttükleri çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisini saptamaya çalışmışlardır. Reel döviz kurunun yanında araştırmacılar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurt içi kredi miktarına, kamu harcamalarına ve dış ticaret hadlerine olan etkisini de inceledikleri çalışmalarında VAR analizine dayalı etki-tepki fonksiyonlarından yararlanmışlardır. 1991:Q4-2007:Q2 dönemini irdeledikleri çalışmada ekonometrik analiz bulgularının, kısa vadeli sermaye akımlarının dış ticaret haddine, kamu harcamalarına ve yurt içi kredi miktarına etkisinin zayıf olduğunu göstermektedir. Reel döviz kurunun ise kısa vadeli sermaye akımlarında meydana gelen şoklara teorik beklentiler doğrultusunda cevap verdiği diğer bir ifadeyle değer kaybı yaşadığı ancak uzun vadede kendi ortalamasına yakınsadığı belirlenmiştir.

Turgut (2010) sıradan EKK ve ağırlıklı EKK yöntemlerinden yararlanarak kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik belirleyicileri üzerine çalışmıştır. 1992-2008 dönemine ait yıllık verilerin ele alındığı çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru ve faiz oranından negatif yönde etkilendiği görülmüştür. Doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve cari yatırımların kısa vadeli sermaye akımları üzerinde bir etkisinin olmadığı gözlemlenen çalışmada GSMH ve enflasyonun kısa vadeli sermaye akımlarını pozitif yönde etkilediği sonucuna da ulaşılmıştır.

Uçan ve Öztürk (2010) Johansen-Juselius eş bütünleşme testi, etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizlerini kullanarak kısa vadeli hareketleri ile reel döviz kuru arasındaki ilişkiyi irdelenmişlerdir. Çeyreklik veriler üzerinden 1991:Q4-2007:Q2 dönemini kapsayan çalışmalarında eş bütünleşme analizinin sonuçları, değişkenlerin eş bütünleşik olmadığını işaret etmektedir. Varyans ayrıştırma analizi bulguları ise reel döviz kurundaki değişiminin büyük ölçüde kendisinde meydana gelen şoklar nedeniyle olduğunu ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurundaki değişimlerine etkisinin az olduğunu

içermektedir. Etki-tepki fonksiyonu analizi, kısa vadeli sermaye hareketleri serisinde oluşan bir şokun reel döviz kurunda sadece 4. dönemde negatif yönlü tepkiyle karşılandığı, ele alınan diğer dönemlerde ise reel döviz kurunun sermaye hareketlerindeki şoklara tepkisiz kaldığı belirlenmiştir.

Nişancı ve Kabadayı (2011) araştırmalarında kısa vadeli sermaye akımlarının iç ve dış belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. İç etmenleri GSYH büyüme oranı, İMKB100 endeksi, ulusal faiz oranı, enflasyon oranı; dış etmenler olarak ise ABD faiz oranları dikkate alınmıştır. Araştırmada ekonometrik sonuçları elde etmek için Granger Nedensellik analizi, Hata Düzeltme Model (Error Correction Models-ECM) ve En Küçük Kareler (EKK) yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda elde edilen ekonometrik sonuçlar, iç etmenlerdeki artışın ülkeyi uluslararası sermaye akımları açısından cazip hale getirdiği ve iç etmenlerde artış sonucunda sermaye akımlarının arttığını ifade etmektedir. Örneğin ekonomik büyümedeki %1'lik artış, 294 (bin dolar), yurtiçi faiz oranlarında %1'lik artış 50 (bin dolar) ve borsa endeksindeki artış ise 33 (bin dolar)'lık sermaye girişine yol açmaktadır. ABD faiz oranlarındaki artışın teorik olarak sermaye çıkışına neden olması beklenirken bu çalışmada ABD faiz oranlarındaki artışın da sermaye girişlerini artırdığına ilişkin bulgu, çalışmanın sonunda gözlenmiştir.

Kara (2012) Aralık 1991 ile Mart 2011 dönemini kapsayan çalışmasında gecelik faiz oranı ile kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki bağlantısını açığa çıkarmaya çalışmıştır. Araştırmacı, faiz oranları ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi, ele alınan zaman dilimini tamamen ve dönemsel olarak incelemiştir. Johansen eş bütünleşme testi vasıtasıyla bütün bir dönem içersindeki değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişki, Kejriwal ve Perron eş bütünleşme testi kullanılarak da dönemsel ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir. Bunlara ek olarak değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi de Toda-Yamamoto nedensellik analizi kullanılarak irdelenmiştir. Yapılan testler sonrasında dönemsel temelde Temmuz 2000 ve Mart 2011 aralığında negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Nedensellik bulguları ise sermaye hareketleri ile gecelik faiz oranı arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu belirtmektedir.

Yıldırım ve Taştan (2012) yabancı sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasındaki nedensellik ilişkisinin zamanla değişip değişmediğini tespit amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışma aylık veriler üzerinden 1992:01-2009:08 dönemini kapsamaktadır. Değişkenler arasındaki zamanla değişen nedensellik ilişkisini belirlemek için araştırmacılar Breitung ve Candelon (2006) frekans alanı nedensellik analizinden yararlanmışlardır. Araştırma bulguları, özellikle 2001 krizinden sonra ekonomik büyümenin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından bağımsız hareket ettiğine işaret etmektedir.

Direkçi ve Kaygusuz (2013) 1990:Q1-2012:Q4 dönemini ele aldıkları çalışmalarında ARDL yaklaşımını kullanarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki bağlantıyı analiz etmişlerdir. Çalışma, enflasyon oranı, milli gelir, cari açık ve reel faiz oranı dikkate alınan makroekonomik değişkenleri meydana getirmektedir. Çalışmada ayrıca değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi, Toda-Yamamoto nedensellik testi vasıtasıyla araştırılmıştır. Çalışmada milli gelirin bağımlı değişken olduğu model istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ve bu doğrultuda gerçekleşen analiz sonucunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin milli gelir üzerinde pozitif etkisinin olduğu, hem kısa hem de uzun döneme ait analiz sonuçlarında görülmüştür. Nedensellik analizi sonuçları da kısa vadeli sermaye hareketlerinden milli gelire doğru hareket eden nedensellik ilişkisinin varlığını kanıtlamıştır.

Aslan vd. (2014) kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme ve reel döviz kuruna etkisini etki-tepki analizini, varyans ayrıştırma yöntemini ve Granger nedensellik analizini kullanarak araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ile ilgili değişkenler ayrı ayrı analize tabi tutulmuştur. Analizde çeyreklik veriler ele alınmış olup incelenen dönem 1998:Q1-2011:Q2 zaman aralığını kapsamaktadır. Ekonomik büyüme ile sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi irdeleyen adımda sermaye hareketlerinden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırma metodunda ise ekonomik büyümedeki değişiminin büyük oranda kendisinden kaynaklandığı görülmüştür. Etki-tepki analizi sonuçları ise sermaye hareketlerinde meydana gelen şok ekonomik büyüme tarafında zayıf formda ilk 3 dönemde negatif biçimde karşılık bulmaktadır ve ilerleyen dönemlerde ekonomik büyümedeki tepki, denge seviyesinin etrafında salınım göstererek sönümlenmektedir. Sermaye hareketleri ise ekonomik büyümedeki şoklara pozitif yönlü tepki vermektedir. Reel döviz kuru cephesinde ise sermaye hareketleri ile değişken arasında çift yönlü nedenselliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Etki-tepki analizi bulgularına göre değişkenler, birbirlerinde meydana şoklara pozitif yönde tepki vermektedir ve tepki dönem sonunda bile sönümlenememektedir. Reel döviz kurunun tepkisinin, sermaye hareketlerinden daha güçlü konumda olduğu ayrıca çalışmanın sonuçları arasında yer almaktadır. Varyans ayrıştırma sonuçları isereel döviz kurundaki değişimin çoğunlukla kendisi tarafından açıklandığını belirtmektedir.

Karpuz ve Kızıltan. (2014) kısa vadeli sermaye akımları ile reel döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmanın kapsadığı zaman aralığı 2003:01-2014:03 dönemidir. Bu bakımdan çalışmada aylık veriler kullanılmıştır. Nedensellik analiz sonuçları, değişkenler arasındaki çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Değişkenler arasındaki regresyon analizi de ilk 3 ve 0 aylık dönem içerisinde reel döviz kuru sermaye akımlarından etkilenirken ilerleyen dönemlerde reel döviz kurundaki değişimlerin sermaye akımlarını etkilediğini belirterek nedensellik sonuçlarını doğrulayan nitelikte bulgular öne sürülmüştür.

Taşkın ve Okur (2014) ekonomik büyüme, doğrudan yabancı yatırımlar ve portfolyo yatırımları arasındaki etkileşimi ortaya çıkarmak için etki-tepki analizi, varyans ayrıştırma metodu ve Granger nedensellik analizini kullanmışlardır. 2001:Q1-2013:Q2 dönemini kapsayan çalışmada çeyreklik veriler kullanılmıştır. Nedensellik bulguları, ekonomik büyümenin yabancı sermaye akımlarını belirleyen faktör olduğunu vurgulamıştır. Çalışmada portfolyo yatırımlarından ekonomik büyümeye doğru da tek yönlü nedensellik ilişkisi, doğrudan yabancı sermayeden büyümeye doğru nedensellik ilişkisi tespit edilmemiştir. Etki-tepki fonksiyonları ve varyans-ayrıştırma analizleri de nedensellik testinin bulgularını doğrular yönde sonuçlar ortaya koymuştur.

Karahan ve İpek (2015) yabancı sermaye akımlarının tasarruf ve yatırımlardaki etkisini 1991:Q1-2013:Q4 dönemine ait çeyreklik veriler üzerinden tespit etmeye çalışmışlardır. ARDL yaklaşımının kullanıldığı araştırmada yabancı sermaye akımlarının tasarruflar üzerinde olumlu etkiye yol açmadığı bulgusu elde edilirken yatırımların yabancı sermaye akımlarından pozitif yönde etkilendiği görülmüştür. Bu durumun ekonomik büyümenin ve yatırımların dış finansmana bağlı gerçekleştiği, ayrıca sermaye akımlarıyla sağlanan büyümeyle sağlanan gelirin tasarruflardan ziyade tüketim kanalına yöneldiği, çalışmada araştırmacılar tarafından altı çizilen ifadelerdir. Yabancı sermayeye bağlı büyümenin, ülke ekonomisini kırılgan konuma sürükleyerek sermaye çıkışlarına bağlı olumsuzlukların yaşanma ihtimalini artırabileceği, çalışmada ileri sürülen sonuçlar arasında yer almıştır.

Organ ve Berk (2016) gerçekleştirdikleri çalışmada kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Çalışmada, 2005:01-2014:12 dönemi göz önünde bulundurulmuş ve değişkenler arasındaki ilişkiyi tespit etmek için ekonometrik analiz olarak VAR modeli uygulanmıştır. Modelin ortaya koyduğu kanıtlar, kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunun değişimini açıklayan etmenlerden biri olduğunu işaret etmektedir. Etki-tepki fonksiyonu sonuçlarına dayanarak kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasıyla 4 dönem döviz kurunu düşürücü etkisinin ortaya çıktığı belirlenmiştir.

Apaydın ve Şahin (2017) kısa vadeli sermaye akımları, reel döviz kuru ve GSYH arasındaki etkileşimi 1991:Q1-2007:Q3 dönemi özelinde incelemişlerdir. Araştırmada Yapısal Vektör Otoregresyon (Structural Vector Auto Regression-SVAR) analizi, uygulanan ekonometrik yöntemdir. Test sonuçları, kısa vadeli sermaye akımlarının reel kur aracılığıyla ekonomide önemli dalgalanmaların yaşanmasına neden olduğunu göstermektedir.

Baran ve Tuncay (2017) araştırmalarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli sermaye hareketlerinin optimizasyonuna yönelik bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Geçiş olasılıkları için matris yönteminin kullanıldığı araştırmada ülkelerin yabancı sermaye akımları özelinde

avantaj ve dezavantajlı unsurları tespit edilmeye uğraşmıştır. Yöntem 2014 yılının verileri üzerine gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları ise Türkiye ekonomisinin faiz oranlarının sermaye hareketlerini çekmede önemli bir unsur olduğunu işaret etmektedir. Ancak enflasyon oranı ve kur oynaklığının ele alınan ülke grupları içerisinde Türkiye ekonomisini, sermaye akımlarını çekmede dezavantajlı konuma sürüklediği, araştırmanın diğer bir bulgusunu meydana getirmektedir.

Ayhan (2019) ARDL, FMOLS, DOLS ve Markow Switching yöntemlerine başvurarak kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeye olan etkisini bulmaya çalışmıştır. Portföy yatırımları çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının göstergesi olarak ele alınmıştır. Ekonomik büyüme göstergesi olarak da araştırmacı sanayi üretim endeksine çalışmada yer vermiştir. Araştırmada aylık veriler kullanılmıştır ve incelenen zaman aralığı 2005:01-2018:01 dönemidir. Uygulanan testler sonucunda, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının sanayi üretim endeksi üzerinde anlamlı bir etkiye yol açmadığı görülmüştür.

Bal (2019) ARDL sınır testi ve Toda-Yamamoto nedensellik analizini uyguladığı çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine olan etkisini araştırmıştır. Çalışmada, GSYH, reel efektif döviz kuru, tüketici fiyat endeksi, nominal faiz oranı ve kredi notları dikkate alınan makroekonomik değişkenleri meydana getirmektedir ve değişkenler arasındaki etkileşiminin incelendiği dönem 2005-2018 aralığını kapsamaktadır. Çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile makroekonomik değişkenler ayrı modeller üzerinden test edilmiştir ve değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığını ret edecek bulgular elde edilmiştir. Nedensellik analizi sonuçları, GSYH ile yabancı sermaye akımı arasında çift yönlü ve kredi notlarından yabancı sermaye akımına doğru hareket eden tek yönlü nedensellik ilişkilerinin var olduğunu işaret etmektedir.

Barbaros ve Kalaycı (2019) kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme ve cari işlemler dengesine olan etkisini Granger Nedensellik testini, etki-tepki fonksiyonları ve Varyans ayrıştırma analizlerini uygulayarak araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının değişkenler üzerindeki etkisinin dönemsel farklılık gösterip göstermediğini anlamak için araştırmacılar verileri 1992:Q1-2002:Q4 ve 2003:Q2-2018:Q2 çeyreklik olarak iki döneme ayırmışlardır. Gerçekleşen analizler sonucunda, ekonomik büyümenin ele alınan her iki dönemde de kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından etkilendiği, yabancı sermayeye bağlı büyümenin ise cari açığa yol açtığı tespit edilmiştir.

Çiğdem (2019) kısa vadeli sermaye akımlarının dış ticaret dengesindeki rolünü, ARDL sınır testi ile Hata Düzeltme Modeli (ECM) modellerini kullanılarak tespit etmeye çalışmıştır. Çalışmada portföy yatırımları kısa vadeli sermaye akımlarını niteleyen değişken olarak ele alınmış ve 1986-2017 dönemini

içeren yıllık veriler analiz sürecinde değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda araştırmacı, kısa vadeli sermaye akımlarının hem kısa hem de uzun dönemde dış ticaret açığına yol açtığını vurgulamaktadır.

Demirel (2019) kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının itici ve çekici faktörlerini ARDL yöntemi, Hata Düzeltme modeli ve Varyans ayrıştırma modeli kullanarak belirlemeye çalışmıştır. Araştırmanın temel aldığı yıl aralığı 2008-2014 dönemini kapsamaktadır. Test bulguları reel efektif döviz kuru, CDS primi ve faiz oranlarının yabancı sermayeyi çeken iç etmenler olduğunu işaret etmektedir. FED faiz oranı, VIX (global risk endeksi) ve EMBI (gelişmekte olan ülke piyasa bono endeksi) göstergelerinin ise sermaye akımlarındaki etkili itici faktörler olduğu araştırmada elde edilen diğer bir sonucu meydana getirmektedir.

Kal (2019) aylık veriler üzerinden 2003:01-2018:12 döneminde dolarizasyon, kur oynaklığı ve kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. EGARCH-M modeli çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemdir. Gerçekleşen analiz sonucunda, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının koşullu kur oynaklığı üzerinde aşağı yönlü etkiye neden olduğu anlaşılmıştır.

Kaçar (2019) kısa vadeli sermaye hareketlerinin mevduat faizine, reel döviz kuruna, döviz rezervlerine, enflasyon, işsizlik oranına ve dış ticaret dengesine olan etkisini bulmaya çalışmıştır. Çalışmada incelenen zaman aralığı 2002:Q4:2016:Q4 dönemini içermektedir. ARDL yaklaşımı ve Granger nedensellik analizi uygulanan ekonometrik yöntemlerdir. Araştırma sonuçları, kısa vadeli sermaye hareketleri ile döviz kuru ve dış ticaret dengesi uzun dönemli ilişkiye sahip olduğunu işaret etmektedir. GSMH'dan sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi de nedensellik analizi sonuçları tarafından doğrulanmıştır.

Korucu Gümüsoğlu ve Alçın (2019) etki-tepki fonksiyonu analizini kullanarak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının cari açık üzerindeki rolünü çeyreklik veriler kullanarak 1998-2015 dönemi için araştırmışlardır. Çalışmada kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının cari açık üzerinde pozitif tepkinin oluşumuna neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Temiz ve Konat (2019) ARDL Sınır testini uygulayarak kısa vadeli sermaye hareketleri ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimi incelemişlerdir. Çalışmada, tüketici fiyat endeksi, sanayi üretim endeksi, nominal döviz kuru ve 2 yıllık tahvil faiz oranı ele alınan makroekonomik değişkenlerdir. Araştırmada aylık veriler kullanılarak 2006:06-2018:12 dönemi incelenmiştir. ARDL sınır testi sonuçları, seriler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı işaret etmektedir. Uzun dönemde,

makroekonomik değişkenlerden sadece sanayi üretim endeksinin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı pozitif etki meydana getirdiği, araştırmada ileri sürölmektedir. Kısa döneme ait sonuçlarda da, sanayi üretim endeksinin kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde pozitif yönde etkiye yol açtığı görölmüştür. Bunun yanında nominal döviz kurundaki hareketlerin kısa dönemde kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde negatif yönde etkiye neden olduğu araştırmanın sonuçları arasında yer almaktadır.

Aka (2020) En Küçük Kareler (EKK) yöntemi vasıtasıyla kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının cari açık üzerindeki rolünü araştırmıştır. Yıllık verilerden yararlanılan çalışmada 1990-2018 dönemi inceleme altına alınmıştır. Araştırmacı, gerçekteşen analiz doğrultusunda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının cari açığı azaltıcı etkiye sahip olduğunu doğrulayan bulgulara ulaşmıştır.

Aslan (2020) 1998:Q1-2017:Q4 dönemini çeyreklik veriler kullanarak incelediği çalışmasında yabancı sermaye akımları türlerinin ekonomik büyümeyle olan etkisini irdelemiştir. Araştırmada bu amaç doğrultusunda ARDL yöntemini uygulanmıştır. Analiz bulguları, kamu tarafından gerçekteşen dış borçlanmanın uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı etkiye sahip olduğunu belirtmektedir. Özel sektör dış borçlanmasının ve doğrudan yabancı yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde anlamlı etkiye sahip olmadığı da araştırmacı tarafından çalışmasında ifade edilmektedir.

Barbaros vd. (2020) 1998:Q1-2019:Q2 dönemini kapsayan çalışmalarında çeyreklik veriler kullanarak sıcak para girişleri ile cari açık arasındaki ilişkiyi test etmişlerdir. Granger nedensellik analizinin uygulandığı çalışmada sıcak para girişlerinin cari açığın nedeni olduğu tespit edilmiştir.

Çelik ve Yavuz (2021) ARDL sınır testi ve Hata düzeltme modelini kullanarak çeyreklik veriler üzerinden 1996:Q1-2021:Q1 dönemini özelinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının cari açık üzerindeki rolünü tespit etmeye çalışmışlardır. Yapılan testler kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının uzun dönemde cari açık üzerinde anlamlı etkiye sahip olmamasına rağmen kısa dönemde negatif etkiye sahip olduğunu işaret etmektedir.

Erdoğan ve Tatar (2021) 2006:Q1-2019:Q4 dönemini ele aldıkları araştırmalarında kısa vadeli sermaye akımlarının belirleyicilerini ortaya koymaya çalışmışlardır. Ele alınan dönem içerisinde, Merkez Bankası politika faizi, döviz kuru ve BİST100 endeksi dikkate alınan potansiyel belirleyiciler olarak araştırmada yer bulmuştur. ARDL yaklaşımı ise çalışmada uygulanan ekonometrik yöntemdir. Araştırma bulguları, ele alınan değişkenler içerisinde politika faiz oranının yabancı sermaye akımlarında öne çıkan değişken olduğunu göstermektedir.

Güvenoğlu ve Karahan (2021) farklı para politika rejimlerinde yabancı sermaye hareketleri ile döviz kuru arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmışlardır. Değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesi için araştırmacılar literatür taraması tekniğinden faydalanmışlardır. Gerçekleşen incelemeler sonucunda araştırmacılar, sermaye akımlarının döviz kuru üzerindeki etkisinin kısa ve uzun dönemde ayrıştığını ileri sürmüşlerdir. Sermaye girişleri sonrasında değer kazanan ulusal para biriminin uzun vadede değer kaybettiği araştırmada ileri sürülmektedir.

Albayrak ve İpek (2022) faiz oranlarının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki rolünü 1991:Q4-2021:Q1 dönemini esas alarak araştırmışlardır. Araştırmacılar, faiz oranları olarak Merkez Bankası politika faiz, mevduat faiz ve reeskont faiz oranlarını dikkate alarak farklı faiz oranı göstergelerinin sermaye hareketlerine olan etkilerini ARDL yaklaşımı, Toda-Yamamoto nedensellik ve etki-tepki analizlerini uygulayarak bulmaya çalışmışlardır. Gerçekleşen analiz doğrultusunda, faiz oranlarından sermaye hareketlerine doğru hareket eden tek yönlü nedensellik ilişkisi saptanmıştır. Faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerinde hem kısa hem de uzun dönemde pozitif etkisi olduğu araştırmacılar tarafından elde edilen bulgular arasında yer almaktadır.

Aksoy ve Özer (2023) 2000-2020 yılları arasında yabancı sermaye çıkışları ile makroekonomik faktörler arasındaki bağlantıyı tespit etmek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Araştırmada dolar kuru, doğrudan yatırımlar, cari işlemler dengesi, dış borç stoku ve enflasyon oranı seçilen makroekonomik göstergelerdir. Araştırmacılar, değişkenler arasındaki ilişkiyi Johansen Eş bütünleşme, Granger nedensellik ve Varyans ayrıştırma analizlerini kullanarak tespit etmeye çalışmışlardır. Gerçekleşen analiz sonuçlarına göre doğrudan yatırımlar ve enflasyon oranı ile yabancı sermaye çıkışları arasında çift yönlü ilişkinin varlığı söz konusudur. Sermaye çıkışlarından dolar kuruna doğru bir nedensellik ilişkisinin de varlığı çalışmada elde edilen bir sonucu meydana getirmektedir.

Sodan vd. (2023) kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının konut fiyatlarına etkisini belirlemek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Araştırmacılar aylık veriler kullanarak 2010:03-2022:05 dönemini mercek altına almışlardır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımı olarak çalışmada kısa vadeli dış borç stoku kullanılmıştır. ARIMA, Granger Nedensellik testi, Maki Eşbütünleşme analizi, etki-tepki fonksiyonu ve Varyans Ayrıştırma analizi araştırmacıların başvurduğu ekonometrik yöntemlerdir. Uygulanan testler sonucunda, seriler arasında otoregresif ve uzun dönemli ilişkinin var olduğunun anlaşılmasına karşın seriler arasında nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır. VAR modeli içerisinde yer alan etki-tepki analizi ise kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen bir şokun konut fiyat endeksinde ilk iki dönem pozitif tepkiye yol açtığı ve sonraki dönemlerde ise tepkinin negatif yönde olduğunu işaret etmiştir. Varyans ayrıştırma yöntemi de konut fiyat endeksindeki değişimlerin, kısa vadeli yabancı sermaye akımından kaynaklandığına dair bulgular ortaya koymuştur.

Yılmaz (2023) kısa vadeli sermaye hareketleri ile borsa getirisi ve likiditesi arasında asimetrik ilişkinin var olup olmadığı tespit etmek için bir çalışma gerçekleştirmiştir. Asimetrik ilişkinin tespiti amacıyla araştırmacı, NARDL yöntemini çalışmada uygulamıştır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin tespiti için ise Granger Nedensellik analizi kullanılmıştır. Araştırmacıların elde ettiği sonuçlar değişkenler arasında uzun dönemli asimetrik ilişkinin varlığını işaret etmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki şokların borsa getirisi ve likiditesi üzerinde farklı yönde ve şiddette etkiye yol açtığı, araştırmada altı çizilen bulgudur. Nedensellik analizi sonucu ise borsa likiditesi ile yabancı sermaye akımı arasında çift yönlü ilişkinin varlığına işaret etmektedir.

4.2. Diğer Ülke ve Ülke Gruplarına Yönelik Çalışmalar

Calvo vd. (1993) Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen sermaye akımlarının belirleyicilerini tespit etmeye çalışmışlardır. Gerçekleştirdikleri ekonometrik analiz doğrultusunda araştırmacılar, Latin Amerika ülkelerine gerçekleşen yabancı sermaye akımlarının en temel belirleyicisinin ABD faiz oranları olduğunu ileri sürmüşlerdir. ABD faiz oranları ile yabancı sermaye akımları arasındaki ilişkinin yönünün ise negatif olduğu çalışmada ileri sürülmüştür.

Lee (1996) Tayland, Endonezya, Güney Kore ve İspanya ekonomilerini ele aldığı çalışmada, ülkelerin faiz oranları ile ülkelere gerçekleşen yabancı sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada sadece Güney Kore ekonomisindeki faiz oranlarının yabancı sermaye hareketlerinin önemli belirleyicisi olduğuna işaret edilmiştir.

Cebula (1997) Fransa ekonomisi için gerçekleştirdiği araştırmada Johansen eş bütünleşme testi ve regresyon analizi yöntemlerinden faydalanarak yabancı sermaye hareketleri ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi irdemiştir. Cebula (1997), yabancı sermaye hareketleri ile faiz oranları arasında negatif ilişkinin olduğunu ve ilişkinin yönünün yabancı sermaye hareketlerinden faiz oranlarına doğru olduğunu çalışmasında belirtmiştir.

Domowitz vd. (1997) yabancı sermaye girişleri ile hisse senedi fiyatları arasındaki etkileşimi Meksika ekonomisi için araştırmışlardır. Çalışma aylık veriler üzerinden 1988:01-1993:07 yıllarını kapsamaktadır ve değişkenler arasındaki ilişki VAR modeli aracılığıyla tespit edilmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçları, hisse senetleri fiyatlarının yabancı sermaye girişleriyle arttığı ve zamanla bu artışın, finansal piyasada balonlara yol açarak Meksika ekonomisinin 1994 yılında kriz yaşamada rol oynadığına vurgu yapılmıştır.

Rana (1998) Kolombiya ve Şili ekonomileri özelinde faiz oranları ile yabancı sermaye akımları arasındaki etkileşimi irdemiştir. Çalışmada elde edilen bulgular, yabancı sermaye girişlerinin söz konusu ülkelerde faiz oranlarını yükselttiği yönündedir.

Montiel ve Reinhart (1999) uluslararası sermaye akımlarını belirlemek amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. Araştırmacılar, uluslararası faiz oranlarındaki değişimlerin yabancı sermaye hareketleri üzerinde belirgin role sahip olduğuna dair bulguları çalışmalarında elde etmiştir. Sonuçlara göre özellikle ABD faiz oranlarındaki artışın, gelişmekte olan piyasalara gerçekleştirilen kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini ve portföy yatırımlarını azalttığı belirlenmiştir.

Rodrik ve Velasco (1999) probit yöntemini kullanarak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine etkisini analiz etmişlerdir. 1988-1998 yıllarını kapsayan çalışmada kısa vadeli sermaye girişlerinin uzun süre devam etmesinden dolayı artan kısa vadeli borç miktarının ele alınan ülkeleri finansal krizlere sürüklediği tespit edilmiştir.

Sarno ve Taylor (1999) 1988-1992 yılları içerisinde ABD'den dokuz Asya ve dokuz Latin Amerika ülkelerine yönelen sermaye akımlarını incelemişlerdir. Araştırmacılar, yabancı sermaye akımlarına iten ve çeken faktörlerin önemini tespit etmeye çalışmışlardır. Elde edilen sonuçlar doğrultusunda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını yönlendiren en etkin unsurun Amerikan faiz oranlarındaki değişim olduğuna işaret edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülkelerin iç faktörlerinden ziyade dış faktörlere etkisinde değişim gösterdiği, çalışmada araştırmacılar tarafından vurgulanmıştır. Ele alınan ülkelere yönelen uzun vadeli yabancı sermaye akımlarında ise hem küresel hem de ülkelerin yerel faktörlerinin etkin rol oynadığı, çalışmada ifade edilen diğer bir sonuçtur.

Baharumshah ve Thanoon (2000) dinamik panel testlerini kullanarak yabancı sermaye hareketlerinin Doğu Asya ülkelerinin ekonomilerine etkisini açığa çıkarmaya çalışmışlardır. Çalışmada ele alınan ülkeler: Güney Kore, Singapur, Malezya, Tayland, Endonezya ve Filipinlerdir ve incelenen zaman aralığı 1965 ile 2000 yıllarını kapsamaktadır. Gerçekleşen analiz doğrultusunda kısa vadeli dış borçlanmanın ülkelerin tasarruf oranları üzerinde negatif etkiye sahip olduğu görülmüştür. Doğrudan yabancı yatırımların ise tasarruf oranları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu araştırmacılar tarafından işaret edilmiştir.

Bailliu (2000) yabancı sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi irdemiştir. Araştırmada, seçili 40 gelişmekte olan ülke ekonomisinin 1975-1995 yıllarını kapsayan verilerinden yararlanılmıştır. Araştırmacı, GMM metodunu kullanarak değişkenler arasındaki bulgulara

ulaşmaya çalışmıştır. Gerçekleşen testin sonuçları, yabancı sermaye girişlerinin söz konusu ülkelerin ekonomik büyümelerine katkıda bulunduğunu işaret etmektedir. Ayrıca, çalışmada elde edilen diğer bir bulgu ise finansal piyasalardaki değişimlerin yabancı sermaye hareketleri üzerinde önemli etkiye sahip olduğudur.

Reisen ve Soto (2001) 44 ülkenin 1986-1997 yıllarına ait verilerini kullanarak yabancı sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine olan etkisini araştırmışlardır. Panel regresyon analizinin uygulandığı çalışmada farklı yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin büyüme oranlarını önemli ölçüde etkilediği ve söz konusu etkinin oluşumunda ülkelerin bankacılık sektörlerinin başat rol oynadığı tespit edilmiştir.

McLean and Shrestha (2002) Asya, Latin Amerika ve Afrika kıtalarından seçtikleri 40 ülke özelinde panel regresyon analizini uygulayarak yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki bağlantısını irdelemişlerdir. 1976-1995 yıllarını kapsayan verilerin kullanıldığı çalışmada doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırıcı yönde etki oluşturduğu ancak bankalar üzerinden gelen yabancı sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Iwata ve Tanner (2003) etki-tepki fonksiyonu analizinden faydalanan Brezilya, Meksika ve Türkiye için yabancı sermaye hareketleri ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimi analiz etmişlerdir. Her ülke özelinde farklı dönemler tespit edilerek gerçekleşen analiz sonuçları, sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerinin ekonomik büyüme ve enflasyon oranlarını etkilediğini işaret etmektedir.

Kumhof (2004) gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı sermaye akımlarının söz konusu ülkelerin ekonomilerine etkisini belirlemek ve sermaye akımlarının olumsuz etkisini azaltmak adına uygulanması gereken politikaları tespit etmek amacıyla teorik temelli bir çalışma gerçekleştirmiştir. Gerçekleşen çalışma sonucunda büyük miktarda yabancı sermayenin bir ülkeye yönelmesinin parasal tabanı genişlettiği ve sonucunda enflasyona neden olduğuna işaret edilmiştir. Enflasyonist sürecin beraberinde de faiz oranlarını artırdığı araştırmacı tarafından ifade edilmiştir. Bu doğrultuda çalışmada sermaye girişlerinin miktarının büyük olduğu zamanlarda politika uygulayıcıların faiz oranlarını düşürerek sermaye girişlerini engellemesini gerektiği çalışmada ileri sürülmüştür.

Nonnemberg ve de Mendonça (2004) 38 gelişmiş ülkenin 1975-2000 yıllarını kapsayan verilerini kullanarak ekonomik büyüme ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki nedensellik ilişkisini

araştırmışlardır. Test sonuçlarına göre ekonomik büyümeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru hareket eden tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır.

Gerlach ve Gerlach- Kristen (2006) EKK, 2SLS ve 3SLS modellerini kullanarak Hong Kong ve Singapor üzerine gerçekleştikleri araştırmada sermaye çıkışları sırasında faiz oranlarının döviz riskindeki artış neticesinde arttığı sonucu elde edilmiştir.

Liu (2007) 1997 Asya Krizi üzerinden Çin ekonomisi için kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını ele aldığı bir çalışma yapmıştır. Çin ekonomisinin yanında Asya Krizi'nin vurduğu diğer Asya ülkelerini de kapsayacak şekilde bir inceleme yapılmıştır. Araştırmada yabancı sermaye girişlerinin Çin ekonomisinde kısa vadeli borçlanma miktarını finansal risk oluşturacak şekilde artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tan vd. (2013) Çin ekonomisi için çeyreklik veriler kullanarak 1991:Q1-2011:O4 yıllarını içeren bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Araştırmacılar, ARDL yöntemi ve Granger nedensellik analizlerinden faydalanarak faiz oranlarından ve döviz kurundan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu doğrulayan sonuçlar tespit etmişlerdir.

Carvalho ve Fidor (2015) Avrupa Birliği ülkelerini ele aldıkları araştırmalarında kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bayesian VAR modelinin kullanıldığı çalışmada çeyreklik veriler üzerinden 2000:Q1-2012:Q4 yılları incelemeye tabi tutulmuştur. Çalışmada elde edilen bulgular, bölge ekonomilerinde gerçekleşen kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin uzun dönem faiz oranlarını düşürdüğü yönündedir.

Wang vd. (2016) SVAR modelini kullanarak Çin ekonomisine yönelen kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının finansal piyasalara etkisini bulmaya çalışmışlardır. Bu amaçla aylık veriler üzerinden 2006:02-2011:12 yılları inceleme altına alınmıştır. Araştırmacılar, Çin ekonomisindeki varlık fiyatları değişimleri ile sermaye girişleri arasındaki güçlü ve karşılıklı ilişkinin varlığını işaret etmişlerdir. Araştırmacılar, ayrıca sermaye girişleri sonrasında piyasadaki likiditenin arttığı ve durumun varlık fiyatlarında balon oluşumuna yol açtığını tespit etmişlerdir.

Jia ve Ren (2017) çalışmalarında Çin ekonomisi için etki-tepki fonksiyonu analizini uygulayarak kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada çeyreklik veriler kullanılmış ve 2000:Q1-2014:Q4 yılları arası analiz

sürecinde değerlendirilmiştir. Gerçekleşen analizler sonucunda faiz oranları, döviz kuru, dış ticaret ve sermaye açıklıklarının Çin ekonomisinde kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini yönlendiren etmenler olduğuna işaret edilmiştir.

Maturu (2017) Bayesian VAR metodundan faydalanarak kısa vadeli sermaye girişlerinin Kenya ekonomisine etkisini çeyreklik veriler üzerinden 2000:Q1-2012:Q4 dönemi için araştırmıştır. Araştırmacıya göre kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ilk dönemlerde döviz kurunu düşürücü etkiye yol açsa da ilerleyen dönemlerde etki ters yönde işlemektedir. Faiz oranlarındaki artışın ise sermaye girişlerini sağlayan etmen olduğu çalışmada vurgulanan diğer bir sonuçtur.

Ma (2018) çeyreklik veriler üzerinden 2005:Q1-2017:Q3 dönemini ele aldığı araştırmasında, 18 yükselen piyasa ekonomisi için kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi açığa çıkarmaya çalışmıştır. Araştırmada GMM metodu ve TVP-VAR analizi uygulanan ekonometrik yöntemlerdir ve döviz kuru oynaklık endeksi, faiz oranları ve döviz kuru ele alınan makroekonomik değişkenlerdir. Analiz bulguları, döviz kuru oynaklık endeksinin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının üzerinde negatif etkiye sahip olduğu yönündedir. Faiz oranlarındaki artışın ise kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini sağladığı, araştırmada elde edilen diğer bir sonuçtur. Ayrıca kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin ele alınan bütün değişkenlerde yaşanan şoklara önemli tepkiler verdiği, araştırmacı tarafından ileri sürülmektedir.

Koepke (2019) yükselen ülke ekonomilerine gerçekleşen sermaye hareketlerinin itici ve çekici belirleyicilerini tespit etmeye yönelik bir çalışma gerçekleştirmiştir. Literatür tarama yöntemini kullandığı çalışmada araştırmacı, küresel riskten kaçınma endeksinin ve küresel faiz oranlarının yükselen ülke ekonomilerine yönelen yabancı sermayeyi etkileyen önemli itici faktörler olduğunu tespit etmiştir. Çekici faktörlerin ise çalışmada yükselen ülkelerin büyüme oranları, varlık getiri oranları ve ülke risk primleri olduğu saptanmıştır.

Wang vd. (2019) Bootstrap Granger nedensellik analizini kullandıkları çalışmalarında kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile reel faiz oranı arasındaki etkileşimi, Çin ekonomisi özelinde araştırmışlardır. Çalışmada aylık veriler kullanılmış olup 2009:01-2018:12 dönemi incelenen zaman aralığını meydana getirmektedir. Gerçekleşen analiz doğrultusunda araştırmacılar, reel faiz oranından kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru tek yönlü ilişkinin var olduğunu destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir.

Igan vd. (2020), 22 tane yükselen piyasa ekonomisi örneklem olarak seçilmiştir. 1998-2010 yılları arasındaki veriler kullanılarak sermaye girişleri ve sanayi büyümesi arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmacılar, panel regresyon analizi kullanmışlardır. Sonuçta özsermaye girişlerinin büyümeye katkı sağladığı ancak kriz döneminde sermaye girişlerinin büyümeden faydalanması için gelişmekte olan piyasalarda bozulmamış bir küresel finansal sisteminin varlığına ihtiyaç duyulduğuna işaret edilmiştir.

Yii vd. (2021), ARDL ve NARDL yöntemlerini kullanarak Çin ekonomisinde sıcak para ve hisse senedi piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bu amaçla 2000Q₁-2017Q₄ yıllarına ait çeyreklik veriler kullanılmıştır. Araştırmacı, sıcak paranın, ekonomik büyümenin, petrol fiyatlarının Çin ekonomisinde hisse senedi piyasasına yönelik uzun dönemli ilişkisinin olduğunu saptarken enflasyonun bir etkisinin olmadığını belirlemiştir. Sıcak para ile hisse senedi arasında asimetrik bir etkinin varlığı tespit edilmiştir. Petrol fiyatı ve ekonomik büyümenin ise hisse senedi piyasası ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çin’de, sıcak para girişini kontrol etmek için daha iyi izleme sistemleri oluşturulması ve hisse senedi piyasasında balonlardan kaçınılması gerektiğine işaret edilmiştir.

Tu vd. (2022), Pakistan’da 2011:01-2017:12 yıllarına ait aylık verileri kullanılarak sıcak para, hisse senetleri ve gayrimenkul varlıkları arasındaki nedensellik ilişkisini incelenmiştir. Bu amaçla çalışmada JJ Koentegrasyon testi, Granger Nedenesellik analizi, etki-tepki fonksiyonları ve Varyans araştırma analizi kullanılmıştır. Sonuçta, yatırım piyasalarından sıcak paraya doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi doğrulanmıştır. Değişkenler arasında çift yönlü ilişki saptanmadığı için sıcak paranın, hisse senedi ve gayrimenkul fiyatlarında itici güç olmadığı vurgulanmıştır.

Liu vd.,2023, 2005:08-2018:12 yıllarına ait aylık verilerini kullanılarak Çin’in gölge bankacılık sistemindeki faiz oranları ile faiz oranı çarpıklığının kısa vadeli sermaye akışlarına olan etkisini incelemiştir. Çalışmada yarı parametrik geliştirilmiş eklemeli modeller kullanılmıştır. Analiz sonucunda daha yüksek gölge bankacılık faiz oranı farkının daha fazla kısa vadeli sermaye girişi sağladığı saptanmıştır. Aynı zamanda faiz oranı çarpıklığının derecesinin kısa vadeli sermaye akışları üzerinde doğrusal olmayan ters U şeklinde bir etkiye sahip olduğu kanıtlanmıştır.

Xiong (2024), Şangay-Hong Kong arasındaki kısa vadeli sınır ötesi sermaye akışını tahmin etmek için HKSC’nin 2014 yılında açılışından 2022 yılına kadar olan veriler incelenmiştir. Bu doğrultuda CBISI-LSTM Derin Öğrenme Modeli kullanılmıştır. Uygulanan model sonucunda sınır ötesi yatırımcı duyarlılığındaki değişikliklerin sınır ötesi sermaye akışları üzerinde önemli bir kısa vadeli etkiye sahip olacağı belirlenmiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. VERİ VE METODOLOJİ

5.1. Veri

Araştırmada, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine etkisi seçili makroekonomik değişkenler göz önünde bulundurularak 2003:Q3-2022:Q3 dönemi irdelenmiştir. Çalışmada, Merkez Bankası Döviz rezervleri, nominal döviz kuru (TL/\$), TÜFE ve GSYİH dikkate alınan makroekonomik göstergelerdir. Bağımsız değişken olarak kullanılan kısa vadeli yabancı sermaye akımları ödemeler dengesi kalemlerinden elde edilmiştir ve verinin elde süreci EK 1’de yer almaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını elde edilirken bu alanda yer alan çalışmalardan yararlanılmıştır (Seyidoğlu, 2003; Yentürk, 2005; Albayrak, 2019). Seçili makroekonomik değişkenler ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS) elde edilmiştir. Araştırmada, diğer bir veri işlemi ise değişkenlerin logaritmik transformasyonlara çevrilmesidir. Değişkenlere ait grafikler EK 4’de yer almaktadır. Logartimik dönüşüm gerçekleştirilmiş değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 3’de sunulmaktadır. Çalışmada, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine etkisi simetrik ve asimetrik zaman serisi yöntemleriyle kullanılarak araştırılmasından dolayı değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri Granger ve Yoon (2002)’un çalışması dikkate alınarak elde edilmiştir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

	LOGKVSH	LOGREZERVE	LOGTUFE	LOGUSD	LOGGSYİH
Ortalama	17.53358	11.14541	5.404545	0.927686	19.89013
Ortanca	17.82400	11.21380	5.343569	0.600609	19.82321
Maksimum	23.57754	11.63313	6.843910	2.887731	21.98875
Minimum	6.568652	10.19103	4.568230	0.174682	18.50878
Std. Sapma	3.339330	0.361667	0.538152	0.701806	0.817118
Çarpıklık	-0.907867	-0.898769	0.478446	1.040863	0.368945
Basıklık	4.282152	3.049763	2.556276	3.060841	2.420622
Jarque-Bera	16.05762	10.50927	3.615734	14.09618	2.860519
Olasılık	0.000326	0.005223	0.164004	0.000869	0.239247
Toplam	1367.619	869.3421	421.5545	72.35952	1551.430
Top. Sap. Karesi	858.6369	10.07183	22.29980	37.92498	51.41152
Gözlem Sayısı	78	78	78	78	78

Çalışmada, kısa vadeli sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisi ayrı ayrı modellenerek analiz edilmiştir. Bu yöntemin kullanılmasındaki temel gerekçe ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının genel hacmi dış piyasalardaki ekonomik ve politik unsurlar tarafından belirlenirken ülkelere yönelmesinde söz konusu ülkelerin iç etmenlerinin etkili olmasıdır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları giriş yaptığı ülkede makro ve mikro birçok ekonomik aktörün kararları etkilemekte ve bu kararlardan da etkilenmektedir. Aktarım mekanizması domino etkisi özelliğini göstererek kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının tetiklediği aktarım mekanizmalarını oluşturulmasını zorlaştırmaktadır. Bu doğrultuda, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik göstergelere etkisi doğrudan modellenerek araştırılmıştır.

5.2. Metodoloji

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine etkisi simetrik ve asimetrik bulgular sunan zaman serisi yöntemleriyle araştırılmıştır. Durağanlık analizlerine ait genel metodolojik bilgiler analizlerin bulgulanmasından önce verilirken geri kalan uygulanan testlerin metodolojisi bu kısımda aktarılacaktır.

5.2.1. Eş Bütünleşme Testleri

Eşbütünleşme analizleri, ekonometrik yöntemler arasında oldukça sık kullanılan ve seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığının sınanıldığı bir ekonometrik analizdir. Engle ve Granger (1987) eş bütünleşme analizini literatüre kazandırmışlardır. Geliştirdikleri model, ADF birim kök testine dayalıdır; diğer bir ifadeyle, kalıntılara dayalı bir ekonometrik yöntemdir. Engle-Granger (1987) eş bütünleşme testinde, birinci mertebeden durağan hale gelen iki değişkenin uzun dönemde birlikte hareket edip edilmediği test edilmektedir. Modelin boş hipotezinde serilerin uzun dönemli ilişkide olmadığı sınanılırken, alternatif hipotezinde uzun dönemli ilişkinin varlığı test edilmektedir. Engle-Granger (1987) eş bütünleşme (koentegrasyon) yöntemi, iki aşamadan oluşan bir ekonometrik testtir. Test aşamalarına geçilmeden önce, serilerin durağanlık seviyeleri araştırılmaktadır. Bu tekniğin uygulanması için öncelikle değişkenler, en az birinci farkında durağan olması gerekmektedir. Aynı zamanda, değişkenlerin aynı seviyede durağan olması, yöntemin uygulanması için aranan durumdadır. Aynı seviyede durağan olan serilerin, uzun dönemli ilişkiye sahip olup olmadığının araştırılması için ilk aşamada değişkenler seviye değerleri üzerinden EKK (En Küçük Kareler-Ordinary Least Squares “OLS”) yöntemi yardımıyla regresyon analizine tabi tutulmaktadır. EKK yöntemi sonrasında elde edilen hata terimleri ise yöntemin ikinci aşamasında durağanlık analiziyle test edilmektedir (Yamak ve Abdioglu, 2012). Durağanlık analizi, ADF testi aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu noktada, durağanlık testine deterministik terim

eklenmesi, Hansen (1982) tarafından önerilmemektedir çünkü trend eklenerek gerçekleştirilen durağanlık analizinin sıfır hipotezin yanlı olarak reddedilmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla, trendin olmadığı durağanlık modelinin kullanılması önerilmektedir. Testin sınanmasında ADF modelinin kritik değerlerinden ziyade Engle-Granger (1987)'in simülasyonlarla sunduğu kritik değerler esas alınmaktadır. Elde edilen hata terimleri, değişkenlerin durağanlık seviyesine kıyasla bir alt seviyede durağan ise değişkenler arasında uzun dönem denge ilişkisinin olduğu anlaşılmaktadır. Örneğin, değişkenler birinci mertede durağan iken, hata terimleri seviye değerinde durağan yapı sergiliyorsa bu durum, koentegre ilişkisinin var olduğu işaret etmektedir. (Yamak vd. 2012). Eğer kalıntılar durağan değilse, ele alınan serilerin uzun dönemde aynı stokastik trendin içinde olmadıkları anlaşılmaktadır (Yamak ve Küçükkale, 1997). Engle ve Granger eş bütünleşme testinde serilerin eş bütünleşik ilişkiye sahip olduğu bulunursa, bu serilerin düzey seviyeleriyle gerçekleşen analizlerde sahte regresyon sorunu meydana gelmemektedir. Lakin, bu durumun olması için düzey seviyelerinde değil, aynı fark düzeylerinde de birim kök içermemeleri gerekmektedir (Tanrıöver ve Yamak, 2015: 192).

Eşbütünleşme analizleri içerisinde yer alan Johansen (1988) eşbütünleşme testi ise Engle ve Granger (1987) eşbütünleşme analizinin ardından sunulan ve hala araştırmacılar tarafından rağbet gören bir ekonometrik metottur. Johansen (1988) eşbütünleşme testi, öncü modelden birçok açıdan farklı konumda yer almaktadır. İlk farklılıklar, modelin gelişim aşamasında gerçekleşmektedir. Engle ve Granger (1987) testi, tek denklem sistem modeline dayalı geliştirilmişken; Johansen (1988) eşbütünleşme testi, VAR modeli temelli eş anlı denklem sistemleri temelinde geliştirilmiştir. Tahminleme yöntemi olarak da En çok Olabilirlik (Maximum Likelihood) metodu kullanılmaktadır. VAR modeli temelinde model gelişimi sayesinde ele alınan serinin farklı dereceden otoregresif süreçleri dikkate alınarak model kurulabilmektedir. Johansen eş bütünleşme modelinde değişken, p . mertebeden otoregresif süreci üzerinden düzenlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, Johansen-Juselius eş bütünleşme testinde ele alınan tüm değişkenler, kendi gecikmeli değerleri ile birlikte diğer değişkenlerin gecikmeli değerleriyle model içerisinde değerlendirilmektedir. Elde edilen denklem birinci farkı alındığında matris kısıtlanmamış VAR modeline göre tahmin edilmektedir. Bu yöntemle indirgenmiş Π matrisinin rankıyla modelde belirtilen koşullar test edilmektedir. Kurulan VAR modelinde değişkenlerin birinci fark gecikmelerini ifade eden ve değişkenlerin seviye değerlerini içeren parametre matrisleri elde edilmektedir. Seviye değerlerini ifade eden parametre matrisi, serilerin doğrusal kombinasyonlarını içerdiğinde bu parametre incelenerek seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin durumu hakkında sonuca varılmaktadır (Yamak vd. 2012). Modelde rank sayısı, seriler arasındaki eş bütünleşme vektörünün durumunu açıklamaktadır. Örneğin rank 1 bulunursa, seriler arasında 1 tane eş bütünleşik vektörünün olduğu anlaşılmaktadır. Rank sıfır bulunursa, seriler arasında eş bütünleşik ilişkisinin olmadığı sonucu elde edilmektedir. Model içerisinde tanımlanan Π matrisinin rankı ise iz (trace) ve öz değer (Max Eigenvalue) istatistikleri aracılığıyla sınanmaktadır. İz ve öz değer

testlerinin boş hipotezleri, Johansen ve Juselius (1990) sunduğu kritik değerlerle karşılaştırılmaktadır. Boş hipotezin ret edilmesi, seriler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olduğu sonucuna götürmektedir. Eş bütünleşme analiz bulguları, zaman serisi analizinin sonraki süreçlerini belirleyen bir teknik olarak önemlidir. Eğer seriler arasında eş bütünleşik ilişki saptanmışsa, seriler arasındaki kısa ve dönem ilişkisi, VECM ve benzer tekniklerle tespit edilirken; eş bütünleşik ilişki olmadığı durumlarda, kısıtsız VAR yöntemi uygulanmaktadır (Kofoglu vd. 2018).

Engle ve Granger (1987) eş bütünleşme analizinde, sadece iki değişken arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı sınanmaktadır. Bu kısıt, Johansen ve Juselius (1990) önerdiği eş bütünleşme testiyle aşılmıştır. Johansen ve Juselius (1990) eş bütünleşme testinde, çok sayıdaki değişken arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin tespit edilmesiyle testin açıklayıcı gücünün artırmasına rağmen bu test de yapısal kırılmaları göz ardı etmektedir. Yapısal kırılmaların ihmal, değişkenler arasındaki değerlendirme sürecinde hata payının yükselmesine yol açmaktadır. Seriler arasında uzun dönemli ilişkinin belirlenmesinde, ele alınan serilerin veri setinin uzun dönemli alınması önem arz etmektedir. Ele alınan sürecin uzunluğuna bağlı olarak veri yaratma sürecinde, serilerde meydana gelen yapısal kırılmalarda artış olmaktadır. Bu durumu dikkate alan ilk çalışmalarda, tek yapısal kırılmalar dikkate alınmıştır ve yapısal kırılmanın tarihi modele içsel olarak eklenmiştir. Yapısal kırılma tarihinin doğru tespit edilmesinin zorluğu ve sadece tek kırılmayı göz önünde bulundurmaları, bu çalışmaların eleştirilmesine yol açmıştır. Yapısal kırılmaların ihmal edilmesi durumu sıfır hipotezinin hatalı biçimde reddedilmesine sebebiyet vermesi, bu kapsamda yeni eş bütünleşme testlerinin geliştirilmesine dayanak oluşturmıştır. Gregory ve Hansen (1996), Arai ve Kurozumi (2007) ve Westerlund ve Edgerton (2007), bu amaç doğrultusunda içsel olarak tek yapısal kırılmaya izin veren eş bütünleşme testleri geliştirmişlerdir. Hatemi-J (2008) tarafından geliştirilen eş bütünleşme testinde ise iki yapısal kırılmanın göz önünde bulunmasına karşın, bu testte de yapısal kırılmalar içsel olarak veri yaratma sürecinde işlenmektedir. Yapısal kırılmaların test sürecinde kukla değişken biçiminde eklenmesi, test sonucunun güç kaybı yaşamasına neden olmaktadır. Yapısal kırılmaların doğru tespit edilmesi zorunluluğu, adı geçen testlere yapılan eleştirilerin temel dayanağını meydana getirmektedir. Bu alanda gerçekleşen çalışmalarda, serilerde meydana gelen değişimlerin, ani ve sert biçimden ziyade yavaş şekilde gerçekleştiği doğrulanmaktadır. Yapısal değişimlerin doğası bilinmemektedir, kukla değişkenler veya sınırlı sayıda yapısal değişimleri model içerisinde değerlendirmek, tahmin güvenilirliğini azaltmaktadır (Becker vd., 2006).

5.2.1.1. Fourier ADL Eş Bütünleşme Testi

Fourier ADL eş bütünleşme yöntemi, Banerjee vd., (2017) tarafından geliştirilmiştir. FADL eş bütünleşme testinde seriler arasındaki uzun dönemli ilişki araştırılırken; yumuşak, geçişli, sayısı ve zamanı belli olmayan yapısal kırılmalar dikkate alınmaktadır. Fourier ADL (FADL) eş bütünleşme modelinin dayanak noktaları, Boswijk (1994) ve Banerjee vd. (1998)'in sundukları yapısal kırılmaları dikkate almayan otoregresif gecikmesi dağıtılmış (Autoregressive Distributive Lag-ADL) modelleridir. Banerjee vd. (2017) yapısal kırılmaların model içerisinde değerlendirilmemesine ilişkin boş hipotezin yanlı olarak reddedilmesine yol açabileceğini vurgulamışlardır. Kukla değişkenlerle kırılmaların modele eklenmesinin, yalnızca ani değişiklerin dikkate alınmasını sağlaması ve kukla değişkenin ekleneceği tarihlerin de doğru olarak tespitinin test sonuçlarını etkilemesinden dolayı, Banerjee vd. (2017) yapısal kırılmaların fourier fonksiyonlarını kullanılarak model içerisinde değerlendirilmesini tavsiye etmiştir. Banerjee vd. (2017) ADL modeline Gallant'ın (1981) esnek Fourier fonksiyonlarını ekleyerek Fourier ADL eş bütünleşme testini geliştirmişlerdir. Eklenen Fourier formu, Gallant'ın (1981) sunduğu Fourier fonksiyonunun basit bir varyantına dayanmaktadır. FADL eş bütünleşme testinde Fourier genişlemesinin düşük frekanslarına da modelde yer verilmesi, yapısal kırılmaların formunun ve sayısının içsel olarak belirlenmesini gereksiz kılmıştır. FADL eş bütünleşme testinin diğer bir özelliği ise test sürecinde kümülatif frekans kullanmasıdır ve bu durum, serilerin dinamiklerini model içerisinde yakalamasını sağlamaktadır. Fourier fonksiyonları, ADL modelindeki sabit terime uygulanmaktadır. Banerje vd. (2017) ADL modelindeki sabit terimi deterministik bileşenlerle revize ederek FADL eş bütünleşme testini geliştirmişlerdir. FADL eş bütünleşme testinin modeli denklem 8'de gösterildiği gibidir (Banerjee vd., 2017).

$$d(t) = \alpha_0 + \alpha_1 \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_2 \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_3 \quad (7)$$

$$\Delta YE_t = \alpha_0 + \alpha_1 \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_2 \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_3 YE_{t-1} + \alpha_4 AB_{t-1} + \alpha_5 DC_{t-1} + \alpha_6 \Delta YE_{t-1} + \alpha_7 \Delta AB_{t-1} + \alpha_8 \Delta DC_{t-1} + \epsilon_t \quad (8)$$

Denklem 8'de yer alan α_0 , ϵ_t , k , T ve t sırasıyla sabit terimi, hata terimini, frekans sayısını, toplam gözlem sayısını ve trendi işaret etmektedir. Bunlara ek olarak, α_1 , $\alpha_2, \dots, \alpha_8$ terimleri modeldeki katsayıları belirtirken, $\sin$ ile $\cos$ ise zamanının, sayısının ve formunun bilinmediği yapısal kırılmaları yakalayan trigonometrik terimleri ifade etmektedirler. FADL eş bütünleşme testi modeline eklenen deterministik bileşenler ise denklem 7'de gösterilmektedir. Eş bütünleşme analizinde otokorelasyon (hata terimlerinin arasında ardışık bağımlılık) sorunu yaşanmaması için

araştırmacılar, değişkenlerin gecikmeli (ΔYE_{t-1} ve ΔAB_{t-1}) değerlerini modele dâhil etmişlerdir. FADL eş bütünleşme testinde, gecikme uzunluğu maksimum 5'tir ve optimal gecikme uzunluğunun tespitinde Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Information Criterion-AIC) kullanılmaktadır. Çoğu eş bütünleşme testinde olduğu gibi FADL eş bütünleşme testinde de boş hipotez seriler arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin yokluğunu ifade ederken, alternatif hipotez eş bütünleşmenin varlığını belirtmektedir. Hipotezlerin sınanması, FADL test istatistiği ile tablo kritik değerlerin karşılaştırılması vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir. Tablo kritik değerleri, uygun frekans ve gözlem sayısı dikkate alınarak tespit edilmektedir. FADL test istatistiği denklem 9'da gösterildiği gibi hesaplanmaktadır (Banerjee vd., 2017).

$$t_{ADL}^f(\hat{k}) = \frac{\hat{a}_3}{se(\hat{a}_3)} \quad (9)$$

Yukarıdaki denklemde $t_{ADL}^f(\hat{k})$ FADL test istatistik değerini, $\hat{a}_3$ ise α_3 'ün en küçük kareler tahmincisi (EKK) ifade etmektedirler. Son olarak $se(\hat{a}_3)$ en küçük kareler tahmincisinin standart hatasını simgelemektedir. FADL test istatistik değeri, Banerjee vd. (2017:117) tarafından sunulmuş tablo kritik değerleriyle karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. Test istatistiği ve tablo kritik değerleri karşılaştırılarak eş bütünleşik ilişkinin var olmadığını ifade eden boş hipotez ($H_0: \alpha_3 = 0$) ile eş bütünleşik ilişkisinin var olduğunu niteleyen alternatif hipotez ($H_a: \alpha_3 < 0$) test edilmektedir. Eğer FADL istatistik değerinin mutlak değeri hali, uygun frekansa denk gelen tablo kritik değerlerinin mutlak hallerinden büyük olursa, boş hipotezin ret edilmesi gerekmektedir. Bu durum, seriler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olduğu anlamına gelmektedir (Banerjee vd., 2017).

5.2.1.2. Fourier Shin Eş Bütünleşme Testi

Shin (1994) sıfır hipotezinde değişkenler arasında eş bütünleşmenin var olduğunu sınavan bir eş bütünleşme testi geliştirmiştir. Literatürdeki bu alandaki öncü testler olarak kabul edilen Engle-Granger (1987) ve Johansen-Juselius (1990) eş bütünleşme analizlerinin aksine Shin'in (1994) önerdiği modelde eş bütünleşme ilişkisi doğrudan test edilmektedir. Shin (1994) KPSS durağanlık testini temel alarak kendi modelini geliştirmiştir. Shin'in (1994) sunduğu modelde seriler arasındaki eş bütünleşme ilişkisi doğrudan sınansa da Engle-Granger (1987) ve Johansen-Juselius (1990) eş bütünleşme testlerinde olduğu gibi Shin'in (1994) modelinde de yapısal kırılmalar dikkate alınmamaktadır. Arai ve Kurozumi (2007), Shin eş bütünleşme testini yapısal kırılmaları içsel olarak dikkate alacak şekilde geliştirmişlerdir. Bunun yanında, geliştirilen bu model tek yapısal kırılmaları dikkate almaktadır. Kırılmanın tek ve içsel olarak belirlenmesi, Arai ve

Kurozumi'in (2007) modelinin test sonuçlarının güvenilirliğini etkilemektedir, çünkü seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiler belirlenirken testlerin açıklayıcı gücü, bilinmeyen, çok sayıda ve yumuşak geçişli yapısal kırılmaların var olması durumunda azalmaktadır. Eş bütünleşme testine kırılmaların tespiti için kukla değişken eklenmesi ise sadece ani değişiklerin dinamiklerini yakalamayı sağlamaktadır. Tsong vd. (2016), Shin eş bütünleşme testine Fourier fonksiyonlarını ekleyerek Fourier-Shin eş bütünleşme testini bu doğrultuda geliştirmişlerdir. Bu noktada, Fourier-Shin eş bütünleşme testi, Fourier KPSS (FKPSS) birim kök testinin çok değişkenli uzantısı olarak görülebilmektedir. Böylelikle sıfır hipotezinde seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi doğrudan sınavan, ani ve geçişli yapısal kırılmaları içsel olarak düzenlemeye tabii olmadan dikkate alan, Fourier Shin eş bütünleşme testi Tsong vd. (2016) tarafından önerilmiştir. Tsong vd. (2016) geliştirdikleri eş bütünleşme testinin ilk aşamasında aşağıda sunulan denklem 10 kullanılmaktadır.

$$c_t = b_t + z_t \delta + v_t \quad (10)$$

Denklem 10' da , $v_t = c_t + \gamma_{1t}$, $c_0 = 0$ olduğunda $c_t = c_{t-1} + \varepsilon_t$ ve $z_t = z_{t-1} + \gamma_{2t}$ 'dir. Denklemde γ_{1t} ve γ_{2t} , birim kök içermediklerinden dolayı c_t ve z_t 'de fark işleminden sonra durağan olmaktadır. Ayrıca denklemde yer alan hata terimleri, sıfır ortalama ve varyansa sahiptir ve türdeş dağılım göstermektedir. Denklemde yer alan deterministik terimleri ifade eden b_t ise aşağıda gösterilen denklem üzerinden hesaplanmaktadır (Tsong vd. 2016).

$$b_t = \sum_{i=0}^n \beta_i t^i + \vartheta_t \quad (11)$$

Denklem 11' de eğer n "0" değerini alırsa, deterministik terimler sadece sabit terimi; eğer n "1"e eşit olduğunda ise deterministik terimler trend ve sabit terimi birlikte ele almaktadır. Ayrıca ϑ_t Fourier fonksiyonlarıdır ve fourier fonksiyonları denklem 12'deki gibidir (Tsong vd. 2016).

$$\vartheta_t = x_k \sin\left(\frac{2p\pi t}{T}\right) + d_k \cos\left(\frac{2p\pi t}{T}\right) \quad (12)$$

Fourier fonksiyonunda "p" ve "t" terimleri sırasıyla optimal frekans sayısını ve trendi ifade etmektedir. Optimal frekans sayısı, kalıntılar toplamının en küçük değeri temel alınarak tespit edilmektedir. Tsong vd. (2016), uygun gecikme ve frekans sayısının tespitinde Akaike bilgi kriterini (AIC) kullanmışlardır. Denklem 11 ve 12, denklem 10'a eklendiği durumunda Fourier-Shin eş bütünleşme testinin denklemi elde edilmektedir. Modelin gösterimi aşağıdaki gibidir (Tsong vd. 2016).

$$c_t = \sum_{i=0}^n \beta_i t^i + x_k \sin\left(\frac{2p\pi t}{T}\right) + d_k \cos\left(\frac{2p\pi t}{T}\right) + z_t \delta + v_t \quad (13)$$

Elde edilen model sonrasında testin yorumlama aşamasında ilk olarak trigonometrik terimlerin anlamlılığı sınanmaktadır. Trigonometrik terimler F-testi üzerinden sınanmaktadır. Eğer F-testinin sonuçları, F-test istatistiğinin kritik değerlerinden büyük olursa, bu durumdan trigonometrik terimlerin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Trigonometrik terimler, anlamsız olduğu durumunda ise Shin (1994) testinin sonuçlarının dikkate alınması gerekmektedir. Trigonometrik terimler anlamlı ise model sınanmasının bir sonraki aşamasına geçilmektedir. Fourier Shin testinin sonuçları, asimptotik tablo kritik değerleriyle karşılaştırarak modelin hipotezleri sınanmaktadır. Fourier Shin test istatistiği denklem 14’de gösterildiği biçimde hesaplanmaktadır (Tsong vd. 2016).

$$CI_f^m = T^{-2} \tilde{\sigma}_1^{-2} \sum_{t=1}^T H_t^2 \quad (14)$$

Denklem 14’de $\tilde{\sigma}$ ve $H_t = \sum_{t=1}^T \hat{y}_{1t}$, sırasıyla $\hat{y}_{1t}$ ’nin uzun dönem dönem varyansının tahmincisini ve denklem 1’in hesaplanması sonucu bulunan hata terimlerinin kısmi toplamını işaret etmektedir. Eğer test istatistiğinin değeri (CI_f^m) tablo kritik değerlerinden küçük ise alternatif hipotez reddedilmektedir. Bu durum, seriler arasında uzun dönemli ilişkinin var olduğu sonucunu göstermektedir (Tsong vd., 2016).

5.2.1.3. Granger ve Yoon (2002) ve Hatemi-J ve Irondoust (2012) Saklı Eşbütünleşme Analizi

Eş bütünleşme analizi, Engle ve Granger’ın (1987) ve Johansen’in (1988, 1991) öncü çalışmalarının ardından farklı doğrultularda geliştirilmeye devam etmiştir. Öncü bu testlerde yapısal kırılmalar ihmal edilmektedir. Söz konusu modellerdeki diğer bir kısıt ise ele alınan değişkenlerin sadece orijinal halleriyle analize tabi tutulmasıdır. Eş bütünleşme testinde aynı mertebeden durağan olan serilerin uzun dönemde şoklara birlikte tepki verip vermedikleri sınanmaktadır. Eğer seriler şoklara birlikte tepki veriliyorsa, bu serilerin eş bütünleşik olduğu anlaşılmaktadır. Engle ve Granger (1987) ve Johansen (1988,1991) tarafından sunulan eş bütünleşme testlerinde şoklar özdeş kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, şoklar pozitif ve negatif olarak ayırmaya tabi tutulmadan ele alınmaktadır. Granger ve Yoon (2002) özdeş şoklar kabulünde eş bütünleşik çıkmayan serilerin pozitif ve negatif bileşenlerine ayrışması sonrasında eş bütünleşik olabileceklerini ileri sürerek kendi isimleriyle anılan Granger ve Yoon Saklı Eş bütünleşme testini geliştirmişlerdir. Granger ve Yoon (2003), Engle ve Granger (1987) eş

bütünleşme analizini temel alarak kendi testlerini meydana getirmişlerdir. Durağan olmayan ve aynı mertebede durağan hale gelen pozitif ve negatif bileşenler üzerinden gerçekleştirilen bu test, eş bütünleşme analizinin özel bir formudur ve saklı veya asimetrik eş bütünleşme analizi biçiminde literatürde tanımlanmaktadır.

Granger ve Yoon'un (2002), Engle ve Granger (1987) eş bütünleşme analizini temel alarak geliştirdikleri saklı eş bütünleşme testinin ardından Hatemi-J ve Irandoust (2012) da Johansen eş bütünleşme analizi üzerinden diğer bir saklı eş bütünleşme testini literatüre sunmuşlardır. Literatürde, Hatemi-J ve Irandoust asimetrik-saklı eş bütünleşme testi biçiminde alınan bu eş bütünleşme analizinde Granger ve Yoon'un (2002) serileri pozitif ve negatif bileşenlerine ayırma tekniği kullanılmaktadır. Granger ve Yoon (2002) ve Hatemi-J ve Irandoust (2012) asimetrik eş bütünleşme testinde ilk olarak Z_t ve D_t biçiminde tanımlanan seriler arasındaki uzun dönemli ilişkiyi araştırmak için bu serileri AR(1) sürecine uygun biçimde modellemişlerdir. Z_t ve D_t serilerinin rassal süreçleri aşağıda gösterildiği gibidir (Granger ve Yoon, 2002; Hatemi-J ve Irandoust, 2012).

$$Z_t = Z_{t-1} + \epsilon_{1t} = Z_0 + \sum_{i=1}^t \epsilon_i \quad (15)$$

$$D_t = D_{t-1} + \mu_t = D_0 + \sum_{i=1}^t \mu_i \quad (16)$$

Yukarıda sunulan denklemlerde Z_0 ve D_0 serilerin orijinal biçimleridir ve ϵ_i ve μ_i ise beyaz gürültü sürecine sahip hata terimlerini temsil etmektedirler. Z_t ve D_t uzun dönemli ilişkinin sınındığı değişkenlerdir ve bu değişkenler arasındaki asimetrik eş bütünleşme analizini gerçekleştirmek için değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine ayırmak gerekmektedir. Serilerin pozitif ve negatif bileşenlerine ayırma süreci aşağıda gösterilen prosedür üzerinden gerçekleştirilmektedir (Granger ve Yoon, 2002; Hatemi-J ve Irandoust, 2012).

$$\epsilon_i^+ = \max(\epsilon_i, 0), \epsilon_i^- = \max(-\epsilon_i, 0); \mu_i^+ = \max(\mu_i, 0), \mu_i^- = \max(-\mu_i, 0) \quad (17)$$

$$\epsilon_i = \epsilon_i^+ - \epsilon_i^-; \mu_i = \mu_i^+ - \mu_i^- \quad (18)$$

Pozitif ve negatif bileşenlerinin tanımlanması sonrasında denklem 15 ve 16 bu temelde yeniden düzenlemeye tabi tutulursa denklem 19 ve 20 elde edilmektedir. Denklem 19 ve 20 hata terimlerinin pozitif ve negatif bileşenlerinin orijinal denklemdeki hata terimlerine eklenmesiyle meydana gelmektedir (Granger ve Yoon, 2002; Hatemi-J ve Irandoust, 2012).

$$Z_t = Z_{t-1} + \epsilon_t = Z_0 + \sum_{i=1}^t \epsilon_i^+ + \sum_{i=1}^t \epsilon_i^- \quad (19)$$

$$D_t = D_{t-1} + \mu_t = D_0 + \sum_{i=1}^t \mu_i^+ + \sum_{i=1}^t \mu_i^- \quad (20)$$

$$Z_t^+ = \sum_{i=1}^t \epsilon_i^+, Z_t^- = \sum_{i=1}^t \epsilon_i^-; D_t^+ = \sum_{i=1}^t \mu_i^+, D_t^- = \sum_{i=1}^t \mu_i^- \quad (21)$$

Yukarıda verilen pozitif ve negatif bileşenler üzerinden düzenlenen denklemlerde, Z_0 ve D_0 değişkenleri Granger ve Yoon (2002) tarafından sabit varsayılmaktadır. Bu noktada, modeldeki ön kabul aşağıda sunulduğu şekilde formülleştirilmektedir.

$$Z_t = Z_0 + Z_t^+ + Z_t^-; D_t = D_0 + D_t^+ + D_t^- \quad (22)$$

Bu ön kabul doğrultusunda, modelin biçimi denklem 23’de gösterildiği şekildedir.

$$\Delta Z_t^+ = \epsilon_t^+, \Delta Z_t^- = \epsilon_t^-, \Delta D_t^+ = \mu_t^+ \text{ ve } \Delta D_t^- = \mu_t^- \quad (23)$$

Sunulan model, eğer Johansen eşbütünleşme analizinin adımları izlenerek uygulanırsa Hatemi-J ve Irandoust (2012) eş bütünleşme analizinin sonuçları elde edilmektedir. Engle ve Granger eş bütünleşme analizinin adımları takip edildiğinde ise Granger ve Yoon (2002) saklı eş bütünleşme testinin sonuçları elde edilmektedir.

5.2.1.4. Asimetrik/Saklı Fourier ADL Eş bütünleşme Testi

Eşbütünleşme kavramı ile serilerin doğrusal bileşenlerinden elde edilen hata terimlerinin durağan olması ifade edilmektedir. Kurulan modelle elde edilen hata terimlerinin durağan olması, durağan olmayan ve fark işlemleri neticesinde durağan hale gelen serilerin seviye değerlerinde analiz yapılmasına imkân sağlamaktadır. Eş bütünleşik ilişkiye sahip seriler arasında fark işlemi gerçekleştirilmeden uygulanan regresyon analizlerinde sahte regresyon sorunuyla karşılaşmamaktadır (Engle ve Granger, 1987; Gujarati ve Porter, 2009). Eş bütünleşme analizlerini ortaya koyan öncü modellerin ardından eş bütünleşme testleri, yapısal kırılmaları dikkate alan modeller çerçevesinde gelişim göstermiştir. Bu alanda ilk olarak tek yapısal kırılmaları dikkate alan ve bu yapısal kırılmaları kukla değişkenlerle model içinde değerlendiren testler araştırmacılar tarafından literatüre kazandırılmıştır. Yapısal kırılmaların doğasındaki belirsizlikler ve kukla değişken kullanımının bu alanda tatminkâr sonuçlar sunamaması sonraki dönemlerde fourier fonksiyonları temelli eş bütünleşme testlerinin gelişimini tetiklemiştir. Eş bütünleşme analizindeki diğer bir gelişim alanı ise saklı eş bütünleşme ilişkileri özelinde gerçekleştirilmiştir. Granger ve Yoon (2002) değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine ayrıştırarak Engle ve Granger (1987) eş bütünleşme analizi üzerinden saklı eş

bütünleşme testini literatüre kazandırmışlardır. Sonraki dönemlerde ise Hatemi-J ve Irondoust (2012), Johansen (1988) eş bütünleşme prosedürü temelinde saklı eş bütünleşme testini geliştirmişlerdir. Yapısal kırılmalar ve değişkenlerin farklı şoklar üzerinden farklı eş bütünleşik ilişkilere sahip olma durumu ise son dönemlerde eş bütünleşme analiz yöntemleri için yeni bir gelişim sahasının oluşumuna zemin hazırlamıştır. Pozitif ve negatif bileşenler üzerinden sayısı, formu, tarihi ve geçişkenliği bilinmeyen yapısal kırılmaları temel alan eş bütünleşme analizi yöntemi, bu alandaki güncel gelişimlerden birisidir. Fourier fonksiyonlarıyla genişletilmiş saklı eş bütünleşme testi, Yılancı vd. (2019) tarafından literatüre sunulmuştur. Yılancı vd. (2019) yaptıkları çalışmada, değişkenleri Granger ve Yoon (2002) saklı eş bütünleşme testindeki gibi pozitif ve negatif bileşenlerine ayırtmışlardır ve sonrasında ayrışan değişkenleri FADL eş bütünleşme testinde irdeleyerek asimetric/saklı FADL eş bütünleşme testini literatüre sunmuşlardır.

Asimetric FADL eş bütünleşme testinde, ilk olarak Granger ve Yoon (2002) modelinde olduğu gibi değişkenler, pozitif ve negatif bileşenlerine ayırtılmaktadır. Negatif ve pozitif bileşenlere ayrışan değişkenler, birinci farklarında durağan iseler FADL eş bütünleşme testi değişkenler üzerinden hem negatif hem de pozitif bileşenleri için ayrı ayrı analiz edilebilmektedir (Yılancı vd. 2019).

Saklı FADL eş bütünleşme testinin analiz prosedürü aşağıda sunulan denklemler üzerinden açıklanmaktadır (Yılancı vd. 2019).

$$KS_t = KS_{t-1} + \epsilon_{1t} = KS_0 + \sum_{i=1}^t \epsilon_i^+ + \sum_{i=1}^t \epsilon_i^- \quad (24)$$

$$GS_t = GS_{t-1} + \mu_t = GS_0 + \sum_{i=1}^t \mu_i^+ + \sum_{i=1}^t \mu_i^- \quad (25)$$

$$KS_t^+ = \sum_{i=1}^t \epsilon_i^+, KS_t^- = \sum_{i=1}^t \epsilon_i^-; GS_t^+ = \sum_{i=1}^t \mu_i^+, GS_t^- = \sum_{i=1}^t \mu_i^- \quad (26)$$

Yukarıda sunulan denklem 24 ve 25'deki KS_0 ve GS_0 terimleri ele alınan değişkenlerin başlangıç değerlerini ifade etmektedir. Ayrıca $\epsilon_i^+, \epsilon_i^-, \mu_i^+$ ve μ_i^- ise pozitif ve negatif şokları nitelemektedir. Denklem 26 ise pozitif ve negatif şokların kümülatif formda ifade edilmesini sunmaktadır. Kümülatif pozitif ve negatif şoklar ayrı ayrı olarak FADL eş bütünleşme testine eklendiğinde, saklı eş bütünleşme testinin modeli elde edilmektedir. Aşağıda sunulan denklem 27 ve 28 sırasıyla KS değişkeni üzerinden pozitif ve negatif bileşenler arasındaki eş bütünleşik ilişkiyi sınavan modelleri göstermektedir (Yılancı vd. 2019).

$$\Delta KS_t^+ = \alpha_0 + \alpha_1 \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_2 \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_3 KS_{t-1}^+ + \alpha_4 GS_{t-1}^+ + \alpha_6 \Delta KS_{t-1}^+ + \alpha_7 \Delta GS_{t-1}^+ + \epsilon_t \quad (27)$$

$$\Delta KS_t^- = \alpha_0 + \alpha_1 \sin\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_2 \cos\left(\frac{2\pi kt}{T}\right) + \alpha_3 KS_{t-1}^- + \alpha_4 GS_{t-1}^- + \alpha_6 \Delta KS_{t-1}^- + \alpha_7 \Delta GS_{t-1}^- + \epsilon_t \quad (28)$$

Asimetrik FADL eş bütünleşme testinin analiz süreci FADL eş bütünleşme testiyle birebirdir. Serilerin eş bütünleşik olmadığını ifade eden boş hipotez, test istatistik değerinin Banerjee vd. (2017) tarafından sunulan kritik değerleriyle sınanarak test edilmektedir.

5.2.2. Nedensellik Analizleri

Granger nedensellik analizi, durağan olan seriler arasında nedensellik ilişkisini ortaya koyan bir ekonometrik tekniktir. Ele alınan iki seri üzerinden gerçekleşen analizde, değişkenler arasındaki muhtemel çift yönlü, tek yönlü veya nedensellik ilişkisinin durumları, Granger nedensellik analiziyle tespit edilebilmektedir. Granger nedensellik analizinin yapılmasındaki diğer bir öncül durum optimal gecikme uzunluğunun tespit edilmesi durumu gelmektedir. Uygun gecikme uzunluğunun tespiti, VAR modellerinde elzemdir, çünkü VAR modeline dayalı testler gecikme uzunluğuna aşırı duyarlılık göstermektedir. Bu noktada, gecikme uzunluğunun doğru tespiti önemlidir; çünkü gecikme uzunluğunun olması gerekenden az olması, bilgi kaybı ve otokorelasyon soruna yol açarken; çok olması ise aşırı parametre sorununun ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Optimal gecikme uzunluğunun, bilgi kriterleri dikkate alınarak belirlenmesi önemlidir. Optimal gecikme uzunluğunun tespitinde bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. Optimal gecikme uzunluğunun, VAR modelinde yer alan istikrar testleriyle sınanması gerekmektedir. AR karakteristik denkleminin ters köklerinin birim çember içinde olması, otokorelasyon, değişen varyans sorununun olmaması ve modelin istikrarını temsil eden CUSUM ve CUSUM Square grafiklerinden kırılmamaların olmaması model için aranan durumlardır. Kurulan model sonrasında, Wald testi uygulanarak elde edilen sonuçlar, F-istatistik değerlerine ait olasılık değerleriyle sınanmaktadır. Eğer olasılık değeri, tahmin edilen anlamlılık düzeyinden büyükse; nedensellik ilişkisinin olmadığını ifade eden boş hipotez kabul edilmektedir (Kofuoğlu vd., 2017).

Nedensellik analizindeki öncü model olan Granger (1969) nedensellik analizi, birtakım kısıtlar üzerine ortaya konulmuştur. Granger nedensellik analizindeki en temel varsayım serilerin durağan olmasıdır. Lakin serilerin aynı mertebeden durağan olması, Granger nedensellik analizinde istenilen koşullardan bir tanesini oluşturmamaktadır (Yetim ve Yamak, 2019). Durağan olmayan serilerin analize tabi olması için fark alma işlemlerinin uygulanması gerekmektedir. Fark alma işlemi ise serilerde bilgi kaybına yol açmaktadır. Bilgi kaybını önlemek için Toda ve Yamamoto düzeltilmiş VAR modeline dayalı nedensellik testi geliştirmişlerdir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi adıyla bu testte serilerin durağanlık durumu, kaçınıcı fark alma işleminde olursa olsun seviye değeriyle analize tabi tutulmaktadır.

Bu testte serilerin durağanlık dereceleri kadar seriler arasındaki muhtemel eş bütünleşme ilişkisi de analiz sonuçlarının geçerliliğini etkilememektedir (Toda ve Yamamoto, 1995:227). Toda-Yamamoto'nun geliştirdiği model, Granger nedensellik analizine nazaran daha az kısıt içermesine karşın bu test aşamasında da belirlenmiş adımların izlenmesi gerekmektedir. Birinci koşul olarak uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi yer almaktadır ve gecikme uzunluğu VAR modelin gecikme uzunluğu dikkate alınarak belirlenmektedir. VAR modelinde optimal gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC, SCI ve Hannan-Quin (HQ) bilgi kriterleri dikkate alınmaktadır. İkinci durum ise ele alınan değişkenlerin en büyük durağanlık seviyesinin tespitidir. Gecikme uzunluğu ve en büyük durağanlık derecesinin tespitinden sonra bu iki değerin toplamı uzunluğunda bir VAR modeli oluşturularak Toda-Yamamoto nedensellik analizi gerçekleştirilmektedir. İkinci aşamada, uygun gecikme uzunluğuna eklenen maksimum durağanlık derecelerine sahip katsayılar göz ardı edilerek Wald testi uygulanmaktadır (Ulusoy vd. 2016). Eğer tüm değişkenler seviye değerlerinde durağan iseler gecikme uzunluğu eklenmeyerek Toda-Yamamoto nedensellik analizi Granger nedensellik analiziyle benzer sonuçlar sunmaktadır. Toda-Yamamoto nedensellik testinde ortaya konulan VAR modeli görünürde ilişkisiz regresyon (SUR) modeliyle tahmin edilir ve bu modelde seriler arasındaki ilişki, hata terimleri arasındaki ilişkiden vuku bulmaktadır. Diğer bir anlatımla, hata terimlerinin kovaryansları sıfırdan farklıdır (Yetim ve Yamak, 2019: 210-211). Optimal gecikme uzunluğu (p) ve değişkenlerin maksimum eş bütünleşme derecesi (d_{max}) VAR modeli $k+d_{max}$ gecikme uzunluğuyla kurulmaktadır. Nedensellik ilişkisi irdelenirken ise sadece k gecikme uzunluğunu içeren MWALD testi uygulanmaktadır. Testin boş hipotezi nedensellik ilişkisinin olmadığını belirtmektedir.

Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analiz modellerinde, sabit terimin yapısal değişim göstermediği varsayılmaktadır. Nedensellik analizlerinde eğer veri oluşum sürecinde yapısal değişimler var olduğunda nedenselliğin olmadığını ifade eden boş hipotezin hatalı biçimde reddedilme durumunun olduğunu, Ventosa-Santaularia ve Vera-Valdes (2008), Enders ve Jones (2015) çalışmaları ispat etmektedir. Araştırmacılar, Monte Carlo denemelerinin sonucunda yapısal değişimler kadar yapısal değişimlerin tarihlerinin de doğru tespit edilip edilmemesinde nedensellik analizinin sonuçlarını etkilediğini göstermiştir.

Kırılmaların doğru tahmin edilmesi, özellikle VAR modelinde aşırı önemlidir, çünkü bir serideki yapısal kırılmaların varlığı ele alınan değişkenlerde de değişimin olmasına yol açarak test sonuçlarına etki etmektedir (Ng ve Vogelsang, 2002; Enders ve Jones, 2015). Enders ve Jones (2015), eğer serilerde keskin kırılmalar varsa, standart Granger nedensellik testinin; kırılmalar yumuşak geçişliyse Fourier Granger nedensellik analizinin daha güçlü sonuçlar verdiğini işaret etmektedir. Standart Granger ve Fourier Granger nedensellik analizinin sonuçları, serilerin durağanlığa ve eşbütünleşik ilişki durumlarına duyarlıdır; çünkü bu durumlar, Wald testinin standart dağılımına ve hata terimine bağımlı olup olmasına etki etmektedir.

5.2.2.1. Hacker-Hatemi-J Bootstrap Nedensellik Analizi

Toda-Yamamoto analizi, farklı durağanlık mertebesine sahip olan değişkenler arasındaki nedenselliğin yönünü tespit etmektedir. Toda-Yamamoto analizinde, gecikmesi artırılmış VAR modelinin kullanımı, farklı durağanlık mertebesine sahip serilerin ham halleriyle nedensellik analizinde incelemeyi mümkün kılmaktadır. Serilerin fark işlemi alınmadan incelenmesi ise uzun dönemli bilgi kaybı sorununa karşı dirençli sonuçların elde edilmesini sağlamaktadır. Bunun yanında, Toda-Yamamoto analizinin güvenilirliği ele alınan değişkenler arasındaki eş bütünleşik olma durumlarından da etkilenmemektedir. Bu unsurlar değerlendirildiğinde, Toda-Yamamoto nedensellik analizi, öncülüğünde olan Granger nedensellik analizine karşı üstünlüğe sahip olduğu ifade edilebilir. Ancak, Toda-Yamamoto analizinin test sonuçlarının güvenilirliği de bazı varsayımlara tabidir. Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonrasında elde kalıntıların normal dağılımda olup olmadığı ve ARCH etkisi sorunsal test sonuçlarının güvenilirliğine etki etmektedir. Eğer kalıntılar normal dağılım göstermiyorsa ve ARCH etkisi varsa, nedensellik analizinde hesaplanan Wald test istatistiği x^2 dağılımına uygunluk göstermemektedir. Toda-Yamamoto nedensellik analizinin güvenilirliğini etkileyecek sorunları aşmak için Hacker-Hatemi-J (2006), Efron (1979) tarafından sunulan yeniden örneklemeye dayalı bootstrap yöntemini kullanarak literatüre yeni bir nedensellik analizi kazandırmışlardır. Literatürde, Hacker-Hatemi-J Bootstrap Nedensellik Analizi olarak anılan bu nedensellik analizinde kullanılan simülasyon yöntemi daha güvenilir tablo kritik değerleri üzerinden tahminleme gerçekleştirerek sapmaları azaltmaktadır. Bu analizde, uygulanan her bir simülasyon için EKK denkleminde sıfır hipotezin nedensellik ilişkisinin yokluğunu gösterdiği varsayımı altında temsili veriler ve bootstraplaştırılmış hata terimleri elde edilmektedir. Toda-Yamamoto nedensellik testindeki $VAR(p+d_{max})$ denklemi $V=\hat{E}K+\hat{\epsilon}$ şeklinde edilirse;

$V=(a_1, a_2, a_3, \dots, a_T)(n \times T)$ matrisi, $\hat{E}=(\hat{g}, \hat{G}_1, \hat{G}_2, \hat{G}_3, \dots, \hat{G}_{p+d_{max}})(n \times (1+n(p+d_{max})))$ matrisi;

$$K_T := \begin{bmatrix} 1 \\ a_t \\ a_{t-1} \\ \vdots \\ a_{t-p-d_{max}+1} \end{bmatrix} (1+n(p+d_{max}) \times 1) \text{ matrisi, } t=1, \dots, T$$

$$c = (\hat{y}_1, \hat{y}_2, \hat{y}_3, \dots, \hat{y}_T)(n \times T) \text{ ve } K=(K_0, K_1, K_2, \dots, K_{T-1},) (1+n(p+d_{max}))$$

Matrisidir.

(29)

Kurulan model sonrasında kısıtsız regresyonun hata terimleri ($n \times T$) $\hat{\epsilon}_Y$ matrisi ile hesaplanır ve sonrasında hata terimlerinin $Z_u = \hat{\epsilon}_Y' \hat{\epsilon}_Y / T$ var-kov matrisi tahmin edilir. Modelin sınanmasında ise Toda-Yamamoto (1995) nedensellik testindeki Wald testi aşağıda sunulan denklem üzerinde modifiye edilerek MWALD test denklemi elde edilmektedir.

$$MWALD = (\widetilde{B\theta})' [B((K'K)^{-1} \otimes S_U)B']^{-1} (\widetilde{B\theta}) \quad (30)$$

Denklem 30'da, $\otimes$ kronecker çarpımını göstermektedir. B kısıtları içeren $p \times n(1+n(p+d_{max}))$ boyutundaki gösterge fonksiyonunu işaret etmektedir. Modelde, B'nin her bir p satırı θ katsayısının sifıra eşit olup olmadığı kısıtlamasıyla bağlantılıdır ve testin boş hipotezi $B\theta=0$ şeklinde sınanmaktadır. MWALD testinin serbestlik derecesi p gecikme sayısı kadar belirlenmektedir ve test asimptotik ki-kare dağılımına sahiptir. Hacker-Hatemi-J Bootstrap nedensellik analizinde, SIC ve Hannan-Quinn (HQ) göre belirlenen gecikme uzunluklarının farklı sonuçların çıkmasına yol açması nedeniyle araştırmacılar, farklı bilgi kriterinin tercih edilmesini ileri sürmüşlerdir. Bu doğrultuda, Hatemi-J (2003) SBC ve Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterlerinin ortalamasını ifade HJC'nin kullanılmasını önermiştir. HJC bilgi kriterinin denklemi aşağıdaki gibidir:

$$HJC = \ln(I\tilde{\Omega}I) + p \left(\frac{n^2 \ln T + 2n^2 \ln(\ln(T))}{2T} \right), p=0, \dots, k \quad (31)$$

Yukarıdaki denklemde n ifadesi VAR modelindeki denklem sayısını ifade etmektedir. $I\tilde{\Omega}I$ ise j gecikme uzunluğu temelinde elde edilen VAR modelinin hata terimlerinin varyans-kovaryans matrisini göstermektedir.

5.2.2.2. Fourier Granger Nedensellik Analizi

Vektör otoregresif model (VAR) vasıtasıyla değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini sınanan Granger nedensellik analizi, yapısal kırılmaları ihmal etmektedir. Granger (1969) tarafından sunulan nedensellik analizinin VAR(u) eşitliği denklem 32'de işaret edilmektedir.

$$a_t = \gamma + \delta_1 a_{t-1} + \dots + \delta_u a_{t-u} + \epsilon_t \quad (32)$$

Granger nedensellik analizinde ele alınan serilerin durağanlık koşulunu sağlamasının yanında, yapısal kırılmaların veri yaratma sürecinde bulunmadığı da varsayılmaktadır. Denklem 32'deki a_t , γ , δ_u ve ϵ_t sırasıyla içsel değişkenleri, sabit terimi, katsayılar matrisini ve hata

terimlerini ifade etmektedir. Denklem 32’de yer alan γ sabit teriminin zamanla değişmemesi ön koşulu kabul edilerek yapısal kırılmalar, seriler arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasında ihmal edilmektedir. Veri yaratma sürecinde yapısal kırılmaların olması durumunda ise Granger nedensellik testinin gücü azalmaktadır. Yapısal kırılmaların olması kadar, yapısal kırılmaların model içerisinde içsel veya dışsal dâhil edilme durumları, yapıları, formları ve geçişkenlik özellikleri de test sonuçlarına etki etmektedir. Bu durumlara binaen Granger nedensellik analizinin Fourier fonksiyonlarıyla geliştirilmesi söz konusu olmuştur. Bu doğrultuda, Enders ve Jones (2016), Gallant’ın (1981) önerdiği Fourier fonksiyonlarını geleneksel Granger nedensellik testinin yapısına ekleyerek Fourier Granger nedensellik testini geliştirmişlerdir. VAR modeline eklenen Fourier fonksiyonlarının gösterimi denklem 33’deki gibidir (Enders ve Jones, 2016).

$$\gamma(t) \cong \gamma_0 + \theta_{1k} \sin\left(\frac{2\pi pt}{T}\right) + \theta_{2k} \cos\left(\frac{2\pi pt}{T}\right) = \gamma_0 + \theta_{1k} \sin\left(\frac{2\pi pt}{T}\right) + \theta_{2k} \cos\left(\frac{2\pi pt}{T}\right) + \delta_1 a_{t-1} + \dots + \delta_u a_{t-u} + \epsilon_t \quad (33)$$

Eğer gözlem sayısı az ise tek frekanslı Fourier-Granger nedensellik testinin uygulanması önerilmektedir. Fourier-Granger nedensellik analizinin sıfır hipotezi, nedensellik ilişkisinin yokluğunu nitelerken; alternatif hipotezde ise nedensellik ilişkisinin var olduğu belirtilmektedir. Denklem 33’deki δ katsayılarından herhangi birisinin 0’dan farklı olması durumu, sıfır hipotezinin reddine neden olmaktadır. Sıfır hipotezin reddi durumunda ise seriler arasında yapısal değişimlerle birlikte nedensellik ilişkisinin var olduğu anlaşılmaktadır (Enders ve Jones, 2016).

5.2.2.3. Fourier Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi

Fourier Granger nedensellik analizinde bahsedilen temellendirilmiş gerekçelerden dolayı sonraki dönemlerde geciktirilmesi artırılmış VAR modeline dayanan Toda-Yamamoto (1995) nedensellik analizi de yumuşak ve geçişli yapısal değişimler dikkate alınacak şekilde Nazlıoğlu vd. (2016) tarafından geliştirilmiştir. Nazlıoğlu vd. (2016), geleneksel Toda-Yamamoto modelinde yer alan sabit terime Fourier fonksiyonlarını ekleyerek Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizini literatüre kazandırmışlardır. Bu yöntemle birlikte, farklı durağanlık seviyelerinde olan seriler için serilerin birim kök ve eş bütünleşik olma durumlarına karşı dirençli, uzun dönemli bilgi kaybını ortadan kaldıran ve farklı formdaki yapısal kırılmaları dikkate alan nedensellik analizi uygulanabilmektedir. Araştırmacıların temel aldığı Toda-Yamamoto nedensellik analizinin eşitliği denklem 34’deki gibidir (Nazlıoğlu vd. 2016).

$$b_t = \gamma(t) + \delta_1 b_{t-1} + \dots + \delta_{p+dmax} b_{t-(p+dmax)} + \epsilon_t \quad (34)$$

Denklem 34'deki, b_t , K adet içsel değişkenden meydana gelmektedir ve $\gamma(t)$ sabit terimi işaret etmektedir. Denklem 34'de yer alan sabit terimde yapısal değişimlerin olmadığı varsayılmaktadır. Ayrıca δ ve ϵ_t ise katsayı matrislerini ve beyaz gürültü sürecinin özelliklerini taşıyan kalıntıları simgelemektedir. Denklem 34'de yer alan $p + dmax$ ifadesi ise uygun gecikme uzunluğu ile en yüksek bütünleşme derecesinin toplamıdır. Modelin sıfır hipotezinde nedenselliğin yokluğu ifade edilmektedir ve b_t 'nin bileşeni olan K'nın ilk p parametresi sıfır kısıtlamaya tabidir şeklinde sınanmaktadır ($H_0 = \delta_1 = \dots = \delta_p = 0$). Sıfır hipotezi test etmek için p serbestlik derecesiyle asimptotik X^2 dağılımına sahip Wald istatistiği kullanılmaktadır. Sabit terim Fourier fonksiyonlarıyla genişletilmesi formu, sayısı, zamanı ve geçişkenliği bilinmeyen yapısal değişimlerin model içerisinde değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Sabit terimin Fourier fonksiyonlarıyla genişletilmiş biçimi, denklem 35'de sunulmaktadır (Nazlıoğlu vd., 2016).

$$\gamma(t) = \gamma_0 + \sum_{k=1}^n \gamma_{1k} \sin\left(\frac{2nbt}{T}\right) + \sum_{k=1}^n \gamma_{2k} \cos\left(\frac{2nbt}{T}\right) \quad (35)$$

Yukarıdaki denklemde yer alan n terimi 1 ile 5 arasında olabilecek frekans sayısını ve T ise gözlem sayısını belirtmektedir. γ_{1k} ve γ_{2k} terimleri ise frekans genişliğini ve yerlerini göstermektedir. Ayrıca, b ve t terimleri ise uygun gecikme uzunluğunu ve trendi simgelemektedirler. Nazlıoğlu vd. (2016) frekans sayısının büyük olduğu durumlarda stokastik parametre varyasyonu sorununun ortaya çıkabileceğini ve bu durumun da aşırı uyuma (over-fitting) sorununa neden olabileceğini işaret etmişlerdir. Bu gerekçeden dolayı araştırmacılar, tek frekanslı temel alarak modeli revize etmişlerdir. Tek frekanslı modelin denklemi aşağıda verildiği biçimdedir (Nazlıoğlu vd., 2016).

$$\gamma(t) = \gamma_0 + \gamma_{1k} \sin\left(\frac{2nbt}{T}\right) + \gamma_{2k} \cos\left(\frac{2nbt}{T}\right) \quad (36)$$

Tek frekans özelinde ortaya konulan sabit terimi işaret eden eşitlik, denklem 36'daki sabit terimi ifade eden kısma eklendiğinde, Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizinin modeli elde edilmektedir. Modelin gösterimi denklem 37'de gösterilmektedir.

$$b_t = \gamma_0 + \gamma_{1k} \sin\left(\frac{2nbt}{T}\right) + \gamma_{2k} \cos\left(\frac{2nbt}{T}\right) + \delta_1 b_{t-1} + \dots + \delta_{p+dmax} b_{t-(p+dmax)} + \epsilon_t \quad (37)$$

Analizin sıfır hipotezi, değişkenler arasındaki nedenselliğin yokluğunu ($H_0: \delta_1 = \dots = \delta_p = 0$); alternatif hipotez ise nedensellik ilişkisinin var olduğunu belirtmektedir. Nazlıoğlu vd. (2016)

küçük örneklemelerde bile güçlü sonuçlar sunan F istatistiğinin kullanılmasını önermektedir, çünkü X^2 dağılımı yaklaşımı küçük örneklemelerde zayıf sonuçlar sunmaktadır (Mantolos, 2000; Hacker ve Hatemi-j, 2006). Nazlıoğlu vd. (2016) testin gücünü artırmak için Efron (1979) tarafından geliştirilen kalıntıların örnekleminde elde edilen bootstrap yaklaşımını kullanmışlar ve F-istatistiklerinin bootstrap dağılımını elde etmişlerdir. Bu yöntemle elde edilen test istatistikleri küçük örneklemelerde bile güçlü test istatistiklerinin elde edilmesini sağlamaktadır. Bunun yanında bu yöntem, verilerin birim kök ve eş bütünleşme özelliklerini robust yapmaya imkân vermektedir (Nazlıoğlu vd. 2016; Efron,1992).

Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizi, asimetrik formda da kullanım alanına sahiptir. Granger ve Yoon (2002) yönteminin ele alınmasıyla değişkenlerin negatif ve pozitif bileşenlere ayrıştırarak, ayrılmış şoklar arasında nedensellik ilişkileri araştırılabilmektedir.

5.2.2.4. Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Analizi

Nedensellik analizlerinin arka planında ele alınan bir serinin, ileri dönemlerdeki hareketinin tahmininde, analize tabi olan ikinci değişkenin etkili olup olmadığının irdelenmesi bulunmaktadır. Nedensellik analizleri ele alınan değişkenlerin arasındaki muhtemel ilişkiyi ve bu ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla kullanılmaktadır (Yetim ve Yamak, 2019). Nedensellik analizleri, ekonometri literatüründe sürekli geliştirilen yöntemlerden birisidir. Granger (1969), Toda-Yamamoto (1995) ve Hacker ve Hatemi-J (2006) nedensellik analizleri birbirlerinin kısıtlarını azaltarak veya olası farklı durumlarda test gücünde yaşanacak kayıpları önlemek adına geliştirilmiştir. Adı geçen metotlar, farklı öncülleri temel alarak geliştirilmiş olsa da bir değişkenden diğer bir değişkene yayılan şokları özdeş kabul etmektedir. Diğer bir anlatımla, şoklarda pozitif veya negatif ayrıştırma söz konusu değildir, gerçekleşen pozitif ve negatif durumların ele alınan değişkenlerin parametrelerini etkilediği, piyasa katılımcıların heterojen yapıda olması, asimetrik bilgi sorunsalı, karar alıcı vericilerin bir olayda yaşanan farklı durumlara türdeş tepki vermemesi, asimetrik durumlara izin veren testlerin geliştirilmesine kapı aralamıştır. Granger ve Yoon'un (2002) çalışmasını temel alan Hatemi-J (2012) asimetrik nedensellik analizini literatüre kazandırarak, nedensellik analizinde pozitif ve negatif şokların etkilerinin ayrı ayrı ele alınmasına olanak sağlamıştır. Hatemi-J asimetrik nedensellik testi, Toda-Yamamoto nedensellik testinin Hacker-Hatemi-J (2006) tarafından bootstrap yöntemleriyle geliştirilmiş versiyonu temeline dayandığı için hem durağan hem de durağan olmayan seriler üzerinden uygulanabilmektedir (Yetim ve Yamak, 2019). Modelin geliştirildiği öncü testler nedeniyle test aşamasında ilk olarak VAR modelinin optimal gecikme uzunluğu tespit edilirken, sonrasında maksimum durağanlık seviyesi derecesi kadar ek gecikme

uzunluğu eklenmektedir. Bu noktada, Dolado ve Lütkepohl (1996) tarafından ileri sürülen ilave 1 gecikme uzunluğu çalışmada uygulanmıştır.

Hatemi-J asimetrik nedensellik analizinin test prosedürü ilk olarak $t=1,2,\dots,T$ durumunda iki değişken özelinde ilerlemektedir. Ele alınan değişkenler α_{1t} ve α_{2t} olmak üzere bu iki bütünleşik seri arasındaki nedensellik ilişkisine ait ilk model denklem 38’de gösterilmektedir.

$$\begin{aligned}\alpha_{1t} &= \alpha_{1t-1} + \epsilon_{1t} = \alpha_{1,0} + \sum_{i=1}^t \epsilon_{1i} \\ \alpha_{2t} &= \alpha_{2t-1} + \epsilon_{2t} = \alpha_{2,0} + \sum_{i=1}^t \epsilon_{2i}\end{aligned}\quad (38)$$

Yukarıdaki denklemde $\alpha_{1,0}$ ve $\alpha_{2,0}$ başlangıç değerleri ifade ederken, ϵ_{1i} ve ϵ_{2i} ise beyaz gürültüden saptıran şokları işaret etmektedir. Asimetrik nedensellik ilişkisinin sınanması için değişkenleri pozitif ve negatif bileşenlerine ayıştırmak gerekmektedir. Ele alınan serilerin pozitif ve negatif şoklarını ayıştıran denklem ise aşağıda sunulduğu şekildedir.

$$\begin{aligned}\epsilon_{1i}^+ &= \max(\epsilon_{1i}, 0), \quad \epsilon_{1i}^- = \min(\epsilon_{1i}, 0), \\ \epsilon_{2i}^+ &= \max(\epsilon_{2i}, 0), \quad \epsilon_{2i}^- = \min(\epsilon_{2i}, 0)\end{aligned}\quad (39)$$

Denklem 39 aynı zamanda $\epsilon_{1i} = \epsilon_{1i}^+ + \epsilon_{1i}^-$ ve $\epsilon_{2i} = \epsilon_{2i}^+ + \epsilon_{2i}^-$ şeklinde gösterilebilmektedir ve bu gösterim, denklem 38’e eklenirse aşağıda gösterilen denklem 40 elde edilmektedir.

$$\begin{aligned}\alpha_{1t} &= \alpha_{1t-1} + \epsilon_{1t} = \alpha_{1,0} + \sum_{i=1}^t \epsilon_{1i}^+ + \sum_{i=1}^t \epsilon_{1i}^- \\ \alpha_{2t} &= \alpha_{2t-1} + \epsilon_{2t} = \alpha_{2,0} + \sum_{i=1}^t \epsilon_{2i}^+ + \sum_{i=1}^t \epsilon_{2i}^-\end{aligned}\quad (40)$$

Eğer denklem 40 ile her iki değişken özelinde kümülatif formda pozitif ve negatif bileşenler gösterilmek istenirse denklem 41 elde edilmektedir.

$$a_{1i}^+ = \sum_{i=1}^t \epsilon_{1i}^+, \quad a_{1i}^- = \sum_{i=1}^t \epsilon_{1i}^-, \quad a_{2i}^+ = \sum_{i=1}^t \epsilon_{2i}^+, \quad a_{2i}^- = \sum_{i=1}^t \epsilon_{2i}^- \quad (41)$$

Denklem 42’de gösterilen, a_t^+ , b ve ϵ_t^+ terimleri sırasıyla, 2×1 boyutunda değişken vektörünü, sabit değişkeni ve hata terimi vektörlerini ifade etmektedir. B_t terimi ise 2×2 boyutunda

r mertebede belirlenen uygun gecikme sonrasında elde edilen parametre matrisini göstermektedir. Hipotezlerin sınanmasında kullanılan Wald istatistiği ise denklem 43 ve 44’de gösterilmektedir. Denklem 43 ve 44 sırasıyla kapalı ve açık biçiminde kurulan VAR modellerini temsil etmektedir.

$$A = SX + \theta x$$

$$A := (a_1^+, a_2^+, \dots, a_T^+) \text{ “nxT boyutundaki matris”},$$

$$S := (b, B_1, B_2, \dots, B_p) \text{ “(nx(1+np)) boyutundaki matris”},$$

$$\theta := (\varepsilon_1^+, \varepsilon_2^+, \dots, \varepsilon_T^+) \text{ “nxT boyutundaki matris”}, \quad (42)$$

$$X := (X_0, X_1, \dots, X_{T-1}) \text{ “(1+np)xT boyutundaki matris”}, \quad (43)$$

$$X_T := \begin{bmatrix} 1 \\ a_t^+ \\ a_{t-1}^+ \\ \vdots \\ a_{t-p+1}^+ \end{bmatrix} \quad (44)$$

Yukarıdaki ifade, denklemin boş hipotezini ve nedenselliğin olmadığını göstermektedir. Hipotezlerin sınanmasında Wald istatistiği kullanılmaktadır. Uygun gecikme uzunluğu, farklı bilgi kriterleri özelinde farklı sonuçlara neden olması nedeniyle Hatemi-J (2003) kendi önerdiği Bayesyen ve Hannan-Quinn bilgi kriterini içeren bilgi kriterinin kullanılmasının yararlı olacağını belirtmektedir. Son olarak hesaplanan Wald test istatistiği, bootstrap tablo kritik değerlerden büyük olursa bu durum, sıfır hipotezin reddini işaret etmektedir. Bu sonuç karşısında, ele alınan değişkenler arasında asimetric nedenselliğin var olduğu anlaşılmaktadır.

5.2.2.5. Zamanla Değişen Simetrik ve Asimetrik Nedensellik Analizi

Nedensellik analizlerinde, yapısal kırılmaları ve asimetric etkileşimi içeren testlerin gelişimi, literatüre çok sayıda ekonometrik uygulamayı kazandırmıştır. Nedensellik analizinde gelişimi tetikleyen diğer bir unsur da nedensellik ilişkisini zamana bağlı olarak inceleme gayretidir. Seriler arasında simetrik veya asimetric nedensellik ilişkisi, zamana bağlı değişim göstermektedir. Serilerin incelenmeye alındığı dönem içerisinde yaşanan yerel veya küresel olaylar, nedensellik ilişkisine etki edebilmektedir. Bu noktada incelenecek dönem içerisinde gerçekleşen ekonomik, politik ve sosyal olaylar, ele alınan değişkenlerin dönemsel olarak nedensellik ilişkilerin de farklılaşmasına yol açabilmektedir (Tang, 2008; Arslanturk vd. 2011). Dönemsel yaşanan yapısal

değişimlerin, değişkenlerin parametrelerinde de değişime neden olacağı durumu, nedensellik analizlerinin zamana bağlı incelenmesine zemin hazırlamıştır.

Ayrıca, iktisat literatüründe varsayılan şartlar altında değişkenler arasında bir etkileşimin olacağı vurgulanmaktadır. Zamana bağlı olarak nedensellik analizinin gerçekleştirilmesi, hem politika yapıcılara dönemsel politika öneri sunmanın yanında hem de mevcut teorik etkileşimlerin hangi koşullar altında oluştuğunu tespit etmekte yarar sağlamaktadır. Zamanla değişen nedensellik analizi, ele alınan seriler üzerinden simetrik veya asimetrik bakış açısıyla gerçekleştirilebilmektedir. Zamanla değişen simetrik ve asimetrik nedensellik analizi, Hacker-Hatemi-J (2006), ve Hatemi-J (2012) nedensellik testlerinin zamana bağlı değişim gösteren biçimleridir. Zamanla değişen asimetrik nedensellik analizi, Yılcı ve Bozoklu (2014) tarafından Hatemi-J'nin (2012) sunduğu model temel alınarak geliştirilmiştir. Zamanla değişen nedensellik testlerinde tüm örneklem seti kullanılmamaktadır, bunun yerine örneklem büyüklüğünden daha küçük bir örnek boyutu yani pencere genişliği saptanarak analiz gerçekleştirilmektedir (Doğan ve Yamak, 2021). Ele alınacak alt dönemler aşağıda verilen denklem 45'de tanımlanmaktadır.

$$t = \tau - l + 1, \tau - l, \dots, \tau, \tau = l, l + 1, \dots, T \quad (45)$$

Denklem 45 'de l terimi, yuvarlanan pencere büyüklüğünü temsil etmektedir. Zamanla değişen nedensellik analizinde en önemli unsur, uygun alt dönemin yani pencere sayısının tespitidir (Brooks ve Hinich, 1998). Pencere sayısının tespitinde Caspi'nin (2017) sunduğu denklem, literatürde temel alınmaktadır. Pencere sayısının tespiti için kullanılan denklem aşağıda gösterilmektedir.

$$l = T(0.01 + 1.8/\sqrt{T}) \quad (46)$$

Analiz sürecinde, birinci alt örneklemde ilk gözlemden pencere genişliğinin son gözlemine kadar nedensellik analizi gerçekleştirilmektedir. Sonraki adımda ilk penceredeki ilk gözlem silinerek pencere genişliğinin son gözleminden sonra gelen gözlemler eklenmekte ve nedensellik analizi tekrarlanmaktadır. Bu analiz süreci, tüm örneklem setinin son gözlemine kadar devam etmektedir (Samut ve Yamak, 2018; Yamak vd. 2019). Bunun yanında, Monte Carlo simülasyonlarının 10 ile 20 pencere boyutunda otoregresif parametrelerdeki sapmayı azalttığı literatürde ileri sürülmektedir (Pesaran ve Timmerman, 2005; Balcılar vd., 2010). Örneğin, pencere büyüklüğü 20 belirlendiği durumda, ilk aşamada ilk gözlemden 20. gözleme kadarki kısım için analiz gerçekleştirilmektedir. Her yeni aşamada, ilk gözlem atılarak son gözleme onun ardındaki

gözlem eklenerek analiz süreci devam etmektedir. Simetrik analizde Hacker ve Hatemi-J (2006), asimetrik analizde de Hatemi-J (2012) nedensellik testlerinin her gözlem aralığı için elde edilen Wald istatistik değerleri, bootstrap kritik değerleriyle normalleştirilmektedir. Testlerin yorumlanmasında grafik tekniğinden yararlanılmaktadır. Her bir pencere için hesaplanan normalleştirilmiş Wald istatistik değerleri grafiğe aktarılmaktadır (Yamak vd. 2018). Grafikte, 1 çizgisinin altında kalan dönemlerde simetrik veya asimetrik nedensellik ilişkisini yok sayan boş hipotezin kabulünü; 1 çizgisinin üstündeki yerlerde boş hipotezin reddedilmesi gerektiğini ifade etmektedir (Samut ve Yamak, 2018; Yamak vd. 2019).

5.2.2.6. Breitung –Candelon Frekans Alanında Nedensellik Analizi

Bu çalışmada farklı frekans alanlarında uygulanan nedensellik analizlerinden biri de Breitung ve Candelon'dır. Serilerin hem orijinaleri hem de pozitif-negatif bileşenleri üzerinden bu analiz gerçekleştirilmiştir. Uygun gecikme uzunluğu bir önceki nedensellik testlerinde uygulanan gecikmeler dikkate alınarak yapılmıştır. Pozitif-negatif ya da simetrik değişkenlerin dışında Breitung ve Candelon, Granger metodu ile geciktiricisi artırılmış Toda-Yamamoto yöntemi ile de uygulanmaktadır. Bu çalışmada serilerin birinci farkı ve gecikmeleri artırılmış seviye değerleri ile analiz gerçekleştirilmiştir. Bu testin önemi, değişkenler arasındaki ilişkinin geçici ya da yoksa kalıcılığının ve nedenselliğin anlamlılığının gösterildiği dönemlerin belirlenebilmesi ile ortaya çıkmaktadır. Breitung ve Candelon (2006), iki değişkenli vektör otoregresif model kullanmıştır. Bu modeli ile otoregresif parametreler üzerine doğrusal bir hipotez kurgulayarak tek bir test prosedürü önermiştir. Bu şekilde test prosedürünün, gerek çok boyutlu sistemleri gerekse eşbütünleşme ilişkilerini incelemek adına genelleştirilebilmesi mümkündür. Breitung ve Candelon (2006) frekans alanı nedensellik testi; kısa, orta ve uzun frekanslar baz alınarak veri döneminin incelenmesine imkân tanımakta ve böylece diğer nedensellik testlerine kıyasla avantajlı hale gelmektedir.

Frekans alanında test gerçekleştirebilmek için Geweke (1982) ve Hosoya (1991) VAR varsayımı temelinde iki boyutlu bir vektör tanımlamışlardır ve tanımlanan vektör denklem 47'deki şeklinde gösterilebilir;

$$b_t = [a_t, c_t]' ; \odot(L) b_t = \epsilon_t ; \odot(L) = I - \odot_1 L - \dots - \odot_p L^p \quad (47)$$

Gecikme uzunluğu ve belirlenen gecikme uzunluğu üzerinden Granger nedensellik analizi sırasıyla denklem 48 ve 49 özelinde ifade edilebilir;

$$L^k b_t = b_{t-1} \quad (48)$$

$$S_{c \rightarrow a} = \log \left[\frac{2\pi f_x(\omega)}{|\phi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] = \left[\frac{|\phi_{12}(e^{-i\omega})|^2}{|\phi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] \quad (49)$$

$|\phi_{12}(e^{-i\omega})|^2=0$ olma durumu c'nin ω frekansında a'nın Granger nedeni olmadığını ifade etmektedir ve b_t 'nin bileşenleri birinci fark işlemi sonrası durağanlaşıyor ise otoregresif $\odot(L)$ birim kök içermektedir ve geriye kalan kökler birim dairesinin dışında yer almaktadır. Eğer denklem 47'de b_{t-1} eşitliği her tarafta çıkarılırsa denklem 50 elde edilir (Breitung ve Candelon, 2006).

$$\Delta b_{t-1} = (\odot_1 - I) b_{t-1} + \odot_2 b_{t-2} + \dots + \odot_p b_{t-p} = \widehat{\odot}(L) b_{t-1} + \epsilon_t \quad (50)$$

Breitung and Candelon (2006) ϵ_t 'yi (beyaz gürültü) $E(\epsilon_t) = 0$ ve $E(\epsilon_t, \epsilon_t') = \Sigma$ varsayımları altında kabul ederken, Σ ise pozitif tanımlı bir değeri ifade etmektedir. “G” Cholesky ayrıştırması aşağı üçgen matris olarak tanımlanırsa, $G'G = \Sigma^{-1}$ ve beklenen değeri $E(\eta_t, \eta_t') = I$ biçimindedir. Burada $\eta_t = G\epsilon_t$ eşitliği söz konusudur. Sistemin durağan olması halinde ise, $\varphi(L) = \theta(L)^{-1}$ ve $\phi(L) = \varphi(L)G^{-1}$ varsayımları altında MA gösterimi şu şekildedir (Breitung ve Candelon, 2006:

$$z_t = \varphi(L)\epsilon_t = \begin{pmatrix} \varphi_{11}(L) & \varphi_{12}(L) \\ \varphi_{21}(L) & \varphi_{22}(L) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \phi_{11}(L) & \phi_{12}(L) \\ \phi_{21}(L) & \phi_{22}(L) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \epsilon_{1t} \\ \epsilon_{2t} \end{pmatrix} \quad (51)$$

Denklem 51'den temel alınarak spectral yoğunluk denklemi denklem 52'de gösterildiği gibi gösterilebilir;

$$f_x(\omega) = \frac{1}{2\pi} \{ |\phi_{11}(e^{-i\omega})|^2 + |\phi_{12}(e^{-i\omega})|^2 \} \quad (52)$$

Denklem 52 özelinde, Breitung ve Candelon (2006) değişkenler arasında ω frekansında bir nedenselliğin olmamasını $\phi_{12}(e^{-i\omega})^2=0$ biçiminde tanımlamaktadır. Bu sıfır hipotez VAR katsayılarında ki doğrusal bir kısıtlamaya eşittir.

5.2.3. Tam Değiştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (FMOLS) ve Dinamik En Küçük Kareler Yöntemi (DOLS) Tahmincileri

Tam Değiştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-Fully Modified Ordinary Least Square (FMOLS), Phillips ve Hansen (1990) tarafından değiştirilmiş uzun dönem katsayılarının tahmininde kullanılan bir etkin bir ekonometrik analizdir. FMOLS tahmincisi, geleneksel OLS yönteminin geliştirilmiş bir versiyonudur. Geleneksel OLS tahmincisinde oluşan diagnostik sorunları mevcut iken, FMOLS tahmincisinde bu sorunlara yol açan parametrelerin çekirdek tahmincisinden yararlanarak çözüm üretmektedir. FMOLS tahmincisinde, seriler arasında uzun dönem katsayıları tespit edilirken, kernel tahmincisinden yararlanarak yarı parametrik bir düzeltme uygulanmaktadır. FMOLS tahmincisi, az sayıda gözlem olduğunda bile istikrarlı katsayılarla ulaşılmasını sağlayan elverişli bir yöntemdir. Ele alınan seriler, birinci mertebeden durağan olduklarında FMOLS tahmincisinin uygulanması, oto korelasyon ve içsellik problemlerini model içerisinde gidererek güçlü sonuçlar elde edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca, modele dâhil edilmeyen değişkenlerden kaynaklanan sorunlar da FMOLS tahmincisinde yer alan düzeltme fonksiyonu yardımıyla önlenmektedir. FMOLS tahmincisini ifade eden eşitlik denklem 53’de gösterildiği gibidir.

$$\tilde{\theta} = \begin{bmatrix} \tilde{\alpha} \\ \tilde{\nu}_1 \end{bmatrix} = (\sum_{t=1}^T A_t A_t')^{-1} (\sum_{t=1}^T A_t B_t^+ - T \begin{vmatrix} \gamma_{12}^+ \\ 0 \end{vmatrix}) \quad (53)$$

Denklem 53’de yer alan $\tilde{\theta}$, $\tilde{\alpha}$ ve T terimleri, sırasıyla FMOLS tahmincisini, eşbütünleşme eşitliğinin katsayılarını ve gözlem sayısını işaret etmektedir. FMOLS tahmincisinde içsellik ve otokorelasyon sorunu çözen düzeltme terimi γ_{12}^+ ‘dir ve B_t^+ bağımlı değişkene gerçekleştirilen düzeltmeyi göstermektedir.

Ele alınan serilerde uzun dönemli ilişki tespit edilmişse yani seriler arasında eşbütünleşme mevcutsa serilerin birbirlerine olan esneklikleri hesaplanabilmektedir. En Küçük Kareler Yöntemi (EKK-OLS) eşbütünleşme ilişkisi mevcut değişkenler arasındaki parametre yorumlanmasında sorun yaşamasından dolayı Stock ve Watson (1993) dinamik en küçük kareler yöntemini geliştirmişlerdir. DOLS tahmincisi birçok açıdan mevcut benzer regresyon modellerinden üstün konumda yer almaktadır. Öncelikle DOLS tahmincisi eşbütünleşik vektörlerin tahmin aşamasında içsellik probleminden etkilenmemektedir. İçsellik probleminin olması durumunda tahminleme gücünün azalmamasının yanında, DOLS tahmincisinde parametrelerin hata terimleri otokorelasyon ve normal dağılım sorunu yaşanmaması ayarlanmaktadır.

$$\ln A_t = \beta_0 + \beta_1 \ln B_t + \sum_{i=p}^p \gamma_i \Delta \ln B_{t-i} + \epsilon_t \quad (54)$$

Yukarıda sunulan denklemde, T toplam sayısını ifade ederken model için maksimum gecikme uzunluğu $T^{1/3}$ olarak belirlenmektedir. Belirlenen gecikme uzunluğu bağımsız değişkenin geçmiş ve gelecek değerlerini meydana getirmektedir.

5.2.4. Vektör Otoregresyon (VAR) Modeli

1970’li yılları takip eden zamanlar ekonometri biliminin çok yönlü gelişimine şahit olmuştur. Neredeyse her 10 yılda ekonometri bilimi başka süret alarak araştırmacılara yeni metodlara sunmuştur. Bu gelişmeler arasında yer almış Vektör Otoregresyon Modeli (VAR) günümüzde dahi literatürde sıklıkla kullanılmaktadır. VAR modelinin gelişiminde büyük ölçekli eşanlı ya da yapısal denklemlerin öngörülerinde yaşadıkları başarısızlıkları etkili rol oynamıştır. 1970’li yıllara kadar ekonometrik analizlerde Keynesci politikalarla uyumlu büyük ölçekli modellerden yararlanılmaktaydı. Büyük ölçekli modellerde ele alınan değişkenlerin içsel ve dışsal olarak doğru belirlenmesi öngörü sonuçlarının gücüne doğrudan etki etmektedir (Yetiz, 2015). Modelin doğru belirlenme koşulu ve ele alınacak değişkenlerin etkileşim sıralamasının tek yönlü varsayılması, gelişen ekonomi biliminin gerçekliğinden uzak durulmasına yol açmıştır. Ekonomik göstergelerin özellikle o zamanlardan sonra çoklu boyutta birbiriyle eş anlı bağlantısı büyük ölçekli modellerin öngörülerinin başarısız olmasına yol açmıştır. Bu eksikler Sims (1980) tarafından geliştirilen VAR modelinin ortaya çıkış gerekçelerini oluşturmuştur. Sims (1980)’in geliştirdiği bu modelde, modelde ele alınacak değişkenler önsel bir ayırım yapılmadan bir bütün olarak ele alınmaktadır. İçsel ve dışsal ayrımı olmadan değişkenlerin eşanlı olarak model içerisinde ver yermesi VAR modelinin öne çıkan avantajları arasında yer almaktadır (Amisano ve Gianini, 1997; Gujarati, 1999). VAR modeli temelde tek değişkenli otoregresif sürecin çok değişkenli biçimde geliştirilmiş halidir ve yapı vasıtasıyla değişkenlerin hem kendisiyle hem de diğer değişkenlerle karşılıklı dinamik ilişkisi görülebilmektedir. Dinamik etkileşimin sunulması değişkenlerin gecikmeli değerlerinin modele dâhil edilmesiyle olmaktadır ve böylelikle geleceğe yönelik tahminleme gerçekleşmektedir (Kumar vd. 1995; Dursun, 2021). VAR modelinin ekonometrik tahminleme yöntemlerinde sunduğu avantajlarının yanında modelin kurulmasında birtakım koşullar bulunmaktadır. Öncelikli koşul VAR modelinin içerisindeki değişkenlerin durağanlık koşulunu sağlamasıdır. Durağanlık koşulunun arka planında ise VAR modelinde ele alınan değişkenlerin hem kendi hem de diğer değişkenlerden gelecek rassal şoklara karşı tepkisinin ölçülmesidir. Durağan serilere şok uygulandığında söz konusu seri belirli dönem boyunca tepki vermesine karşın uzun dönemde ortalamasına doğru hareket etmektedir ama durağan olmayan serilerin şoklara karşı tepkisi ise sönümlenmeden sonsuza kadar devam etmektedir. Ele alınan seriler seviye değerinde

durağan değillerse fark işlemleriyle durağan hale getirilerek model içerisinde yer almaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007).

5.2.4.1. Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonu Analizi

Sims (1980) eşanlı denklem sistemlerinin eksiklerini göz önünde tutarak Vektör Otoregresif (VAR) modelini geliştirmiştir. VAR modelinde ele alınan her değişken içsel olduğu varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, VAR modelinde değişkenleri içsel ve dışsal olarak ayırtırmaya gerek kalmadan değerlendirilebilmektedir. VAR modelinde uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi önemlidir. Uygun gecikme uzunluğu p olarak tespit edilen bir VAR modelinde, her bir değişkenin kendisinin p gecikmesine kadar olan değerleri analize tabi tutulmaktadır. Uygun gecikme uzunluğu bilgi kriterlerinden yararlanarak belirlenmektedir ve tespit edilen gecikme uzunluğunun yapısal anlamda sorun teşkil edip etmediği LM otokorelasyon, White değişen varyans ve AR ters polinomik kökler testlerinin sonuçları göz önünde bulundurularak tespit edilmektedir.

VAR modelinde temel amaç analiz sonucunda elde edilen parametrelere ait katsayıların yorumlamaktan ziyade seriler arasında ilişkilerin doğasını belirlemektir. VAR modeli içerisinde yer alan etki-tepki-fonksiyonu ve varyans ayrıştırma analizleri serilerin dinamik ilişkilerini yorumlanmasında kullanılmaktadır. Varyans ayrıştırma yöntemi içsel değişkenlerden birisindeki değişimi tüm içsel değişkenleri etkileyen ayrı ayrı şoklar olarak ayırmaktadır. Bu ayırma yöntemi aracılığıyla her bir rassal şokun gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini belirlenmektedir. Diğer bir anlatımla, incelenen değişkenin hata teriminde oluşacak şokun diğer değişkenler tarafından ne ölçüde açıklanabileceği varyans ayrıştırma yönteminde görülebilmektedir. Bu bilgi değişkenler arasındaki iktisadi ilişkilerinin açıklanmasında etkin sonuçlar ortaya koyabilmektedir. Etki-tepki fonksiyonları analizi ise VAR modelinde yer alan serilerin hata terimlerinde meydana gelecek şokların diğer değişkenler üzerindeki etkisini göstermektedir. Etki-tepki fonksiyonunun analiz sonuçları modelin sunduğu grafikler üzerinden yorumlanmaktadır. Grafiklerin içerisinde yer alan kesik çizgiler Monte Carlo denemeleri ile 500 iterasyonla elde edilen güven aralıkları temsil etmektedir. Güven aralıklarının içerisinde yer alan sürekli çizgiler ise etki-tepki katsayılarını ifade etmektedir. Bu noktada güven aralıklarının sıfır bandındaki konumu önemlidir. Güven aralıkları sıfır bandının üzerindeki veya altındaki bölgelerde yer aldığı takdirde etki-tepki fonksiyonlarının bulguları güvenilir kabul edilmektedir.

Sims'in (1980) etki-tepki fonksiyonlarını elde etmek için önerdiği Cholesky ayrıştırmasında ve Kopp vd. (1996) ile Pesaran ve Shin (1998) tarafından aynı amaçla önerilen Genelleştirilmiş etki

tepki fonksiyonlarında bir değişkenin rassal hata terimindeki bir birimlik şok mutlak değerce aynı kabul edilmektedir. Diğer bir anlatımla, adı geçen yöntemlerde şoklar pozitif ve negatif biçimde ayırmadan aynı olduğu kabul edilmektedir. Ancak, hem iktisat teorisinde yer alan unsurlar hem de piyasada eksik ve homojen dağılmayan bilgi sorunu değişkenlerde meydana şokları özdeş kabul eden analizlerin gerçekçi sonuçlar vermesini zorlaştırmaktadır. Bunun yanında, piyasaya oyuncularının iyi ve kötü haberlere verdikleri tepkilerin farklı olması durumu etki-tepki fonksiyonların pozitif ve negatif şokları ayrı ayrı dikkate alması yönünde geliştirilmesine dayanak oluşturulmuştur. Hatemi-J (2014) Geleneksel etki-tepki fonksiyonları analizini negatif ve pozitif şokları içeren şekilde geliştirilerek Asimetrik etki-tepki fonksiyonu analizini literatüre kazandırmıştır. Hatemi-J (2014), Granger ve Yoon'un (2002) çalışmasını temel alarak asimetrik tepki-fonksiyonunu analizini geliştirmiştir. Hatemi-J (2014) çalışmasında ele aldığı serinin negatif ve pozitif değerlerini ayrı ayrı birikimli olarak ayrıştırarak serilerin pozitif ve negatif bileşenlerini elde etmiştir.

Hatemi-J (2014) tarafından geliştirilen asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizi Sims (1980) tarafından geliştirilen öncül etki-tepki fonksiyonları analizinin test adımları birebir izlemektedir. İki analiz arasındaki farklılık ise Sims'in (1980) modelinde değişkenlerin orijinal değerlerinin durağan halleriyle analiz gerçekleştirirken asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizinde seriler pozitif ve negatif değerlerinin durağan hallerini analiz sürecinde değerlendirilmektedir. VAR modeline dayalı etki-tepki fonksiyonları analizinin gerçekleştirilmesi için aranan koşullar asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizinin gerçekleştirilmesi için de istenmektedir. VAR modelinde ilk aranan koşul olan serilerin durağan halleriyle analizi tabi tutulması durumu asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizinde de pozitif ve negatif bileşenleri üzerinden gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Pozitif ve negatif bileşenler durağanlık testleri yardımıyla durağan seviyeleri belirlenir ve seviye değerlerinde birim kök içeren seriler fark işlemi yardımıyla durağan hale getirir ve bu adımdan sonra analiz sürecine dahil edilirler. VAR modeline dayalı tepki-tepki fonksiyonları analizinde uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi en önemli test aşamasıdır. Otokorelasyon ve değişen varyans sorunu yaşayan ve katsayıları istikrarlı kılacak uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi asimetrik etki-tepki fonksiyonun analizinde de izlenmesi gereken zorunlu adımdır.

Bu bilgiler ışığında Hatemi-J (2014)'in kullanıldığı model süreci ifade edilebilir. Asimetrik etki-tepki fonksiyonları içerisinde değerlendirilecek seriler B_{1t} ve B_{2t} kabul edildiğinde

$$B_{1t} = B_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = B_{1,0} + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{1r}, \quad (55)$$

$$B_{2t} = B_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = B_{2,0} + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{2r}, \quad (56)$$

Yukarıdaki denklemlerde yer alan $B_{1,0}$ ve $B_{2,0}$ terimleri değişkenlerin orijinal değerlerini simgelemektedir. Ayrıca ε_{1t} ve ε_{2t} simgeleri de hata terimleri vektörüdür. Orijinal değişkenlerin pozitif ve negatif şoklar biçimde ayrıştırması denklem 57’de gösterilmektedir.

$$\begin{aligned}\varepsilon_{1r}^+ &:= \max(\varepsilon_{1r}, 0), \varepsilon_{2r}^+ := \max(\varepsilon_{2r}, 0), \varepsilon_{1r}^- := \max(\varepsilon_{1r}, 0), \varepsilon_{2r}^- := \max(\varepsilon_{2r}, 0) \\ \varepsilon_{1r} &= \varepsilon_{1r}^+ + \varepsilon_{1r}^-, \varepsilon_{2r} = \varepsilon_{2r}^+ + \varepsilon_{2r}^- \\ B_{1t} &= B_{1t-1} + \varepsilon_{1t} = B_{1,0} + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{1r}^+ + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{1r}^- \\ B_{2t} &= B_{2t-1} + \varepsilon_{2t} = B_{2,0} + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{2r}^+ + \sum_{r=1}^t \varepsilon_{2r}^- \\ B_{1t}^+ &:= \sum_{r=1}^t \varepsilon_{1r}^+, B_{1t}^- := \sum_{r=1}^t \varepsilon_{1r}^-, B_{2t}^+ := \sum_{r=1}^t \varepsilon_{2r}^+, B_{2t}^- := \sum_{r=1}^t \varepsilon_{2r}^- \end{aligned} \quad (57)$$

Yukarıda B_{1t} ve B_{2t} değişkenlerinin pozitif ve negatif bileşenlerinin ayrıştırma prosedürü verilmiştir. Eğer söz konusu değişkenlerin negatif bileşenleri üzerinden etki-tepki fonksiyonları yani $B_t^- = (B_{1t}^-, B_{2t}^-)$ vektörünün dinamik ilişkisi VAR (k) modeli ile tahmin edildiğinde uygun model aşağıda sunulan denklem 58 üzerinden gösterebilmektedir;

$$B_t^- = A_0 + A_1 B_{t-1}^- + \dots + A_k B_{t-k}^- + \mu_t^- \quad (58)$$

Denklem yer alan A_0 olası deterministik bileşenleri ifade eden vektörü simgelemektedir. B_t^- ise model içerisinde yer alan değişkenlerin negatif bileşenlerinden meydana gelen matrisi işaret etmektedir. Son olarak μ_t^- ve k ise hata terimi vektörünü ve uygun gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Bu model üzerinden asimetrik teki-tepki fonksiyonunu hesaplamak için VAR modeli hareketli ortamlar formatına göre düzenlenmesi gerekmektedir ve bu format denklem 59’daki gibidir.

$$B_t^- = \sum_{i=0}^{\infty} X_i + \sum_{i=0}^{\infty} V_i \mu_{t-i}^-, T=1, \dots, T \quad (59)$$

Denklem 59’da yer alan V_i 2x2 katsayısını matrisini simgelemektedir ve aşağıda sunulan denklem 60’da gösterildiği gibi özyinelemeli olarak elde edilir;

$$V_i = A_1 V_{i-1} + A_2 V_{i-2} + \dots + A_k V_{i-k}, i=1, 2, \dots$$

$$V_0=I_2 \text{ ve } V_i = 0 \text{ } i<0, X_i=V_i A_0 \quad (60)$$

B_{t+n}^- üzerindeki genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonu (asymmetric generalized impulse-response-AGIR) aşağıda sunulduğu gibi hesaplanmaktadır.

$$AGIR(n)=\sigma_{jj}^{-0.5} V_n \Omega e_j, n=0,1,2,\dots \quad (61)$$

Denklem 61 ‘deki Ω terimi VAR modelindeki hata terimlerin hesaplanmış varyans-kovaryans matrisini temsil etmektedir. $\Omega=[\sigma_{jj}, i,j=1,2]$ ise ‘ e_j ,’ J’inci elemanı 1 ve diğer geri kalan elemanları 0 olan 2x1 seçim vektörü anlamına gelmektedir.



ALTINCI BÖLÜM

6. BULGULAR

6.1. Durağanlık Analizi

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki simetrik ve asimetrik etkileşimi belirlemeden önce ele alınan bütün değişkenlerin durağanlık analizi gerçekleştirilecektir. Durağanlık analizleri bulgularına göre uygulanacak analizler değişim göstermektedir. Ayrıca durağan olmayan değişkenlerin zaman içerisinde ortalaması ve varyansı değişmektedir. Bu durum ilgili seriler üzerinden gerçekleşen testlerde sahte regresyon sorununun oluşumuna zemin hazırlamakla birlikte elde edilen sonuçların yanıltıcı olmasına yol açmaktadır (Yamak vd. 2012). Çalışmada, Augmented Dickey Fuller, Phillips-Perron (1988) (PP), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) (KPSS), Fourier ADF (Enders ve Lee, 2012) (FADF) ve Fourier KPSS (Becker vd. (2006) birim kök testlerinden yararlanarak serilerin durağanlık analizleri gerçekleştirilmiştir. Değişkenlerin durağanlık analizi bulgularından önce uygulanan birim kök testlerin teorik arka planı kısaca açıklanmıştır.

Mevcut literatürde tek başlarına veya farklı modellerin ön koşullarını sınamak için birim kök testleri kullanılmaktadır. Birim kök testini ilk ortaya koyan çalışmalar; Fuller (1976), Dickey ve Fuller (1979) tarafından gerçekleştirilmiştir. Öncü bu çalışmalardan itibaren birim kök testlerinin geliştirilmesi hala literatürdeki güncelliğini korumaktadır. Fuller (1976), Dickey ve Fuller (1979) sunduğu birim kök testi, Dickey Fuller (DF) yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır. DF yaklaşımında boş hipotez serinin birim kök içerdiğini yani durağan olmadığı gösterirken, alternatif hipotez serinin birim kök içermediğini nitelemektedir. Durağanlık kavramı, bir serinin önceki dönemlerde aldığı değerlerinin şimdiki değerini etkileyip etkilemediğinin araştırılmasını ifade etmektedir. Bu doğrultuda, DF yaklaşımında ele alınan seri için her dönemdeki değerinin daha önceki değerleriyle regresyon analizi gerçekleştirilmektedir. DF birim kök testinde t istatistik değeri, normal dağılım göstermediğinden tau (τ) istatistik değeri hipotez sınamasında kullanılmaktadır. Tau (τ) istatistik değeri DF-test istatistiği olarak anılmaktadır ve τ değeri MacKinnon kritik değerleriyle sınanarak hipotezler değerlendirilmektedir. Kritik değerleri Monte Carlo benzetimleriyle tablollaştırılmıştır ve τ istatistik değerinin mutlak değer hali, kritik değerlerinin mutlak değerlerinden büyük olursa; H_0

reddedilmekte ve serinin durağan olduğu sonucu elde edilmektedir. İfade edilen bilgiler üzerine, seviye değerinde birim köke sahip olduğuna dair sonuçlar elde edilen seri, birinci farkı alındıktan sonra tekrar birim kök testine tabi tutulmaktadır. Birinci farkında durağan hale gelen serilere birinci dereceden bütünleşik “I(1)” seri denilmektedir. Çoğunlukla, serilerin birinci fark işlemi alındıktan sonra durağan hale geldikleri görülmesine karşın eğer birinci farkında bile birim kök içerdiği sonucuna ulaşıldığı takdirde serinin farkının farkını almak gerekmektedir. Bu durumda serinin ikinci dereceden bütünleşik “I(2)” seri olma özelliğine sahip olduğu ifade edilmektedir. Seri için d kadar fark almak gerektiği durumda ise bütünleşik derecesi $I(d)$ olarak belirtilmektedir (Tarı, 2005; Yamak ve Korkmaz, 2005). Birim kök analizi DF yaklaşımıyla literatüre kazanmasına rağmen öncü test olan bu yaklaşımın model gelişimi, son derece kısıtlı varsayımlar üzerinde gerçekleştirilmiştir. DF yaklaşımın en önemli savı ele alınan serinin birinci dereceden otoregresif sürece uyumlu olmasıdır. Bunun ardından ikinci bir kısıtlayıcı sav ise hata teriminin otokorelasyonsuz olduğudur. Serilerin farklı mertebeden otoregresif süreçlere uyum göstermesi durumunda ise hata terimleri otokorelasyon sorunuyla karşılaşmakta ve bu durum DF dağılımını hükümsüz kılmaktadır. ADF birim kök testi, ele alınan serinin gecikmeli değerlerini modele ekleyerek AR(p) sürecine tabi bir seri için durağanlık analizini mümkün kılmıştır (Sevültekin ve Çınar, 2014).

Ele alınan bir serinin AR(1) sürecine uyum gösterip göstermediği kurulan modelin kalıntılarının otokorelasyonları incelenerek belirlenebilmektedir. Kalıntılar sıfırdan farklı otokorelasyon bulunduğu durumda AR modelinin derecesi artmaktadır. Diğer bir yöntem ise modele gecikmeler eklenmesidir. Yüksek bir gecikme değeri, otokorelasyon sorununu çözecek gecikme değeri bulunana kadar düşürülmekte ve bu sürecin sonunda uygun gecikmeli model elde edilmektedir. Gecikme değerinin tespiti için bilgi kriterlerine başvurulmaktadır. Literatürde en çok tercih edilen bilgi kriterleri, Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Bilgi Kriteri (SIC)’dir. Sonsuz örneklem boyutlarında ($T \rightarrow \infty$) SIC sonlu örneklemelerde ise AIC bilgi kriterini göz önünde bulundurularak gecikme uzunluğu belirlenmektedir. DF birim kök testi ve ardından ADF birim kök testinin gelişimi, zaman serilerinin durağanlık boyutlarının incelenmesine ilgiyi artırmıştır. Literatürde, bu amaçla gerçekleştirilen çalışmaların artması, farklı birim kök testlerinin ortaya çıkmasını da beraberinde getirmiştir. Özellikle DF birim kök testinin kısıtlayıcı temeller üzerine inşa edilmesi, geliştirilen yeni birim kök testlerinin ortaya çıkış motivasyonunu meydana getirmiştir. DF yaklaşımında hata terimlerinin sabit varyanslı ve istatistik olarak bağımsız olduklarını varsayarak birim kök analizi gerçekleştirilmektedir (Torun, 2015). Ayrıca DF yaklaşımda, serilerin AR(1) sürecine tabi olduğu kabul edilmektedir. Serinin AR(1) dışında farklı mertebeden otoregresif süreçlere uygunluk göstermesi durumunda ise DF yaklaşımı üzerinden analiz gerçekleşirse hata terimleri otokorelasyon sorunuyla karşılaşmaktadır. Otokorelasyon sorunu bulunan serilerde ise DF dağılımı geçerli olmamaktadır. ADF birim kök testi, DF modeline serinin gecikmeli değerlerini ekleyerek bu kısıtın üstesinden gelmiştir. Böylelikle serilerinin farklı

mertebeden otoregresif süreçlere tabi olması durumunda bile ADF birim kök testi geçerli sonuçlar verebilmektedir (Bozkurt, 2007; Enders, 2008). Phillips-Perron birim kök testi ise hata teriminin homojen dağılmaması durumunda etkili sonuçlar verebilen bir birim kök testidir. PP testinde hata teriminin zayıf derecede bağımlı olması ve heterojen dağılması, test gücüne etki etmemektedir. PP testi; gerek içsel bağlantının gerekse de homojenlik varsayımının olmadığı bir birim kök testi geliştirirken, aşağıda sunulan regresyon modeline temel almıştır (Phillips ve Perron, 1988; Geçer, 2017).

MA süreçlerinin artarken, PP birim kök testinin açıklayıcı gücünü de artırmaktadır. MA süreçlerinin negatif olma durumunda ise diğer bir ifadeyle hata terimlerinin sifıra yaklaşması durumunda ADF birim kök testinin açıklama gücü PP birim kök testine nazaran daha büyüktür. PP birim kök testinin boş hipotezi, serinin birim kök içerdiğini test ederken; alternatif hipotezi serinin birim kök içermediğini sınamaktadır. Hipotezlerin sınanmasında kullanılan kritik tablo değerleri, ADF birim kök testiyle özdeştir. PP test istatistik değerini, kritik tablo değerleriyle karşılaştırarak hipotezlerin sınanması gerçekleşmektedir. P-olasılık değerinin, kritik değerlerden küçük olması veya PP test istatistik değerinin mutlak değerinin, tablo kritik değerlerinin mutlak halinden büyük olması durumunda boş hipotez kabul edilememektedir. Bu durum, serinin birim kök içermediği ve durağan olduğu sonucunu ortaya koymaktadır (Phillips ve Perron, 1988).

Durağanlık analizlerinde sıklıkla kullanılan diğer birim kök analizi KPSS birim testidir. Geleneksel birim kök analizleri içerisinde yer alan diğer bir ifadeyle yapısal kırılmaları dikkate almayan bu birim kök testini Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) geliştirmiştir ve bu testin ismi araştırmacıların isimlerinin baş harfleriyle ifade edilmektedir. KPSS (1992) birim kök testi, geleneksel birim kök testleri içerisinde yer almasına karşın birçok açıdan ADF ve PP birim kök testlerinden farklılaşmış durumdadır. Birinci öne çıkan farklılaşma, KPSS birim kök testinin hipotez yapısıdır. KPSS birim kök testi, ele alınan serinin deterministik trendini arındırarak serinin durağanlığını sınamaktadır. Bu sınamada boş hipotez, serinin birim kök içermediğini ve durağan olduğunu test ederken; alternatif hipotez serinin birim kök içerdiğini ve durağan olduğunu işaret etmektedir. KPSS birim kök testinde boş hipotez, serinin trend durağan olduğunu ifade etmektedir. Çünkü durağanlık sınamasında seri trendden arındırılarak analize tabi tutulmaktadır. KPSS birim kök testinde serinin trendden arındırılarak durağanlığının sınanması, bu testin büyük MA yapısı içeren serilerde üzerindeki test sonuçlarının gücünün azalmasına engel olmaktadır. Özellikle ADF birim kök testinin büyük MA yapısı içeren seriler üzerinde zayıf test sonuçlarını sunması, KPSS birim kök testinin bu alanda öne çıkmasına yol açmaktadır. KPSS birim kök testinin diğer bir farklılığı, dikkate aldığı kritik değerler ve modelin temel aldığı sistemdir. KPSS birim kök testi, LM testinin geliştirilmesiyle oluşturulmuştur. LM testinin boş hipotezi, serinin rassal yürüyüşünün

sıfır varyansa sahip olduğunu işaret etmektedir. Ayrıca boş hipotez, ele alınan değişkenin deterministik trendinin durağan kalıntıların birleşiminden oluştuğunu ifade etmektedir.

Geleneksel birim kök testleri (ADF, PP ve KPSS), seriler üzerindeki durağanlık analizlerini yapısal kırılmaları göz arzı ederek gerçekleştirmektedir. Yapısal kırılma durumunun durağanlık analizlerinin test sonuçlarına etkisi, Perron (1989)'un öncü çalışmasından bu yana literatürdeki güncelliğini korumaktadır. Perron (1989) tarafından tek yapısal kırılmaya izin veren birim kök testinin literatüre kazandırılması ile bu alanda birçok çalışmanın ve yeni testlerin gelişimine kapı açılmıştır. Birim kök testlerinin ilk dönemlerdeki gelişimi, yapısal kırılma sayısı ve yapısal kırılmaların içsel veya dışsal olarak model içerisinde yer alması şeklinde ilerlemiştir. Bu alanlardaki öncü çalışmalar da yapısal kırılmaların sayısı, 1 ya da 2 ve yapısal kırılmalar testlerde önsel olarak belirlenmiştir. Yapısal kırılma sayısının içsel olarak doğru belirlenmesi, formu ve geçişkinliği unsurlarının birim kök test sonuçlarında sapmaya neden olma gerçeği, birim kök testlerinin bu doğrultuda geliştirilmesini tetiklemiştir. Bu konuda, Gallant (1981)'ın sunduğu Fourier fonksiyonlarının birim kök test prosedürlerine eklenmesi, bahsi geçen sorunların giderilmesinde önemli rol oynamıştır. Fourier ADF (FADF) birim kök testi de bu amaçla geliştirilmiş analiz yöntemlerinden birisidir. Eğer FADF test istatistik değerinin mutlak hali, tablo kritik değerlerinin mutlak halinden büyük olursa; serinin durağan olduğu sonucu elde edilmektedir. Bu durum, boş hipotezin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. FADF birim kök testinin yorumlanmaya tabi olması için trigonometrik terimlerin anlamlı olması gerekmektedir. F-istatistik değerleri, F kritik değerlerden büyük olursa; trigonometrik terimlerin anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Trigonometrik terimlerin anlamsız olması durumunda geleneksel birim kök testlerinin kullanılması önerilmektedir (Enders ve Lee, 2012). Dickey ve Fuller (1981) öncülüğünde geliştirilen birim kök testinde H_0 hipotezi söz konusu değişkenin birim köke sahip olduğunu ve durağan olmadığını sınamaktadır. H_0 hipotezi kabul edildiği durumda, serinin maruz kaldığı şokların etkisinin kalıcı olacağı anlaşılmaktadır. Kwiatkowski vd. (1992) geliştirdikleri KPSS (Kwiatkowski-Phillips, Schmidt-Shin) birim kök testinde farklı hipotezler üzerinden durağanlık analizi gerçekleştirmişlerdir. KPSS birim kök testinde H_0 hipotezi serinin birim kök içermediğini ve durağan olduğunu sınamaktadır. Diğer bir ifadeyle, seri şoklar sonrasında bile uzun dönem trend çizgisine hareket etmektedir. KPSS birim kök testi, yapısal kırılmaları dikkate almadan geliştirilmiştir. Sonraki yıllarda, Kurozumi (2002), Carrion-i Silvestre ve Sanso (2007) KPSS birim kök testini yapısal kırılmaları dikkate alacak şekilde modifiye etmişlerdir. Ancak bu çalışmalarda yapısal kırılmaların sayısı ve yapısı model içerisinde belirlenmektedir. İçsel olarak belirleme zorunluğunun yanında adı geçen modellerde yumuşak geçişli yapısal kırılmaların etkisi göz ardı edilmektedir. Becker vd. (2006) KPSS birim kök testini Fourier fonksiyonlarıyla geliştirerek yapısal kırılmalara dayalı sorunlara karşı dirençli birim kök testi geliştirmişlerdir. FKPS birim kök testinin H_0 hipotezi serinin durağan olduğunu ifade etmektedir ve test istatistiği Becker vd. (2006) tablolastırdığı kritik değerlerinden küçük olduğunda H_0 hipotezi kabul

edilmektedir. FKPSS birim kök testinde, test sonuçlarının yorumlanabilmesi için trigonometrik terimlerinde anlamlı olması gerekmektedir. Trigonometrik terimlerin anlamsız olduğu durumlarda, geleneksel FKPSS birim kök testinin uygulanması gerekmektedir. Trigonometrik terimlerin anlamlılığı, F istatistiği ile test edilmektedir. Hesaplanan F-istatistik değeri, tablo kritik değerlerinden büyük olduğunda; H_0 hipotezi reddedilerek trigonometrik terimlerin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Merkez Bankası Döviz Rezervleri çalışmada ele alınan diğer bir seridir. Serinin orijinal halinin seviye değeri için gerçekleştirilen ADF, KPSS, PP, FADF ve FKPSS birim kök testlerinin bulguları EK 2’de sunulmuştur. ADF birim kök testinin sabit ve sabit-trend içeren modellerinin sonuçlarına bakılacak olursa; test istatistiklerinin mutlak değer hallerinin, MacKinnon (1991) tablo kritik değerlerinin mutlak değerlerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durum, testin serinin birim kök içerdiğini ifade eden H_0 hipotezinin kabul edilmesi anlamına gelmektedir. ADF birim kök test sonuçlarına göre Merkez Bankası Döviz Rezervleri seviye değerinde durağan değildir. PP birim kök testinin sonuçları, EK 2’de yer alan tablonun 3. sütununda sunulmaktadır. PP birim kök testinin sabit ve sabit-trend içeren modellerinin test istatistik değerlerinin mutlak değer hallerinin, tablo kritik değerlerinin mutlak değer hallerinden küçük olduğu EK 2’deki sonuçlar ile doğrulanmaktadır. PP birim kök testinin sabit ve sabit-trendli modelinin sonuçları, ADF birim kök testinde elde edilen sonuçları doğrulamaktadır. KPSS birim kök testinin sabitli ve sabitli-trendli modellerinin bulguları, serinin durağan olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin kabul edilmemesi gerektiğini ifade etmektedir. Yapısal kırılmaları içermeyen ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin sonuçları birbirlerini destekleyici biçimdedir ve testlerin sonuçları serinin seviye değerinde durağan olmadığını işaret etmektedir. Söz konusu testlerin Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin birinci farkının alınmış değeri üzerinden sonuçları EK 3’de gösterilmiştir. EK 3’deki bulgulara göre durağanlık testlerinin sabitli ve sabitli-trendli model sonuçları serinin birinci farkında birim kök içermemektedir. Diğer bir ifadeyle, ADF, PP ve KPSS birim kök sonuçlarına göre Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin bütünleşme derecesi $I(1)$ ’dir. FADF ve FKPSS birim kök testlerinin Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin seviye değeri ve birinci fark değeri için sonuçları ekte yer alan sırasıyla EK 2 ve 3’de yer verilmiştir. FADF ve FKPSS birim kök testlerinin serinin seviye değeri için sonuçları incelendiğinde, Fourier terimlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür çünkü testlerin F-test istatistik değerleri, F- testinin tablo kritik değerlerinden büyüktür. Ancak FADF ve FKPSS testinin Fourier terimleri, serinin birinci farkında anlamlı değildir ve serinin birinci fark değerinde standart ADF, PP ve KPSS testlerinin sonuçlarının dikkate alınması gerekmektedir. FADF ve FKPSS birim testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modelleri, Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin seviye değerinde birim kök içerdiğini belirten sonuçlar ortaya koymuştur. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin bütünleşme derecesinin $I(1)$ olduğu yapılan testler sonucunda anlaşılmıştır. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin seviye, birinci fark değerleri ve bu değerlerin yapısal değişimlerinin grafikleri EK 4’de gösterilmektedir. Merkez Bankası Döviz

Rezervlerinin pozitif bileşenlerinin seviye değerlerinde gerçekleştirilen ADF, PP, KPSS, FADF ve FKPSS birim kök testlerinin sonuçları EK 5’de gösterildiği biçimdedir. EK 5’e göre, Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin pozitif bileşenlerinin seviye değerinde birim kök içerdiği ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modellerinin sonuçları ile işaret edilmektedir. Aynı testlerin serinin pozitif bileşenin birinci fark değerindeki bulguları ise EK 6’da verilmektedir ve testlerin bulguları serinin birinci farkında birim kök içermediğini belirtmektedir. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin pozitif bileşenin seviye değerinde Fourier terimleri istatistiksel olarak anlamlı iken, birinci fark değerinde anlamsız olduğu görülmektedir. Serinin seviye değerinde FADF ve FKPSS birim kök testlerinin sonuçları incelendiğinde; H_0 hipotezi, FADF birim kök testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modelleri için kabul edilirken, FKPSS birim kök testlerinde reddedilmektedir. Diğer bir anlatımla, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenleri seviye değerinden birim kök içermektedir. Gerçekleşen bütün testler sonucunda Merkez Bankası Döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerin bütünleşme derecesinin $I(1)$ olduğu tespit edilmiştir ve seriye ait grafiklere EK 7’de yer verilmektedir. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin negatif bileşenlerinin seviye ve birinci fark değerleri üzerinden gerçekleşen birim kök testlerinin sonuçları sırasıyla EK 8 ve 9’da gösterildiği gibidir. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin negatif bileşenleri seviye değerinde Fourier terimlerin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. ADF, PP, KPSS, FADF ve FKPSS birim kök testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modellerinin sonuçlarının birbirlerini destekleyici biçimde olduğunu ve serinin birim kök içerdiğini EK 8’deki bulgular belirtmektedir. Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin negatif bileşenlerinin birinci fark değerinde durağanlaştığını, ADF ve PP birim kök testlerinin sonuçları ifade etmektedir. FADF ve FKPSS birim kök sabitli modelinde, Fourier terimlerinin anlamlı olduğu ve serinin birim kök içermediğini belirten bulgular EK 9’da gösterilmektedir. Sadece KPSS birim kök testinin sabitli modelinde, diğer testlerle çelişkili sonuçlara ulaşılmıştır. Ancak diğer test sonuçları ve serinin birinci fark değerinin grafiği incelendiğinde serinin bütünleşme derecesinin $I(1)$ olduğuna kanaat getirilmektedir.

Nominal Döviz Kurunun seviye değerleri üzerinden gerçekleştirilen ADF, KPSS, FADF ve FKPSS birim kök testlerinin sonuçları EK 2’de sunulduğu şekildedir. FADF ve FKPSS birim kök testleri, nominal döviz kurunda yorumlanabilir durumdadır; çünkü F-test istatistik değerleri bütün tablo kritik değerlerinden büyüktür ve Fourier terimleri istatistiksel olarak anlamlıdır. Nominal döviz kurunun seviye değerlerinin birim kök içerdiği gerçekleşen testlerin sonuçları ile işaret edilmektedir. Serinin birinci fark işlemi sonrasında adı geçen birim kök testleri, tekrar uygulanmıştır ve testlerin bulguları EK 3 ‘de sunulmuştur. Serinin birinci fark değerinde FADF ve FKPSS birim kök testlerinin Fourier terimlerinin anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu bulgu, standart birim kök testlerinin sonuçlarının dikkate alınması gerektiğini işaret etmektedir. ADF ve PP birim kök testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modelleri ile KPSS birim kök testinin sabitli-trendli modelinde nominal döviz kurunun birinci fark işlemi sonrasında birim kök içermediği ve

bütünleşme derecesinin $I(1)$ olduğuna dair sonuçlara ulaşılmıştır. Nominal döviz kurunun pozitif bileşenlerine ait sonuçlar EK 5 ve 6'da verildiği biçimdedir. Serinin pozitif bileşeninde Fourier terimlerin anlamlı olduğu görülmesinden dolayı bütün birim kök testleri göz önünde bulundurulurken, birinci fark alma işlemi sonrasında Fourier terimlerin anlamsız hale geldikleri görülmektedir. Bu bağlamda, ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin sabitli ve sabitli trendli modellerinin bulguları, serinin seviye değerinde birim kök içerdiği ama birinci fark değerinde durağanlaştığını belirtmektedir. FADF ve FKPSS birim kök testleri ise serinin seviye değerinde birim kök içerdiğini doğrulayan sonuçlar ortaya koymuştur. Nominal Döviz Kurunun negatif bileşenlerinin seviye değerlerine ait durağanlık analizleri bulguları EK 7'de gösterilmektedir. FADF ve FKPSS birim kök testlerinin F-test istatistik değerleri, F-testinin tablo kritik değerlerinden serinin seviye değerinde büyükken; birinci fark işlemi sonrasında küçük oldukları EK 8 ve 9'daki sonuçlar ile işaret edilmektedir. Bu durum, nominal döviz kurunun negatif bileşeninin seviye değerlerinde FADF ve FKPSS birim kök testlerinin yorumlanabileceği anlamına gelmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları incelenen diğer bir değişkendir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına ait grafikler EK 4'de gösterilmiştir. Serinin logaritması alınmış seviye değerine ait grafik incelendiğinde, seride belirli bir trendin olmadığı görülmektedir. İncelenen dönem içerisinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimin yüksek olması, serinin belirgin bir trend etrafında hareket etmesini zorlaştırmıştır. Bu durum, kısa vadeli yabancı sermaye akımları için gerçekleştirilen durağanlık analizlerinin sabit terimli modellerinin daha tutarlı sonuç sunacağı şeklinde yorumlanabilir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının seviye değerlerine ait durağanlık analiz sonuçları EK 3'de yer almaktadır. EK 3'e göre, ADF birim kök testi ile KPSS birim kök testinin sabitli modelleri serinin durağan olmadığını işaret ederken, aynı birim kök testlerinin sabitli-trendli modellerinin bulguları serinin seviye değerinde birim kök içermediğini belirtmektedir. PP birim kök testi için her iki modelin H_0 hipotezinin reddedilmesi gerektiği EK 3'deki bulgularla işaret edilmektedir. Ayrıca, FADF ile FKPSS birim kök testinin sabitli-trendli modelleri yorumlanmaya uygun değildir; çünkü F-test istatistik değerleri, tablo kritik değerlerden küçüktür ve Fourier terimler bu sonuç doğrultusunda anlamlı değildir. FADF ile FKPSS birim kök testlerinin sabitli modellerinin F-test istatistik değerleri ise Fourier terimlerinin anlamlı olduğunu belirtmektedir. Testlerin sabitli modellerinin test istatistik değerleri, tablo kritik değerleriyle karşılaştırıldığında; serinin birim kök içerdiği anlaşılmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları için birinci fark alındıktan sonra gerçekleştirilen testlerin sonuçları EK 3'deki gibidir. Fourier terimlerinin, serinin birinci farkında anlamsız olduğunu EK 3'deki sonuçlar göstermektedir. Standart ADF, PP ve KPSS birim kök testlerinin sonuçları dikkate alındığında; serinin birinci farkında durağanlaştığı görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinin seviye ve birinci farkı alınmış değerleri için birim kök testlerinin analiz bulguları sırasıyla EK 5 ve 6'da ve negatif bileşenlerine ait sonuçlar ise EK 8 ve 9'da gösterildiği şeklindedir. Adı geçen tablolardaki birim kök

testlerinin sonuçları incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve negatif bileşenlerinin bütünleşme derecesinin $I(1)$ olduğu saptanmıştır.

Çalışmada ele alınan son değişkenler GSYİH ile TÜFE'dir. Yukarıda ele alınan diğer değişkenler gibi bu serilerin orijinal halleri, pozitif ve negatif bileşenleri ayrıştırılmış değerleri durağanlık analizine tabi olmuştur. GSYİH ile TÜFE'nin seviye değerlerinin durağan olmadığı, uygulanan standart birim kök testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modellerinin sonuçlarını işaret ederken; serilerin birinci farkında birim kök içermediği testlerin bulguları ile doğrulanmaktadır. Her iki serinin seviye değeri için FADF ve FKPSS birim kök testinin sabitli ve sabitli-trendli modellerinin Fourier terimleri anlamlı bulunmuş ve serilerin seviye değerinde birim kök içerdiğine dair sonuçlar sunmuşlardır. Fourier terimlerinin her iki serinin birinci fark değerlerinde de anlamlı olduğu çalışmada tespit edilmiştir. FADF ve FKPSS birim kök testlerine göre GSYİH'nın birinci fark değeri birim kök içermektedir. Birinci fark alındıktan sonra TÜFE'nin durağan hale geldiği, FADF birim kök testinin sabitli-trendli modeli ile doğrulanırken; diğer Fourier temelli birim kök testleri aksi yönde bulgular ortaya koymuştur. Her iki serinin seviye ve birinci fark değerlerindeki grafikleri incelendiğinde, birinci fark işlemi sonrasında durağan hale geldikleri görülmektedir. Bu yorumlamaya ek olarak standart birim kök testlerinin, serilerin seviye ve birinci fark değerlerindeki sonuçları ile FADF ve FKPSS birim kök testlerinin serilerin seviye değerindeki sonuçları dikkate alındığında; her iki serinin bütünleşme dereceleri $I(1)$ 'dir. GSYİH ile TÜFE'nin pozitif bileşenlerine dair durağanlık analizleri sonuçları EK 5 ve 6'da sunulduğu biçimdedir. TÜFE'nin pozitif bileşenlerinin seviye değerinin birim kök içerdiği ve birinci fark alma işlemi sonrasında durağan hale geldiği çalışmada elde edilen sonuçlar arasında yer almaktadır. GSYİH'nın pozitif bileşeninde ise birim kök testleri sonuçları arasında çelişki bulunmasına rağmen birinci fark işleminden sonra birim kök içermediği, seriye ait grafikler ve birim kök testlerinin sonuçlarının bütün halinde değerlendirilmesi ardından ifade edilebilmektedir. GSYİH ile TÜFE'nin negatif bileşenlerinin seviye ve birinci fark değerleri üzerinden gerçekleştirilen durağanlık analizlerinin sonuçları EK 8 ve 9'da yer almaktadır. Serilerin, seviye değerleri birim kök içerken, birinci farkları alındıktan sonra birim kök içermedikleri EK 10'daki bulgular tarafından doğrulanmaktadır.

6.2. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları

Farklı birim kök testlerinin sonucuna göre birinci farklarında durağan olan kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin $I(1)$ eşbütünleşme derecesine sahip oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Aynı bütünleşme derecesine sahip olan serilerde uzun dönemli ilişki görülebilmektedir. Bu amaçla, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez

Bankası rezervleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin olup olmadığı sınanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, Johansen, Engle-Granger, Fourier-ADL, Fourier-Shin ve Shin eş bütünleşme testleri araştırmada kullanılmış ve testlerin bulguları Tablo 4’de verilmiştir. Araştırmada ele alınacak ilk test, Johansen eş bütünleşme testidir ve Tablo 4’nün ilk sütununda ilgili testin hem sabitli hem de sabit-trendli modellerinin sonuçları gösterilmiştir. Johansen eş bütünleşme analizi VAR modeline dayalı bir metot olduğundan model içerisinde belirlenecek uygun gecikme uzunluğu VAR modelinin önsel testleri göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Uygun gecikme uzunluğunun tespitinde ilk olarak bilgi kriterleri göz önünde tutulmuştur ve belirlenen gecikme uzunluğunun değişen varyans, otokorelasyon ve modeli istikrarsız kılacak sorunlara yol açıp açmadığı ilgili testlerle sınanmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile Merkez Bankası rezervleri arasındaki Johansen eş bütünleşme testi için uygun gecikme uzunluğuna dair önsel testler EK 11’de gösterilmiştir. LM otokorelasyon, White değişen varyans ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri sonuçları incelendiğinde 4 gecikme uzunluğunda otokorelasyon ve değişen varyansın varlığını ifade eden testlerin alternatif hipotezlerinin reddedildiği görülmüştür. Ayrıca 4 gecikme uzunluğunun modeli istikrarlı kıldığı ters köklere bakılarak anlaşılmıştır. Bu sonuçlar doğrultusunda gerçekleşen Johansen eşbütünleşme testlerinin sabitli ve sabitli-trendli modellerin iz ve en büyük özdeğer test istatistiklerinin %5 anlam düzeyinde sıfır hipotezini reddedemediği görülmüştür. Eş bütünleşme ilişkisinin yokluğunu ifade eden sıfır hipotezinin kabulü, seriler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığı sonucuna götürmektedir. Çalışmada kullanılan diğer bir eş bütünleşme testi, Engle-Granger’ın iki aşamalı analizidir. Engle-Granger eş bütünleşme testi için öncelikle seriler EKK yöntemi ile tahmin edilmiş ve tahmin sonrasında elde edilen hata terimlerinin birim kök sınaması gerçekleştirilmiştir. Engle-Granger eş bütünleşme testinin bulguları Tablo 4’nün ikinci sütununda verilmektedir. Birim kök sınaması sonrasında elde edilen test istatistiğinin mutlak an değer halinin, tablo kritik değerlerinin mutlak değer hallerinden küçük olduğu Tablo 4’de görülmektedir.

Tablo 4: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları

Johansen-Eşbütünleşme Analizi Sonuçları			Engle ve Granger Eş Bütünleşme Analizi sonuçları			FADL Eş bütünleşme Analizi Sonuçları			Fourier-Shin Eş bütünleşme Testi sonuçları		
Sabitli		Sabit-Trendli	Test İstatistiği			FADL Test İstatistiği			FSHIN-SHIN Test İstatistiği		
İz - En büyük özdeğer istatistiği		İz - En büyük özdeğer istatistiği	-2.896007			-3.623197 [1,3-1]			0.205411(5)- 0.262820(6) [2.17664,1,12.94900]		
r=0	12.03020-6.388929 [0.155-0.5638]	23.61622-17.36836 [0.0930-0.0959]	Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri		
			%1	%5	%5	%1	%5	%10	%1	%5	%10
			4.12	3.29	-4.09	-4.73	-4.09	-3.76	0.095	0.124	0.198
r=1	5.641274 [0.0175]	6.247852 [0.4295]							F-istatistiği Tablo Kritik Değerleri		
									%1	%5	%10
									5.774	4.066	3.352

Tablo 4'nün 3. sütununda FADL¹ eş bütünleşme testinin sonuçları yer almaktadır. Tablo 4'de FADL eş bütünleşme testinin bulguları incelendiğinde, uygun frekans uzunluğunun 1 olduğu ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri değişkeninin uygun gecikme uzunluğunun 3 olduğu, Merkez Bankası döviz rezervleri değişkeninin ise gecikme uzunluğunun 1 olduğu görülmektedir. Uygun gecikme uzunluğuna ait tablo kritik değerleri FADL test istatistiğinin altında gösterilmektedir. FADL test istatistiğinin mutlak değerinin tablo kritik değerlerinin mutlak değer hallerinden küçük olduğu görülmektedir ve bu durum test istatistiğinin eş bütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden boş hipotezinin reddedilemeyeceği anlamına gelmektedir. FADL eşbütünleşme test sonucuna göre kısa vadeli yabancı akımları ile Merkez Bankası rezervleri arasında eş bütünleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası rezervleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığı son olarak Fourier-Shin² ve Shin eş bütünleşme testleri aracılığıyla sınanmıştır. Tablo 4'nün son sütunu, ilgili testlerin bulgularını göstermektedir. Fourier-Shin ve Shin eş bütünleşme testlerinin boş hipotezleri, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığını sınamaktadır. Fourier-Shin eş bütünleşme testinin yorumlanabilmesi için trigonometrik terimlerinin anlamlı olması gerekmektedir. Fourier-Shin eşbütünleşme testinde F istatistik değerinin kritik değerden büyük olduğu dolayısıyla trigonometrik terimlerin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuçlar doğrultusunda Fourier-Shin eş bütünleşme testinin bulguları incelendiğinde, test istatistiğinin bütün tablo kritik değerlerinden büyük çıktığı için boş hipotezin reddedildiği ifade edilebilir. Shin testinde elde edilen bulgular da testin boş hipotezinin reddi yönündedir, Fourier-Shin ve Shin eş bütünleşme testlerinin bulguları değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığını işaret etmektedirler.

Farklı kısıtlara tabi eş bütünleşme analizleri sonucunda, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasında eş bütünleşik ilişkinin bulunmadığı çalışma bağlamında elde edilen ilk sonuç olmaktadır. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin bulunmamasından dolayı Vektör otoregresif (VAR) modeli, çalışmada değişkenlerin birbirlerine karşı dinamik etkileşimini tespit edebilmek için kullanılmıştır. VAR modelinde parametre tahmininden ziyade değişkenler arasındaki ilişkilerin doğası tespit edilmektedir. Gerekli prosedürler temelinde kurulan VAR modelinin çıktılarının yorumlanmasında Etki-Tepki ve Varyans ayrıştırma analizleri kullanılmaktadır. VAR modeli değişkenler arasındaki dinamik ilişkiyi açıklayan elverişli bir metot olmasına karşın model, belirli adımların gerçekleştirilmesi sonrasında kurulabilmektedir. VAR modelinde, bir değişkenin diğer bir değişkendeki şoklara tepkisi ve dengeye ne kadar sürede geldiğinin araştırılmasından dolayı ele alınan değişkenlerin durağan hallerinin modelde kullanılması gerekmektedir. Durağan olmayan serilerle model kurulursa, şok değişkenler üzerinde kalıcı etkiye neden olmaktadır. Gerçekleştirilen birim kök testleri

¹ FADL eş bütünleşme testinde yer alan kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla frekans sayısını ve modelde yer alan değişkenlerin gecikme sayısını göstermektedir.

² Fourier-Shin eş bütünleşme testinde yer alan kapalı parantez içerisindeki değerler MİNSSR, frekans sayısını ve F-test istatistik değerlerini ifade etmektedir.

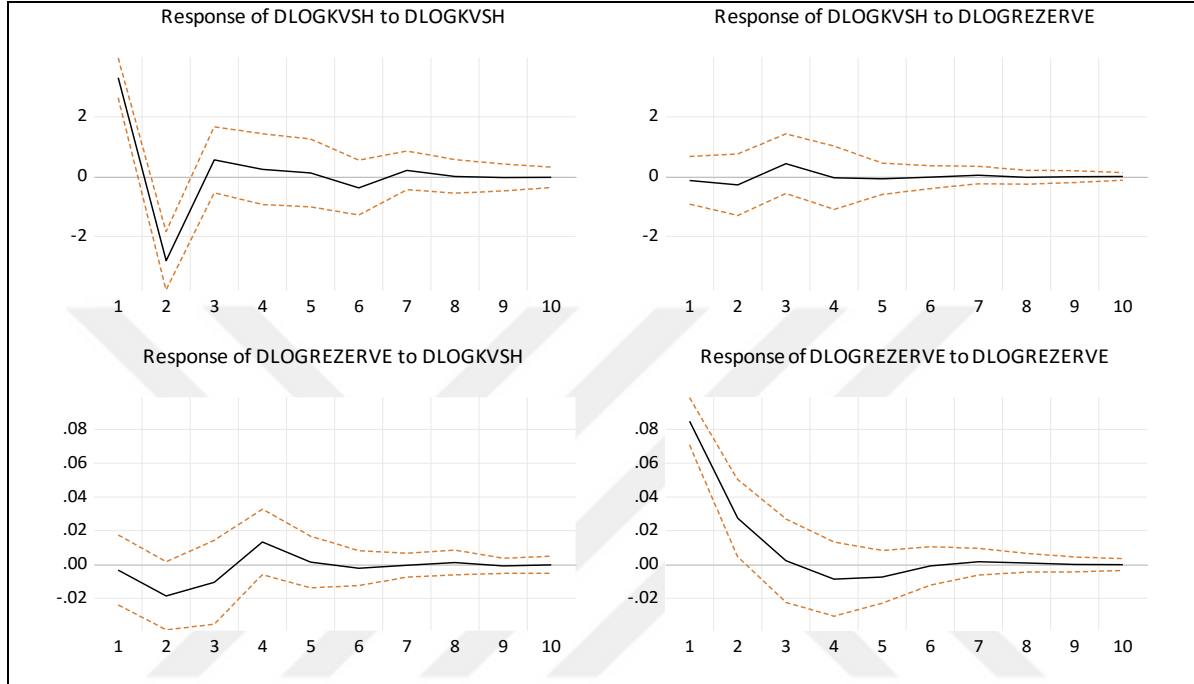
sonucunda, serilerin birinci farklarında durağan olmaları nedeniyle VAR modeli değişkenlerin birinci fark değerleriyle kurulmuştur.

VAR analizindeki diğer bir adım, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Uygun gecikme uzunluğunun tespitinde bilgi kriterlerinden faydalanılmaktadır. Bilgi kriterlerinin işaret ettiği gecikme uzunluğunun ise tanısallık testlerle sınanması gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğu LM otokorelasyon, White Değişken Varyans ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri testleri aracılığıyla sınanarak VAR modelinin istikrar sağlayıp sağlamadığı tespit edilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri için kurulan VAR modelinin tanısallık testleri Ek 12’de sunulmaktadır. LM otokorelasyon ve White değişken varyans testlerinin sunduğu olasılık değerlerinin 0.05 üzerinde olması, sıfır hipotezlerin kabulü anlamına gelmektedir ve çalışmada tanısallık testlerin belirlenmiş gecikme uzunluğunun otokorelasyon ve değişken varyans sorununa yol açmadığı tespit edilmiştir. VAR modelinde kullanılan diğer tanısallık test AR karakteristik polinomunun ters kökleri testidir. Bu tanısallık testte AR köklerinin birden küçük ve çember içerisinde yer alması beklenmektedir ve durumda VAR modelinin istikrarlı olduğu kanıtlanmaktadır. VAR modelinin kullanılan diğer tanısallık testleri, Cusum ve CUSUM-Q analizleridir. Bu analizlerden elde edilen istatistiksel değerlerin %5 anlamlılığı gösteren güven aralıkları çizgilerinin içinde olması, tahmin edilen modelin istikrarlı olduğu anlamına gelmektedir. EK 12 incelendiğinde test istatistiklerinin güven aralıkları içerisinde olduğu gözlenmiştir.

Tanısallık testlerin, VAR modelinin ön testlerin gerçekleştirilmesi ardından değişkenlerin hata terimlerinde gerçekleşen 1 standart hatalık şoklara karşı diğer değişkenin tepkisi, Etki-Tepki fonksiyonları analizi yardımıyla incelenmiştir. Çalışmada, etki-tepki fonksiyonlarının güven aralıkları ± 2 standart hatalar için Monte Carlo simülasyonları vasıtasıyla türetilmiştir. Ayrıca, değişkenlerin sıralaması etki-tepki fonksiyonu sonuçlarını etkilememesi adına çalışmada genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonu kullanılmıştır. Etki-tepki fonksiyonları analizinin çıktılarındaki grafiklerde yer alan sürekli çizgiler, kurulan modelin hata terimlerinde meydana gelen 1 standart hatalık şoka diğer değişkenin zaman içerisindeki tepkisini ifade etmektedir. Kesikli çizgiler ise ± 2 standart hata için elde edilen güven aralığını işaret etmektedir. Güven aralıklarının tamamen pozitif veya negatif alanda olması, elde edilen sonuçların güvenilir olduğu anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası Döviz rezervleri için etki-tepki fonksiyonları analizi gerçekleştirilmiş ve testin sonuçları Şekil 12’de sunulmuştur. Şekil 12 incelendiğinde güven aralığını gösteren çizgilerin pozitif ve negatif alanda olduğu görülmektedir ve bu durumda analizin güvenilirliği azalmaktadır. Güven aralıkları çizgileri ihmal edildiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen bir standart hatalık şoka, Merkez Bankası döviz rezervlerinin ilk 3 dönemde negatif yönde tepki verdiği ve 4. dönemde tepkinin pozitif biçim almasının ardından denge noktasına doğru hareket ettiği görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ise sadece 3. dönemde zayıf şekilde Merkez

Bankası döviz rezervlerinin hata terimlerinde meydana gelen 1 standart hatalık şoka pozitif yönde tepki vermektedir.

Şekil 12: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki dinamik ilişkiyi tespit etmek amacıyla çalışmada uygulanan diğer VAR temelli metot Varyans ayrıştırma analizidir. Varyans ayrıştırma analizi, VAR modeli içerisinde yer alan bir değişkendeki zaman içerisindeki değişiminin yüzdelik biçimde ne kadarlık kısmının kendisinden ve ne kadarlık kısmının model içerisindeki diğer değişkenler tarafından açıklandığını gösteren bir ekonometrik yöntemdir. Varyans ayrıştırma yönteminde genel olarak her bir rassal şokun, gelecek dönemdeki öngörünün hata varyansına olan etkisi belirlenebilmektedir ve bu durum VAR modelinin dinamik yapısı hakkında önemli bulgular sunmaktadır. VAR modelinde ayrıştırılan değişkenin, diğer değişken tarafından açıklanma gücü yüksek ise değişkenin içsel olduğu ifade edilebilmektedir. Bu doğrultuda kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki dinamik ilişki, varyans ayrıştırma analizi ile test edilmiştir. Varyans ayrıştırma yönteminde Cholesky ayrıştırma ve Monte Carlo simulasyon metodları kullanılmıştır. Değişkenlerin varyans ayrıştırma analiz sonuçları EK 13’de gösterilmiştir. EK 13’ de yer alan Panel A’da kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının varyans ayrıştırma analizi sonuçları, Panel B’de ise Merkez Bankası döviz rezervlerinin varyans ayrıştırma analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Panel A’daki sonuçlara göre, Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını açıklama gücü oldukça kısıtlıdır. İlk dönemde Merkez Bankası rezervlerinin kısa vadeli sermaye akımlarını açıklayıcı gücü hiç yokken, ilerleyen dönemlerde Merkez

Bankasının açıklayıcı gücü %1.80 seviyesine ulaşmaktadır. Panel B’de ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Merkez Bankası rezervlerindeki değişimi sunulmaktadır. Panel B incelendiğinde, Merkez Bankası rezervinin varyansındaki ilk değişim, büyük oranda kendisinden kaynaklanırken, ikinci dönemden itibaren Merkez Bankasının rezervlerinin varyansındaki değişimin yaklaşık %4.7’si kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen şoklardan kaynaklanmaktadır. 4. dönemden itibaren Merkez Bankası döviz rezervlerinin varyansındaki değişimin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki şoklar tarafından açıklama oranının ortalama %8.2 civarında olduğu araştırmada tespit edilmiştir.

Tablo 5: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Nedensellik Analizlerinin Bulguları

Yön	Granger			Toda-Yamamoto			Hacker&Hatemi-J		
	Chi-sq	df	Olasılık	Wald	(k+d)max	Olasılık	Test İstatistiği	Gecikme uzunluğu	Uygun Gecikme uzunluğu
									1% 5% 10%
KVSH#>Rezerve	5.786659	3	0.1225	5.469830	4	0.1405	1.219	2	7.193 4.185 2.832
Rezerve#>KVSH	1.218898	3	0.7485	1.035942	4	0.7926	0.535	2	6.779 3.853 2.713
Fourier Granger Nedensellik Analizi						Fourier Toda-Yamamoto			
Yön	Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri			
KVSH#>Rezerve	5.5060775* [2,1]	0.063733897	0.075900000	0.37421596 [1,1]	0.54071513	0.53340000			
Rezerve#>KVSH	0.54025633	0.76328166	0.74980000	0.045961224	0.83024630	0.82840000			

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

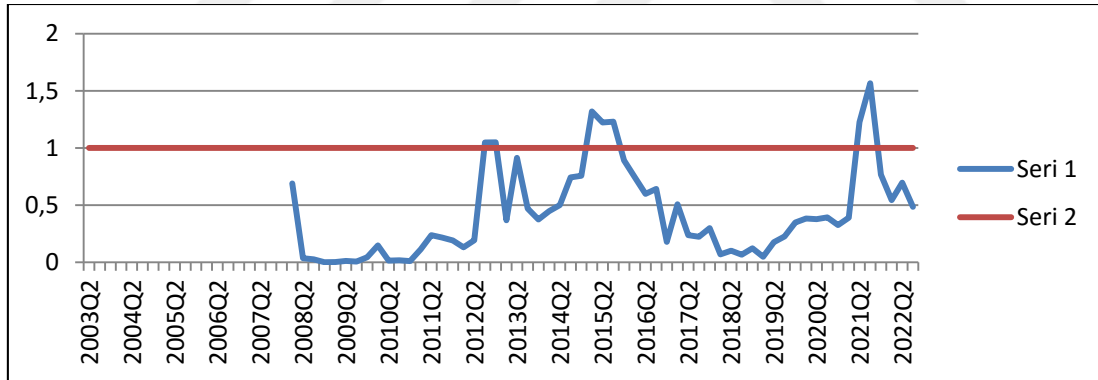
Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki etkileşiminin incelendiği diğer bir alan, değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin incelenmesidir. Bu amaç doğrultusunda, farklı varsayımlar ile geliştirilen nedensellik analizlerinden faydalanılmıştır. Granger, Toda-Yamamoto ve Hacker & Hatemi-J nedensellik analizleri yapısal kırılmaları dikkate almayan yöntemlerken, Fourier Granger ve Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizleri yumuşak geçişli yapısal kırılmaları dikkate alan nedensellik yöntemleridir. Ele alınan nedensellik testlerinin tarihsel süreçleri temel alınarak testlerin analiz bulguları yorumlanacaktır. Granger nedensellik analizi ele alınan ilk yöntemdir. Granger nedensellik analizinde serilerin durağan oldukları varsayıldığı için serilerin durağan hale geldikleri birinci fark halleri analize tabi tutulmuştur. Granger nedenselliğindeki diğer bir önemli ön adım ise uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesidir. Granger nedensellik analizinin VAR modeline dayanmasından dolayı uygun gecikme uzunluğu, VAR modelinin diagnostik testleri göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Gecikme uzunluğunun tespitinde ilk olarak bilgi kriterlerinden faydalanılmıştır. Belirlenen gecikme uzunluğunun değişen varyans, otokorelasyon ve modeli istikrarsız kılacak sorunlara yol açıp açmadığı ilgili testlerle sınanmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri için kurulan Granger nedensellik analizinin

uygun gecikme uzunluğunun tespitinde dikkate alınan önsel testler EK 12’de sunulmaktadır. EK 12’deki sonuçlara göre, 3 gecikme uzunluğunun otokorelasyon ve değişen varyans sorununa yol açmadığı görülmüştür. Ayrıca, tespit edilen gecikme uzunluğu modeli istikrarlı kıldığı AR karakteristik polinomunun ters kökleri sonuçları tarafından doğrulanmaktadır. Uygun gecikme uzunluğu ile kurulan Granger nedensellik analizinin sonuçları Tablo 5’de gösterilmektedir. Tablo 5’e göre, Granger nedensellik analizinin seriler arasındaki nedenselliğin olmadığını ifade eden boş hipotezinin kısa vadeli yabancı akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri temelinde kurulan her iki model için de kabul edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, Granger nedensellik analizine göre değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Toda-Yamamoto nedensellik analizi çalışmada kullanılan diğer nedensellik yöntemidir. Granger nedensellik analizinde serilerin durağan olma koşulu Toda-Yamamoto nedensellik analizinde aranmamaktadır. Bu yöntemde serilerin düzey değerleriyle nedensellik sınaması gerçekleştirilmektedir. Değişkenlerin düzey değerinde analize tabi tutulması, uzun dönemde bilgi kaybına neden olmadan seriler arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesine olanak sağlamaktadır. Toda-Yamamoto nedensellik analizinde tıpkı öncülünde olduğu gibi gecikme uzunluğu VAR modeli özelinde tespit edilmektedir. Belirlenen gecikme uzunluğuna (3) model içerisinde yer alan değişkenlerin maksimum bütünleşme derecelerine (1) eklenerek $((k+d)_{\max}=4)$ Toda-Yamamoto analizi gerçekleştirilmiştir. Toda-Yamamoto nedensellik analizinin test sonuçları Tablo 5’de yer almaktadır. Tablo 5 incelendiğinde seriler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığı görülmektedir. Hacker-Hatemi J Bootstrap nedensellik analizi Toda-Yamamoto nedensellik analizine dayalı bir testtir. ARCH etkisi ve kalıntıların normal dağılmama sorunu, Hacker-Hatemi-J testinin sonuçlarını etkilememektedir. Bu doğrultuda, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası Döviz rezervleri arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesinde, Hacker-Hatemi-J Bootstrap nedensellik analizinden yararlanılmıştır ve testin bulguları Tablo 5’de sunulmuştur. Bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilen kritik değerlerle test istatistiği karşılaştırıldığında, seriler arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığı görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası Döviz rezervleri arasında nedensellik ilişkisinin tespitinde kullanılan diğer yöntemler, Fourier Granger ve Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizleridir. Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik testleri yapısal kırılmaları dikkate alması, çok sayıda çok sayıda, bilinmeyen ve geçişkenlik özelliği taşıyan yapısal kırılmaların nedensellik analizinin test sonuçlarına etki etmemesini sağlamaktadır. Fourier Granger nedensellik analizinde serilerin birinci fark halleri Fourier Toda-Yamamoto analizinde ise serilerin düzey değerleri kullanılmıştır ve ilgili testlere ait sonuçlar Tablo 5’de sunulmuştur.

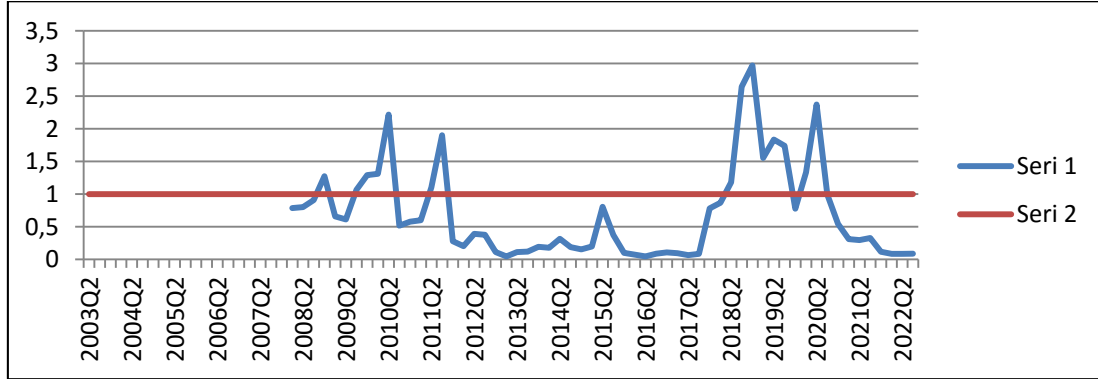
Fourier Granger testinin sonuçları, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından Merkez Bankası döviz rezervlerine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin olduğunu 10% anlamlılık düzeyinde göstermektedir. Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizi ise seriler arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığını doğrulayan sonuçlar sunmaktadır.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası rezervleri arasındaki nedensellik ilişkisi çalışmada Zamanla Değişen Nedensellik analizi vasıtasıyla da irdelenmiştir. Tablo 5’de yer alan nedensellik analizleri, seriler arasındaki nedensellik ilişkisini ele alan tüm örneklem boyutunda incelemektedir. İncelenen dönem içerisinde sosyal, siyasal ve ekonomik olayların vuku bulması, seriler arasındaki nedensellik ilişkisinin varlığına ve yönüne etki edebilmektedir. Bu amaç doğrultusunda alt örneklemeleri dikkate alan Zamanla Değişen nedensellik testi, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası rezervleri arasındaki nedensellik ilişkisinin tespitinde kullanılmıştır. Zamanla Değişen Nedensellik analizinin sonuçları Şekil 13’de gösterilmektedir. Nedensellik ilişkisinin yorumlanmasında Şekil 13’de yer alan Seri 1’lerin Seri 2’lere konumu karşılaştırılmaktadır. Seri 2’nin üstünde yer alan Seri 1’in kısımları o tarihlere denk alt dönemlerde seriler arasındaki nedensellik ilişkisinin var olduğunu işaret etmektedir. Şekil 13’de yer alan unsurlar incelendiğinde, Merkez Bankası rezervlerinden kısa vadeli sermaye hareketlerine doğru nedensellik ilişkisi 2012:Q3,2014:Q2-2015:Q4 ve 2021:Q2-2021:Q4 alt örneklem boyutlarda bulunmuştur. Şekil 36, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinden Merkez Bankası rezervlerine doğru nedensellik ilişkisinin ise 2008:Q4, 2009:Q4-2010:Q3, 2011:Q2-2011:Q4 ve 2018:Q2-2020:Q3 dönemlerinde yaşandığını göstermektedir.

Şekil 13: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları



Rezerve#> KVSH



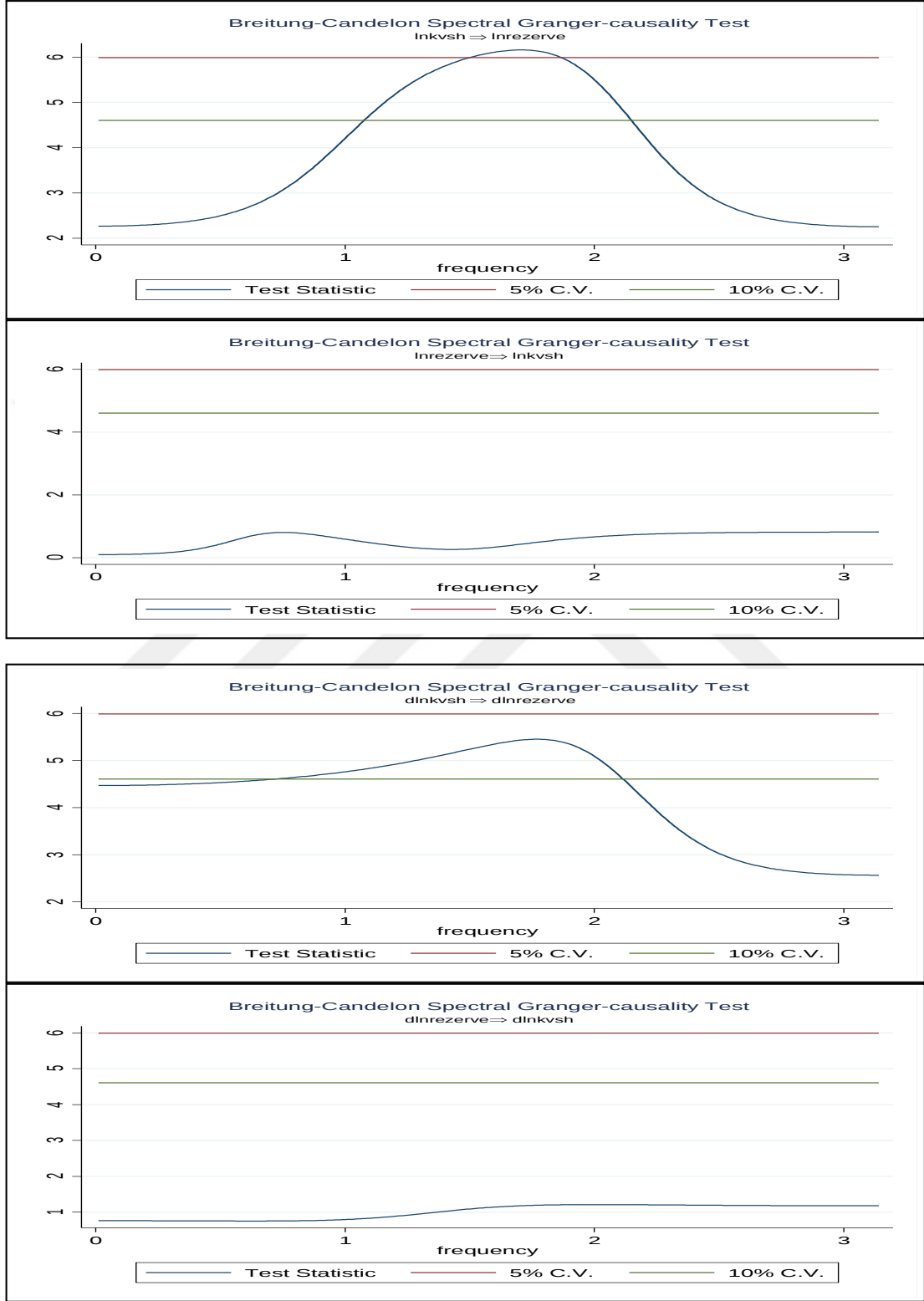
KVSH#>Rezerve

Not: Seri 1: Normalleştirilmiş Wald test istatistiği

Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası arasındaki nedensellik ilişkisi çalışmada ayrıca Breitung and Candelon (2006), nedensellik analizi kullanılarak araştırılmıştır. Breitung ve Candelon analizi frekans alanında tüm örneklem boyutunu dikkate alarak seriler arasında nedensellik ilişkisini kısa, orta ve uzun dönem şeklinde sunmaktadır. Breitung ve Candelon analizi, Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizleri temelinde iki farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Granger modeli temelinde kurulan Breitung ve Candelon analizinde, serilerin durağan halde oldukları birinci fark değerleri kullanılmıştır. Breitung ve Candelon analizinin uygulanması için uygun gecikme uzunluğunun minimum 3 olması gerekmektedir. Etki-tepki ve Granger nedensellik analizinde kullanılan uygun gecikme uzunluğu, Breitung ve Candelon nedensellik analizinde de kullanılmıştır. Toda-Yamamoto modeli üzerinden kurulan Breitung ve Candelon nedensellik analizinin de ise uygun gecikme uzunluğuna ek maksimum bütünleşme derecesi eklenerek geciktirilmesi ile artırılmış model kurulmuştur. Breitung ve Candelon nedensellik analizlerinin sonuçları Şekil 14’de sunulmuştur. Testin yorumlanmasında, kritik değerleri simgeleyen çizgi ile test istatistiğini gösteren değerler dikkate alınmaktadır. Test istatistiği, kritik değer çizgilerinin üzerinde olduğu alanlarda nedensellik ilişkisinin olduğunu ifade edilmektedir. Breitung ve Candelon analizi, ele alınan tüm örneklem boyutunda seriler arasında kısa, orta ve uzun dönem nedensellik ilişkisini sunmaktadır ve dönemler arasında nedensellik ilişkisi şekillerin frekans değerleri üzerinden yorumlanmaktadır. 0-1 arasında frekans uzun dönemi, 1-2 arasında alan orta dönemi ve 2-3 arasındaki frekans alanı ise kısa dönemli nedensellik ilişkisini işaret eden kısımlardır. Bu bilgiler ışığında, Geciktirilmesi artırılmış Breitung ve Candelon nedensellik analizinin sonuçları bütün frekans alanlarında Merkez Bankası rezervlerinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına doğru nedensellik ilişkisinin olmadığını göstermektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından Merkez Bankası rezervlerine doğru nedensellik ilişkisinin orta dönemde mevcut olduğu Şekil 14 aracılığıyla gösterilmektedir. 10% anlamlılık düzeyinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından Merkez Bankası rezervlerine doğru nedensellik ilişkisinin orta dönemde bulunduğu, rezervlerden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına nedensellik ilişkisinin ise bütün dönemlerde mevcut olmadığı Şekil 14’de yer alan bulgular ile doğrulanmaktadır. Bu durum, birinci fark değerleriyle kurulan Breitung ve Candelon nedensellik analizi öncülüğünü de doğrulayan sonuçlar sunmaktadır.

Şekil 14: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları



6.2.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Asimetrik İlişkiye Dair Analiz Bulguları

Çalışmanın önceki bölümünde, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin var olup olmadığı farklı kısıtlara tabi eş bütünleşme analizleri vasıtasıyla irdelenmiştir. Yapısal kırılmaları dikkate alıp almadıkları temelinde farklılık arz eden eş bütünleşme testlerinin ortak yönü ise farklı şokları göz ardı etmeleridir. Eş bütünleşme analizinde ele alınan değişkenlerin şoklara birlikte cevap verip vermedikleri araştırılmaktadır. Eğer değişkenler şoklara birlikte tepki veriyorsa değişkenlerin eşbütünleşik olduğu ve uzun dönemde birlikte hareket ettikleri anlaşılmaktadır.

Simetrik eş bütünleşme testlerinde şoklar, türdeş kabul edilmektedir; yani şoklar, pozitif ve negatif biçimde ayrıştırılmadan birlikte ele alınmaktadır. Bu noktada, Granger ve Yoon (2002) ele alınan değişkenlerin, farklı şoklar temelinde eş bütünleşik olup olmadıklarını tespit eden bir eş bütünleşme testi geliştirmiştir. Granger ve Yoon saklı eşbütünleşme analizinde değişkenler öncelikle pozitif ve negatif bileşenlerine ayrıştırılmaktadır. Daha sonra ayrıştırılan bileşenlerin durağanlık seviyeleri belirlenmektedir.

Çalışmanın durağanlık analizlerinin sonuçlarının yorumlandığı kısımda kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif ve negatif bileşenlerinin birinci fark hallerinde durağanlaştığının tespit edilmesinden dolayı adı geçen bileşenlerin aynı mertebede durağan hale geldikleri ifade edilebilmektedir. Granger ve Yoon (2002), saklı eş bütünleşme testi bu aşamada Engle ve Granger (1987), iki aşamalı eş bütünleşme testinin adımları takip edilerek gerçekleştirilmektedir. Diğer bir saklı eş bütünleşme testi ise Hatemi-J ve Irandoust (2012) tarafından literatüre kazandırılmıştır ve bu saklı eş bütünleşme testinde pozitif ve negatif bileşenler üzerinde uzun dönemli ilişkinin analizi, Johansen eş bütünleşme temelinde gerçekleştirilmektedir. Granger ve Yoon ile Hatemi-J ve Irandoust (2012) saklı eş bütünleşme testlerinde yapısal değişimler ihmal edilerek bulgulara ulaşılmaktadır. Banerjee vd. (1992) tarafından geliştirilen FADL eş bütünleşme testinin pozitif ve negatif bileşenler üzerinden gerçekleştirilmesi ise yapısal kırılmaları dikkate alan saklı eş bütünleşme testinin literatürde yer almasını mümkün kılmıştır. Bu bağlamda, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki saklı eş bütünleşmenin tespitinde, Granger ve Yoon (2002), Hatemi-J ile Irandoust (2012) ve FADL saklı eş bütünleşme analizlerinden faydalanılmıştır.

Granger ve Yoon saklı eş bütünleşme analizlerinin bulguları Tablo 6'nın ikinci sütununda, tablo kritik değerleri ise Tablo 6'nın altında gösterildiği gibidir. Pozitif ve negatif bileşenler üzerinden Merkez Bankası döviz rezervlerinin bağımlı değişken olarak gerçekleştirildiği

analizlerde testin, sabit ve sabit-trend içeren modelleri kullanılmıştır. Tablo 6 incelendiğinde, değişkenler arasında kurulan bütün saklı eş bütünleşme testlerinin test istatistik değerlerinin mutlak değer hallerinin, tablo kritik değerlerinden küçük olduğu görülmektedir. Bu durum değişkenler arasında saklı eş bütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden boş hipotezin kurulan modeller için kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle, Granger ve Yoon (2002) saklı eş bütünleşme test sonuçları değişkenler arasında saklı eş bütünleşik ilişkinin olmadığını işaret etmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki saklı eş bütünleşme ilişkisi, Johansen eş bütünleşme testine dayalı Hatemi-J ve Irandoust (2012) saklı eş bütünleşme testi aracılığıyla da irdelenmiştir. Hatemi-J ve Irandoust (2012) analizi Johansen eş bütünleşme testine dayalı gerçekleştirildiğinden uygun gecikme uzunluğunun tespiti, Hatemi-J ve Irandoust (2012) saklı eş bütünleşme testinde de önem arz etmektedir. Değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri üzerinden kurulan 4 model için ayrı ayrı uygun gecikme uzunluğunu içeren tanısal test prosedürü gerçekleştirilmiştir. Tanısal testlerin bulguları EK 14’de sunulmuştur. EK 14 incelendiğinde, belirlenen gecikme uzunluklarının otokorelasyon ve değişen varyans sorununa yol açmadığı ve modeli istikrarlı kıldığı görülmektedir. Uygun gecikme uzunlukları üzerinden kurulan Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testlerinin sonuçları Tablo 6’nın üçüncü sütununda gösterildiği gibidir. Merkez Bankası döviz rezervleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenleri arasında saklı eş bütünleşme ilişkisinin iz test istatistikleri dikkate alındığında var olduğu görülmektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı, testin sabit içeren modelinin iz istatistikini doğrulamaktadır. Granger ve Yoon (2002) ile Hatemi-J ve Irandoust (2012) saklı eş bütünleşme testlerinin bulguları ele alındığında değişkenler arasında saklı eş bütünleşik ilişkiyi doğrulayacak güçlü sonuçlar sunmadığı çalışmada işaret edilmektedir. FADL saklı eş bütünleşme testi ise kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki saklı eş bütünleşme ilişkisinin tespitinde kullanılan son analizdir. FADL saklı eş bütünleşme testinin bulguları ve uygun frekans değerine tekabül eden tablo kritik değerleri Tablo 6’nın son sütununda sunulduğu biçimindedir. FADL saklı eş bütünleşme test sonuçları incelendiğinde, değişkenlerin pozitif bileşenleri arasında saklı eş bütünleşme ilişkisinin olduğu 5% anlamlılık düzeyinde tespit edilmektedir. Tablo 6’daki sonuçlar, serilerin pozitif ve negatif bileşenlerini içeren diğer modellerde de temel hipotezin reddedilmeyeceğini göstermektedir.

Bütün saklı eş bütünleşme testlerinin sonuçları dikkate alındığında, değişkenlerin pozitif bileşenlerin uzun dönemde birlikte hareket ettikleri tespit edilmiştir ve çalışmanın devamında bu sonuçlar dikkate alınacaktır.

Tablo 6: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları

Model	Granger-Yoon ³		Hatemi-J-Irandoust			FADL			
	Sabit	Sabit-trendli	Sabit		Sabit-trendli	Test İstatistiği	Frekans	Kvsh'nin gecikmesi	Rezerve'in Gecikmesi
Rezervepoz-KVSHpoz	-2.918377	-2.879756	r=0	15.49471-14.26460	19.99608-13.88780	-3.506515	4	3	1
				[0.2095-0.1669]	[0.2261-0.2618]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	3.8414665 [0.5986]	12.38704 [0.4467]		-4.07	-3.38	-3.03
Rezerveneg-KVSHneg	-0.835092	0.612901	r=0	15.49471-14.26460	25.87211-19.38704	-2.968259	1	3	1
				[0.0295-0.0218]	[0.0391-0.1246]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	3.8414665 [0.4838]	12.51798 [0.1178]		-4.73	-4.09	-3.76
Rezervepoz-KVSHneg	-2.642890	-2.610532	r=0	10.95552-10.80397	18.65401-12.40800	0.312260	3	3	1
				[0.2142-0.1643]	[0.317-0.3781]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	0.151546 [0.6971]	6.246008 [0.4297]		-4.21	-3.51	-3.14
Rezerveneg-KVSHpoz	-0.881510	-0.683227	r=0	13.64993-8.530901	22.83372-16.22658	-3.131084	1	3	1
				[0.0931-0.3273]	[0.1141-1358]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	5.119026 [0.0237]	6.607139 [0.3873]		-4.73	-4.09	-3.76

Köşeli parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini ifade etmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki saklı eş bütünleşme analiz bulguları, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinin uzun dönemde birlikte hareket ettiklerini işaret etmiştir. Diğer bir anlatımla, serilerin pozitif bileşenleri saklı eş bütünleşik ilişki içerisinde. Saklı eş bütünleşik oldukları görülen değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönem katsayıları Phillips ve Hansen (1990) tarafından geliştirilen FMOLS ile Stock ve Watson (1993) tarafından geliştirilen DOLS tahmincileri aracılığıyla araştırılacaktır. Az sayıda gözleme sahip araştırmalarda da etkin sonuçlar vermesi ve otokorelasyon, içsellik ve model içerisinde olmayan değişkenlerden kaynaklı sorunlara karşı dirençli olması FMOLS yönteminin çalışmada kullanılmasındaki gerekçeleri oluşturmaktadır. DOLS tahmincisi de içsellik sorunu varlığında bile güçlü sonuçlar sunan ve parametreleri hata terimindeki muhtemel otokorelasyon ve normal dağılmama sorunlarının varlığında uygulanan bir metottür. FMOLS ve DOLS tahmincileri, uzun dönem katsayı yorumlarını sunmaktadır ve uzun dönemli katsayı tahmini sonrasında elde edilen kalıntıları ve değişkenlerin birinci farkları üzerinden ise kısa dönem katsayılarına ulaşılmıştır. Birim kök ve eş bütünleşme analizlerinde Fourier fonksiyonları içeren ve içermeyen metodoloji uzun ve kısa dönem katsayılarını tahmin ederken de izlenmiştir. Tahminciler, hem fourier fonksiyonlarını içeren hem de içermeyen versiyonlarıyla çalışmada yer almıştır. Fourier fonksiyonları tahmincilerin deterministik regresör kısımlarına eklenerek tahminciler Fourier fonksiyonlarıyla genişletilmiştir. Fourier

³ Granger-Yoon Saklı eş bütünleşme testinin %1,%5 ve %10 Tablo kritikleri sırasıyla 4.07 ,3.37 ve

3.03'tür.

fonksiyonları için gecikme uzunluğu, fourier eş bütünleşme analizlerinde elde edilen gecikme uzunluğu dikkate alınarak belirlenmiştir. Çalışmada, öncelikli olarak FMOLS tahmincisinin kısa ve uzun dönem sonuçları ele alınacaktır. FMOLS tahmincisinin fourier fonksiyonlarını içeren ve içermeyen versiyonlarının uzun dönem katsayı sonuçları Tablo 7’de gösterilmektedir. Tablo 7’e göre, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerindeki 1% artış, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerini 0.021% oranında artırmaktadır. FMOLS tahmincisinin fourier fonksiyonlarıyla genişletilmiş versiyonu da FMOLS’in fourier fonksiyonlarıyla örtüşen sonuçlar sunmaktadır ancak Fourier fonksiyonları ifade eden “sin” ve “cos” parametreleri istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 7: FMOLS ve F-FMOLS Uzun Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	FMOLS Uzun Dönem				F-FMOLS Uzun Dönem			
REZERVEPOZ								
Değişken								
KVSHPOZ	0.021123	0.000958	22.04474	0.0000	0.020772	0.000906	22.92870	0.0000
C	0.423595	0.061314	6.908632	0.0000	0.429434	0.057666	7.446923	0.0000
SIN	-	-	-	-	-0.064231	0.042276	-1.519330	0.1330
COS	-	-	-	-	0.065219	0.042014	1.552301	0.1249

FMOLS tahmincisinin uzun dönemli sonuçlarındaki kalıntıları kullanarak serilerin birinci farkları üzerinden gerçekleştirilen ve kısa dönemi kapsayan FMOLS tahmincisinin bulguları Tablo 8’de gösterilmektedir. Fourier fonksiyonları içermeyen ve içeren versiyonunda elde Hata Düzeltme terimlerinin (ECT) katsayıları negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu Tablo 8’de işaret edilmektedir. Bu sonuç, teorik beklentilerle uyumludur. FMOLS ve F-FMOLS tahmincilerine göre, t-1 dönemdeki bir varyantın sırasıyla % 0.07 ve % 0.08’inin t dönemde düzeltileceğini ifade etmektedir. FMOLS tahmincisine göre, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki % 1’lik artış, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinde %0.004 artışa %10 anlamlılık düzeyinde yol açmaktadır. F-FMOLS tahmincisi bulgularındaki ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinin Merkez Bankası döviz rezervlerindeki etkisi %0.003 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, F-FMOLS tahmincisinde sin parametrisi istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilirken, cos parametrisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığına dair sonuçlara ulaşılmış olup Tablo 8’de sunulmaktadır.

Tablo 8: FMOLS ve F-FMOLS Kısa Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	FMOLS Uzun Dönem				F-FMOLS Uzun Dönem			
REZERVEPOZ								
Değişken								
KVSHPOZ	0.004138	0.002142	1.931236	0.0574	0.003873	0.002103	1.841519	0.0698
C	0.025852	0.006534	3.956412	0.0002	0.027597	0.006408	4.307017	0.0001
SIN	-	-	-	-	-0.022408	0.007641	-2.932729	0.0045
COS	-	-	-	-	-0.011965	0.007874	-1.519512	0.1331
ECT(-1)	-0.073995	0.037643	-1.965714	0.0532	-0.088134	0.041385	-2.129604	0.0367

DOLS ve F-DOLS tahmincilerinin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerine uzun dönem etkisini içeren bulguları Tablo 9’da gösterilmektedir. DOLS ve F-DOLS tahmincisi sonuçlarına göre, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki %1’lik artış sırasıyla Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerini %0.021 ve %0.020 birim artırmaktadır. Cos parametrisi %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı iken, sin parametresinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı çalışmada elde edilen sonuçlar arasında yer almaktadır.

Tablo 9: DOLS ve F-DOLS Uzun Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	DOLS Uzun Dönem				F-DOLS Uzun Dönem			
REZERVEPOZ								
Değişken								
KVSHPOZ	0.021069	0.000968	21.77544	0.0000	0.020849	0.000791	26.36516	0.0000
C	0.468795	0.066022	7.100581	0.0000	0.542552	0.054842	9.893048	0.0000
SİN	-	-	-	-	-0.045623	0.032946	-1.384805	0.1709
COS	-	-	-	-	0.089054	0.033766	2.637404	0.0105

DOLS ve F-DOLS tahmincilerinin kısa döneme ait sonuçları Tablo 10’da sunulmaktadır. DOLS tahmincisinde ECT katsayısı istatistiksel olarak anlamlı lakin pozitif bulunmuştur. Bu sonuca göre, değişkenlerin uzun dönemde dengeden uzaklaşacağı ifade edilmektedir. F-DOLS tahmincisinde ise ECT katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlı tespit edilmiştir. F-DOLS tahmincisinde, fourier fonksiyonları niteleyen her iki parametrenin de istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. F-DOLS tahmincileri, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinin, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenine olan etkisini yaklaşık olarak %0.02 oranında tespit etmiştir. Elde edilen sonuçlar, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki pozitif şokların, Merkez Bankası döviz rezervlerini artırıcı yönde etkiye sebep olduğu ama bu etkinin nisbi olarak düşük düzeyde gerçekleştiğini işaret etmektedir,

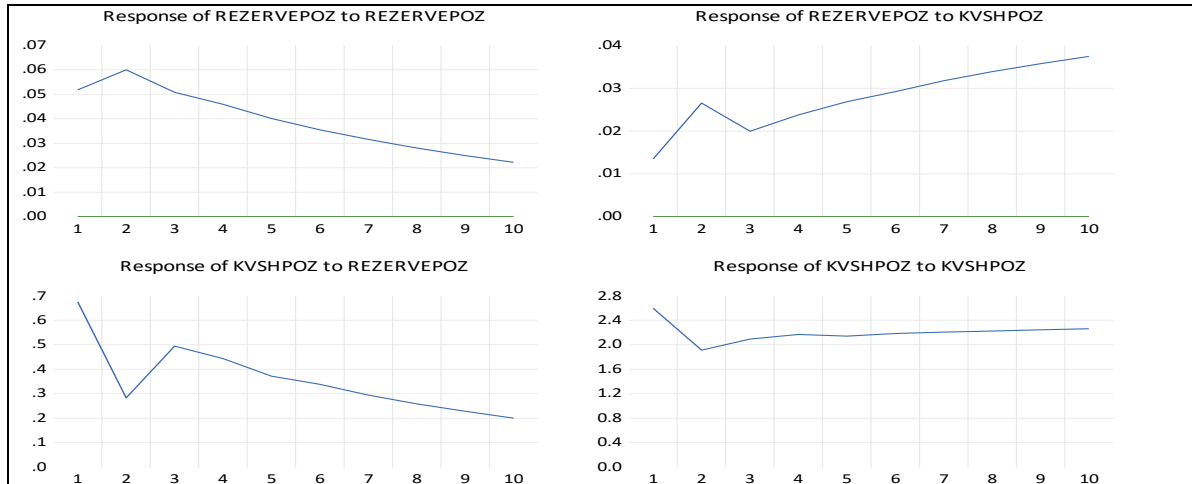
Tablo 10: DOLS ve F-DOLS Kısa Katsayıları

Bağımlı Değişken	DOLS Uzun Dönem				F-DOLS Uzun Dönem			
REZERVEPOZ								
Değişken								
KVSHPOZ	0.021069	7.02E-18	3.00E+15	0.0000	0.020829	4.35E-17	4.79E+14	0.0000
C	-2.50E-17	1.34E-17	-1.869263	0.0662	3.41E-16	7.83E-17	4.358466	0.0001
SİN	-	-	-	-	-0.023617	4.20E-17	-5.63E+14	0.0000
COS	-	-	-	-	-0.016857	4.17E-17	-4.04E+14	0.0000
ECT(-1)	1.71E-16	6.11E-17	2.794075	0.0069	-9.70E-16	3.17E-16	-3.058205	0.0034

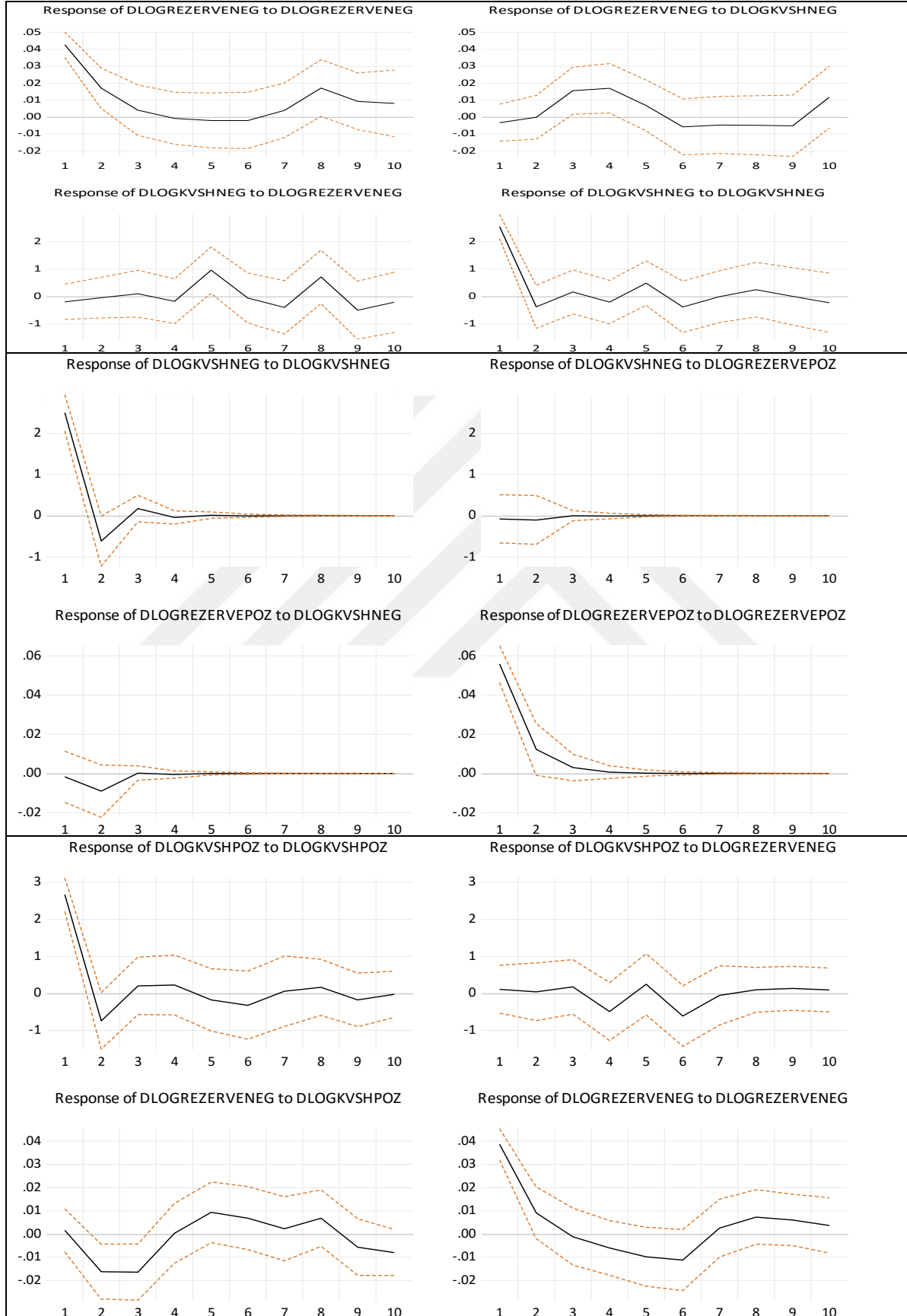
Merkez Bankası döviz rezervleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki diğer asimetrik ilişkinin incelendiği alan, dinamik asimetrik ilişkisidir. Serilerin pozitif ve negatif bileşenlerinin dinamik asimetrik etkileşimleri, asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizleri uygulanarak araştırılmıştır. Standart etki-tepki fonksiyonları analizinde her bir değişkenin kendi ve diğer değişkenlerin hata terimlerinde

meydana şoklara karşı tepkisi belirlenebilmektedir. Standart etki-tepki analizinde, hata terimlerinde meydana gelen negatif ve pozitif şoklar mutlak değerce aynı kabul edilmektedir, böylece kendi ve diğer değişkende olan özdeşleştirilmiş şoklara tepkisi ölçülmektedir. Bu noktada, şokların ayrıştırılarak belirlenmesi durumunun, değişkenleri kapsayan teorik arka planın daha kapsayıcı şekilde irdelenmesini sağlayacağı aşikârdır. Ayrıca, piyasada eksik bilginin varlığı, piyasa oyuncularının heterojen yapıda olması, iktisadi olarak iyi ve kötü haberlerin piyasa oyuncularının davranışlarına ve iktisadi göstergelere olan etkisinin farklı olması, etki-tepki fonksiyonları analizinin asimetrik alanda geliştirilmesine yol açmıştır. Bu kapsamda Hatemi-J (2014), Granger ve Yoon (2002)'un çalışmasını takip ederek asimetrik etki-tepki fonksiyonunu geliştirmiştir. Çalışmanın bu kısmında, asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizi uygulanmıştır. Standart etki-tepki fonksiyonunda olduğu gibi pozitif ve negatif bileşenlerinin durağanlık koşulu ve uygun gecikme uzunluğunu içeren diagnostik testler de asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizinde dikkate alınmıştır. Saklı eş bütünleşme analizi kısmında, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinin uzun dönemli ilişkide olduğu belirlendiği için uzun dönemli bilgi kaybına uğramamak için bu değişkenler arasındaki asimetrik etki-tepki fonksiyonları VECM modeli çerçevesinde incelenmiştir. Diğer modeller de saklı eş bütünleşik ilişki saptanamadığından VAR sistemi içerisinde yer alan asimetrik etki-tepki fonksiyonları, değişkenler arasındaki asimetrik dinamik ilişkiyi belirlemek amacıyla uygulanmıştır. Oluşturulmuş asimetrik VAR ve VECM modellerine ait uygun gecikme uzunluğuna yönelik diagnostik testlerin bulguları Ekte yer alan EK 15'de yer almaktadır. Diagnostik testleri istikrarlı kılan uygun gecikme uzunluklarıyla kurulan modellerde etki-tepki fonksiyonlarının güven aralıkları, Monte-Carlo tekniği uygulanarak hesaplanmıştır. Bunun yanında ayrıca, değişkenlerin sıralamasının, etki-tepki fonksiyonu sonuçlarını etkilememesi adına çalışmada genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonu kullanılmıştır. Merkez Bankası döviz rezervleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları için gerçekleştirilen asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının sonuçları Şekil 15'de sunulmuştur.

Şekil 15: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Şekil 15 (devamı)



Saklı eş bütünleşik ilişkiye sahip kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinin asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının sonuçları Şekil 15’de gösterilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinin hata teriminde gerçekleşen bir birimlik şoka Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenleri, ele alınan dönem boyunca pozitif yönlü tepki vermektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşende meydana gelen şokun, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki etkisinin ise pozitif ve azalan görünümde olduğu çalışmada belirtilmektedir.

Şekil 15 Merkez Bankası döviz rezervleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerinin asimetrik etki-tepki fonksiyonları analiz sonuçlarını göstermektedir. Güven aralıkları çizgilerini ifade eden kesirli çizgileri incelendiğinde, değişkenler arasındaki asimetrik-etki fonksiyonları analizinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığına işaret etmektedir. Değişkenler arasındaki asimetrik dinamik ilişki yorumlandığında, Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenlerinin ilk iki dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninde meydana gelen şoklara kayıtsız kaldığı ama ilerleyen 3 dönemde tepkinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenlerinin 6., 7. 8. ve 9. dönemlerde tepkisinin negatif yönlü olduğunu ayrıca Şekil 20’deki sonuçlar göstermektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenleri ise ilk 4 dönemde Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşendeki şoklar karşısında tepkisiz kalırken; 5. ve 8. dönemde tepkisi pozitif ve diğer dönemlerde tepkisi negatif biçimde karşılanmaktadır.

Şekil 15 kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeni ile Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinin asimetrik etki-tepki fonksiyonları analiz sonuçlarını sunmaktadır. Şekil 15.3’e göre, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenleri Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşeninin hata teriminde meydana gelen bir birimlik şoka tepki vermektedir. Merkez Bankası döviz rezervleri ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki şoka ilk dönemde negatif alanda tepki verirken, tepkinin sönümlenmesi 3. dönemden itibaren söz konusu olmaktadır.

Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenindeki şok, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşende 4. ve 6. dönemde negatif etki meydana getirirken, diğer dönemlerde etkiye neden olmamaktadır. Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşeni kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki şoka ilk 4 dönemde negatif yönlü tepki verirken, ilerleyen 4 dönemde zayıf formulu pozitif ve son iki dönemde negatif yönlü tepki vermektedir.

Asimetrik etki-tepki fonksiyonları analizinin ardından, pozitif ve negatif bileşenlerine ayrıştırılmış kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki diğer bir dinamik

etkileşim, varyans ayrıştırma analizi uygulanarak irdelenmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ile Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinin öngörü hatalarının varyans ayrıştırma sonuçları EK 16'da yer alan Panel A'da sunulmaktadır. Panel A'daki bulgular, ilk dönemde Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenindeki öngörü hatasının hepsinin kendisinden kaynaklandığı ama ilerleyen dönemlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenin Merkez Bankasının döviz rezervlerinin pozitif bileşeni üzerindeki açıklayıcı gücünün arttığını işaret etmektedir. Ele alınan dönemin sonunda kısa vadeli sermaye yabancı akımlarının Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşeni üzerindeki açıklama payı %20.76'a kadar yükselmektedir. Panel A'da kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin varyans ayrıştırma sonuçları gösterilmiştir. Panel A'a göre, ilk dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki değişim yaklaşık olarak %6.75 civarında Merkez Bankası döviz rezervleri tarafından açıklanırken, ilerleyen dönemlerde Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşeninin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenin öngörü hata varyansının %2.98'ini açıklayabilmektedir. EK 16 'da yer alan Panel B'de, değişkenlerin negatif bileşenlerinin varyans ayrıştırma sonuçları sunulmaktadır. Panel B'a göre, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninin Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenlerinin değişimi üzerindeki açıklama payı oldukça azken dönemin sonunda Merkez Bankası döviz rezervlerinin öngörü hata varyansının %24'ünü açıklama oranına sahiptir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşeni ilk 5 dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerindeki değişimin üzerinde sınırlıyken, dönemin sonunda %21.15 civarında bir etkiye erişmektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerinin varyans ayrıştırma sonuçları EK 16'da yer alan Panel C'de sunulmaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, değişkenlerin öngörü hatasının varyansındaki değişimlerin büyük oranda kendilerinden kaynaklandığı, diğer değişkeninin etkisinin ise son derece düşük olduğu belirtebilir. Son olarak, varyans ayrıştırma analizi, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenleri için uygulanmıştır. EK 16'da yer alan Panel D'de ilgili değişkenlerin varyans ayrıştırma sonuçlarını sunmaktadır. Panel D'deki bulgular, ilk üç dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki değişimlerin kendisinden kaynaklandığını ifade ederken; 6. dönemden itibaren Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşeninin açıklama oranı %8 civarına yükseldiğini işaret etmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ise Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenindeki değişimlerini açıklaması, ilk dönemden sonra hızla yükselmekte ve dönem sonunda %29.28 oranında Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşeninin değişimini açıklamaktadır.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası Döviz rezervleri arasındaki diğer asimetrik etkileşim alanı, değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasıdır. Adı geçen değişkenler için nedensellik ilişkisinin araştırılmasında, çalışmanın önceki bölümünde çok sayıda nedensellik testlerinden faydalanılmıştır ama kullanılan testlerde değişkenlerin pozitif ve negatif şokların nedensellik ilişkilerindeki olası etkileri göz ardı edilmiştir. Ekonomideki karar birimlerinin pozitif ve şoklara farklı tepki vermesi, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisine de etki

etmektedir. Bu doğrultuda, ilk olarak Hatemi-J, Fourier Granger ve Toda-Yamamoto asimetrik nedensellik testleri, değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri arasındaki nedensellik ilişkilerinin tespit edilmesinde kullanılmıştır. Hatemi-J bootstrap asimetrik nedensellik testi Hacker ve Hatemi-J (2006) bootstrap nedensellik testinin pozitif ve negatif şoklarını dikkate alan versiyonudur. Eğer Hatemi-J asimetrik nedensellik testinin istatistik değeri, tablo kritik değerlerden büyük ise asimetrik nedenselliğin olmadığını içeren boş hipotez reddedilmektedir. Fourier Granger ve Toda-Yamamoto asimetrik testleri ise öncülleri olan Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizlerinin, değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine uygulanmış biçimleridir. Fourier Granger asimetrik nedensellik testinde, serilerin pozitif ve negatif bileşenleri birinci farklarında durağan olduklarından dolayı birinci fark değerleri üzerinden; Fourier Toda-Yamamoto asimetrik nedensellik ise uygun gecikme uzunluğu SIC ve incelenen serilerin en büyük durağanlık mertebesi dikkate alınarak tespit edilmiştir. Bu bilgiler ışığında gerçekleştirilen asimetrik testlerin bulguları Tablo 11’de sunulmuştur. Hatemi-J asimetrik nedensellik test sonuçları incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenine doğru, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif ve negatif bileşeninden sırasıyla kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif ve pozitif bileşenine doğru asimetrik nedensellik ilişkisi %10 anlamlılık düzeyinde tespit edilmiştir. Fourier Granger asimetrik nedensellik testinin sıfır hipotezi ise sadece kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenine doğru hareket eden modelinde %5 anlamlılık düzeyinde reddedilebilmektedir. Fourier Toda-Yamamoto asimetrik nedensellik testi ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninden Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenine ve Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenine doğru hareket eden asimetrik nedensellik ilişkilerinin varlığını doğrulayan bulgular sunmaktadır.

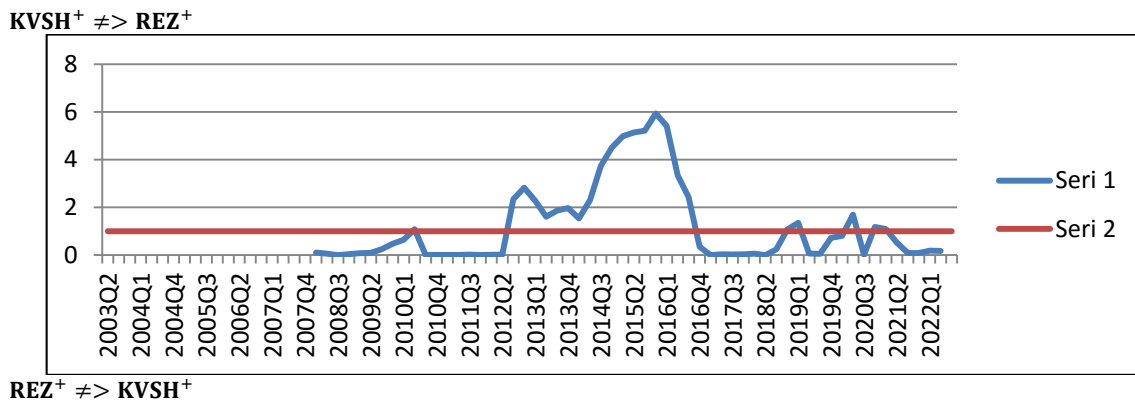
Tablo 11: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları

Model	Hacker & Hatemi-J (2006)				Fourier Granger Nedensellik Analizi		Fourier Toda-Yamamoto	
	Test İstatistiği	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Bootstrap Olasılık Değeri
		1%	5%	10%				
$KVSH^+ \neq REZ^+$	4.402**	8.369	4.310	2.901	0.026215020 [1,1]	0.87440000	0.93842904 [1,1]	0.34020000
$KVSH^- \neq REZ^-$	0.036	9.783	4.589	2.971	1.2919150	0.25210000	0.12005916	0.72630000
$KVSH^+ \neq REZ^-$	0.032	8.761	4.389	2.962	6.2060711**	0.01350000	0.23013816	0.63700000
$KVSH^- \neq REZ^+$	2.596	8.197	4.226	2.848	1.2919150	0.25210000	3.9846599	0.04760000
$REZ^+ \neq KVSH^+$	0.095	9.146	4.478	2.974	2.4621381	0.12290000	3.6475138	0.06100000
$REZ^- \neq KVSH^-$	2.596	8.584	4.373	2.929	0.27006306	0.59810000	0.057520305	0.81170000
$REZ^+ \neq KVSH^-$	8.898*	18.166	10.900	8.220	0.17105435	0.67620000	0.0093287777	0.92020000
$REZ^- \neq KVSH^+$	8.800*	14.745	9.027	6.952	1.4437444	0.23770000	0.25330760	0.61390000

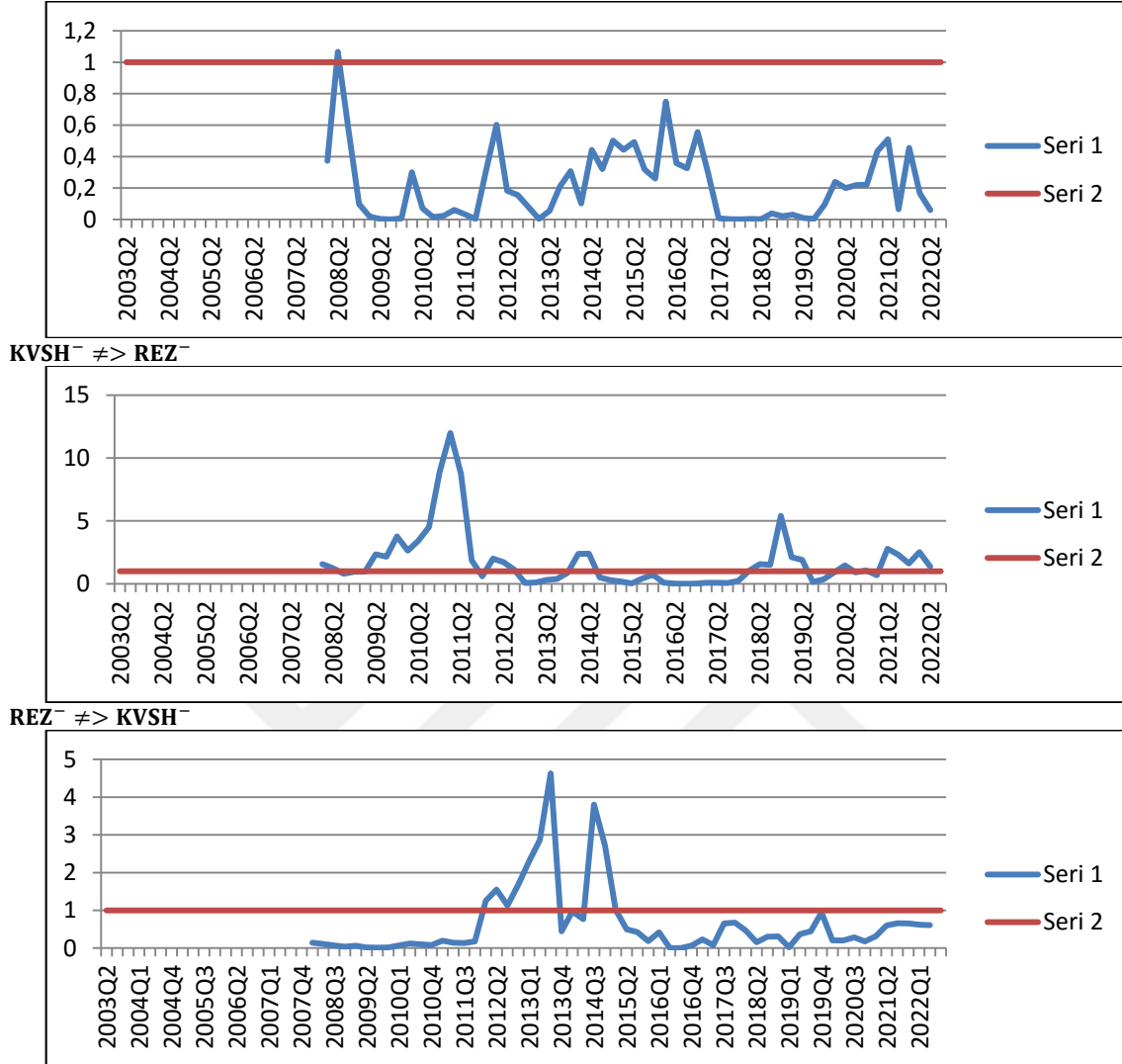
Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve - sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişimlerine ayrıştırılmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisine dair bulgular, Zamanla Değişen Asimetrik nedensellik analizi kullanılarak da tespit edilmiştir. Pozitif ve negatif bileşenlerine ayrıştırılan seriler incelenen dönem içerisinde yaşanan küresel veya ülke içerisinden kaynaklı olaylardan etkilenebilmektedir. Özellikle kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ve döviz rezervlerinin politika değişimlerinden, olumlu veya olumsuz haber akışlarından dolayı dalgalanma gösteriyor olması, Zamanla Değişen Asimetrik nedensellik analizinin bulgularının önemini arttırmaktadır. Ayrıca, çalışmada incelenen dönem içerisinde çok sayıda küresel ve yerel kaynaklı şokların vuku bulması, bu ekonometrik tekniğinin önemini arttırmaktadır. Simetrik boyutta uygulanan versiyonunda olduğu gibi Zamanla Değişen Asimetrik nedensellik testinde de belirlenen pencere aralığını son gözleme kadar kaydırarak oluşan her pencereye tekabül eden Wald test istatistiği grafiğe aktarılmaktadır. Grafikte yer alan standart 1 değerinin üstündeki dönemlerde, asimetrik nedenselliğin olmadığını niteleyen boş hipotez reddedilmektedir. Bu bilgiler ışığında, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervleri arasında zamanla değişen asimetrik nedensellik bulguları elde edilmiştir. Analiz bulguları Şekil 16 yardımıyla sunulmaktadır. Şekil 16'da kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninde Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerine doğru asimetrik nedensellik ilişkisinin 2012:Q3-2016:Q4, 2018:Q4-2019:Q1 ve 2020:Q1-2020:Q3 dönemlerinde mevcut olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerinden alt dönemler de etkilendiği Şekil 16'da görülmektedir. Çalışmada elde edilen bulgular ışığında, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki negatif şokların, Merkez Bankası döviz rezervlerinde yaşanan negatif şoklarının 2009:Q1-2012:Q2, 2014:Q1-2014:Q3, 2020:Q4-2022:Q2 dönemlerinde nedeni olduğu işaret edilmektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenleri ise 2012:Q1-2015:Q1 dönemi içerisinde 2013:Q3-2014:Q2 alt dönemi dışında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerinin nedeni olduğu Şekil 16'de gözlenmektedir.

Şekil 16: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları



Şekil 16 (devamı)

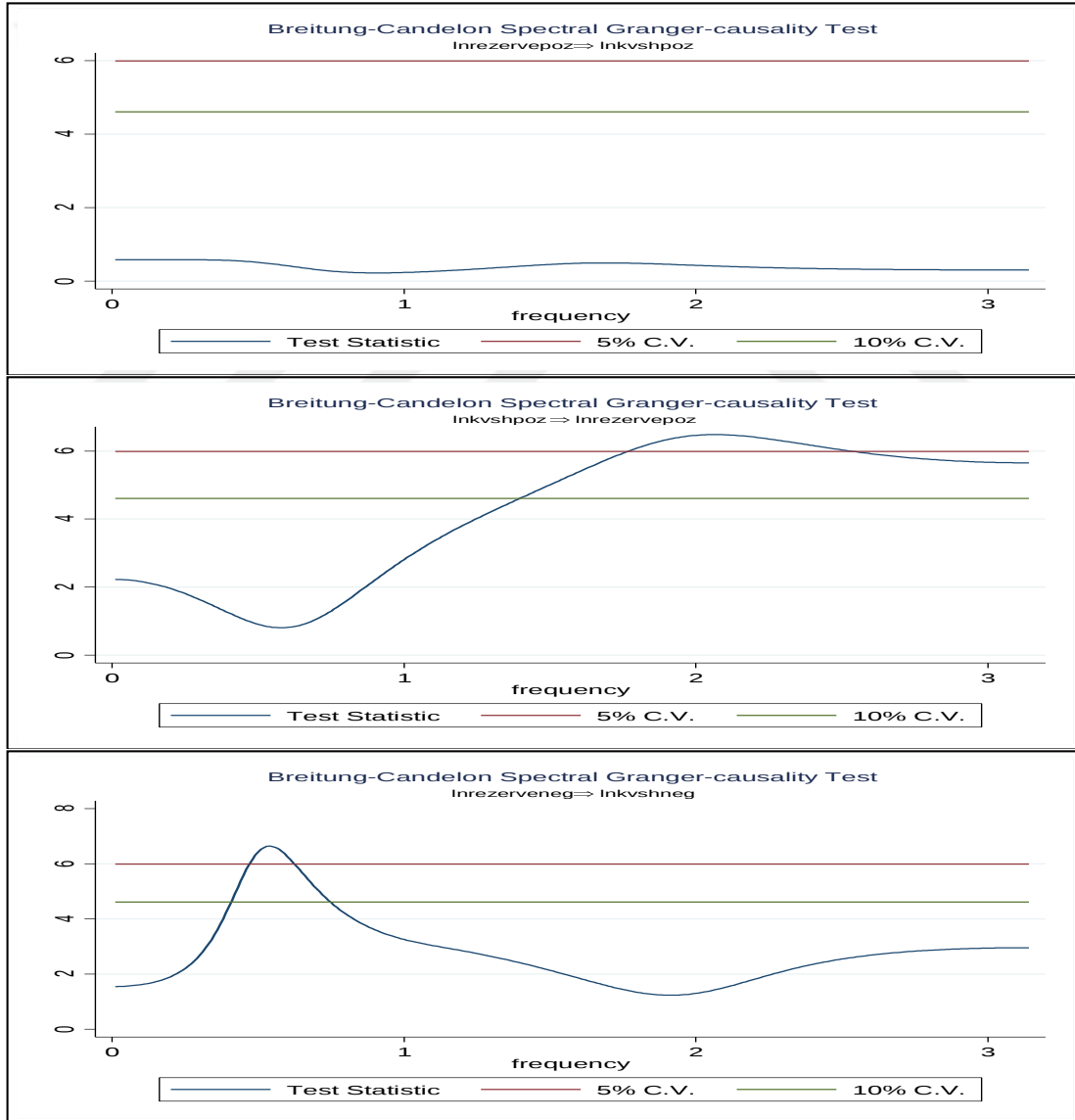


Not: Seri 1: Normalleştirilmi Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

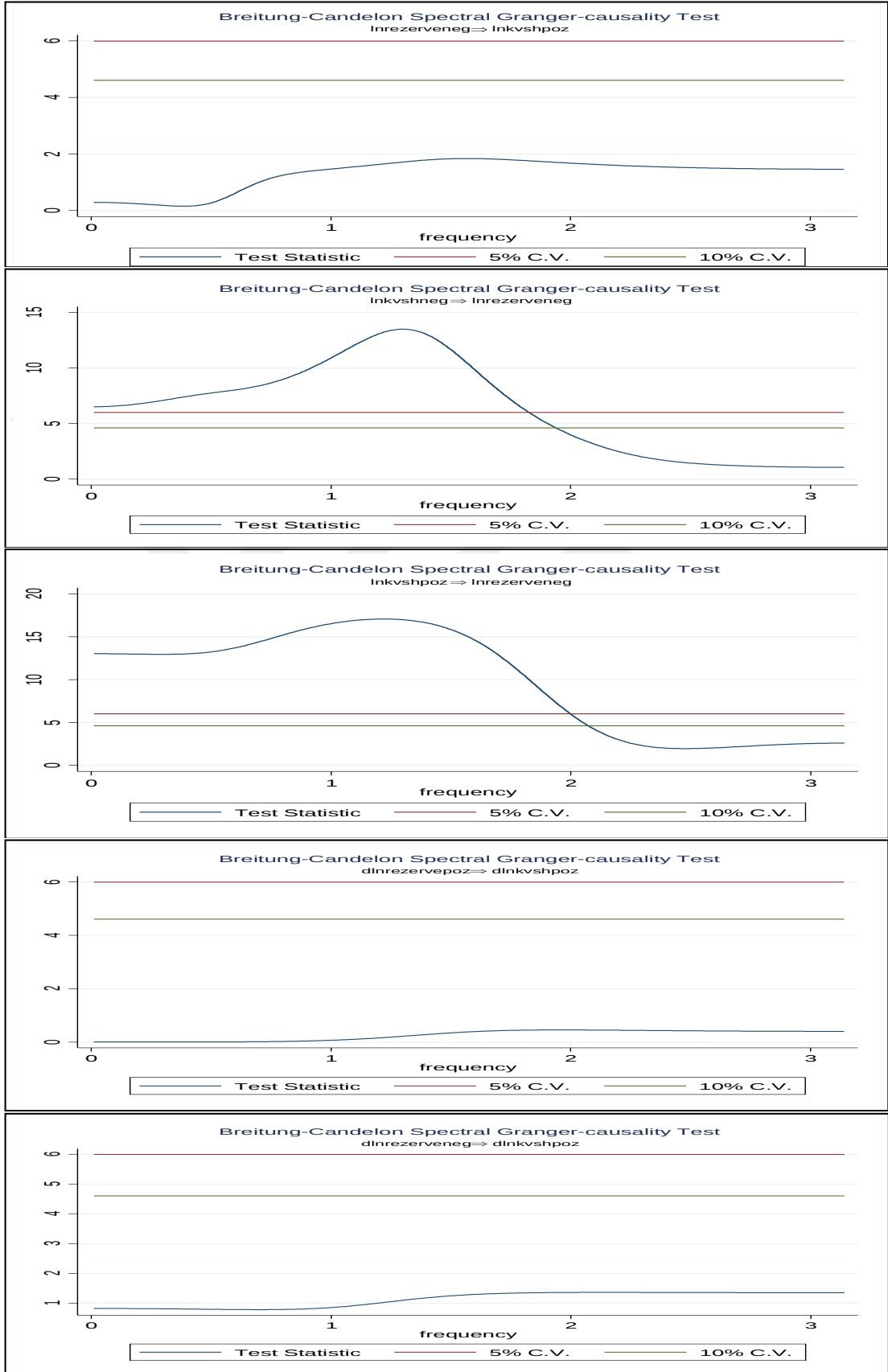
Merkez Bankası Döviz rezervleri ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisi, Bretung ve Candelon asimetrik nedensellik testinin Granger ve Toda-Yamamoto modellerine dayalı versiyonlarıyla da araştırılmıştır. Bretung ve Candelon asimetrik nedensellik testi aracılığıyla değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisi, zaman boyutundan ziyade farklı frekans alanlarında tespit edilmiştir. Testin Granger nedensellik testine dayalı versiyonunda pozitif ve negatif bileşenleri birinci fark hallerinde durağan olduklarından dolayı birinci fark halleri üzerinden analiz sonuçları elde edilmiştir. Toda-Yamamoto versiyonunda ise maksimum bütünleşme derecesi göz önünde bulundurularak gecikme uzunluğu artırılmıştır. Uygun gecikme uzunlukları, VAR modelindeki uygun gecikme uzunluklarına dair prosedürler dikkate alınarak belirlenmiştir. Bretung ve Candelon asimetrik nedensellik testlerinin sonuçları Şekil 17’de sunulduğu gibidir. Breitung ve Candelon asimetrik nedensellik testinin geciktirilmesi artırılmış modelinin sonuçları incelendiği zaman Merkez

Bankası döviz rezervlerinin negatif bileşenlerinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenine doğru asimetrik nedensellik ilişkisinin uzun dönem frekans alanında mevcut olduğu görülmektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına doğru kurulan diğer asimetrik nedensellik ilişkilerinin farklı frekans alanlarında doğrulanmadığı Şekil 17 işaret etmektedir. Bunun yanında, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinden Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşenlerine doğru hareket eden asimetrik nedensellik ilişkisinin kısa dönemde geçerli olduğu diğer asimetrik nedensellik ilişkilerin ise orta ve uzun dönemde mevcut olduğu çalışmada ileri sürülen bulgular arasında yer almaktadır.

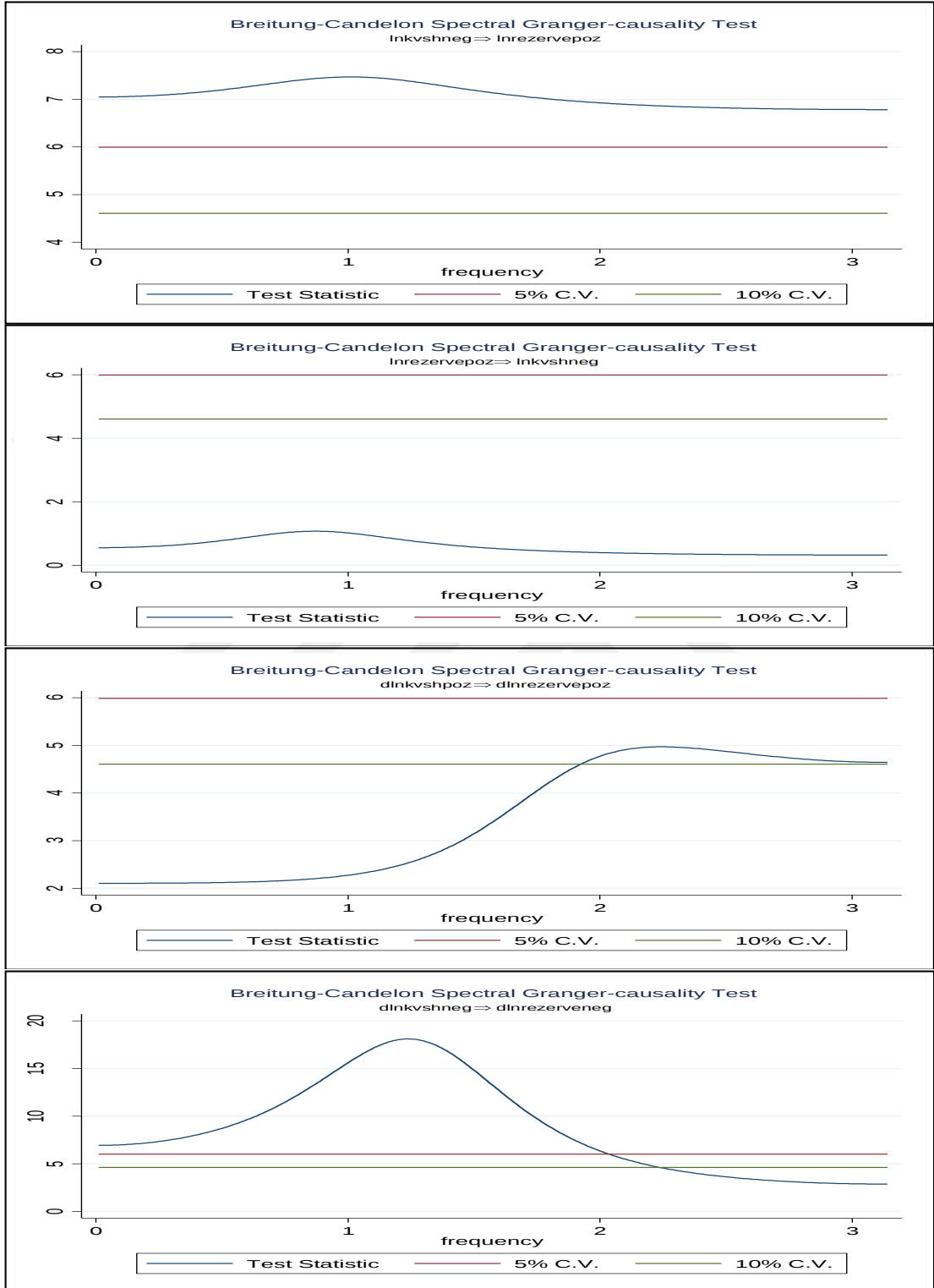
Şekil 17: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri İçin Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları



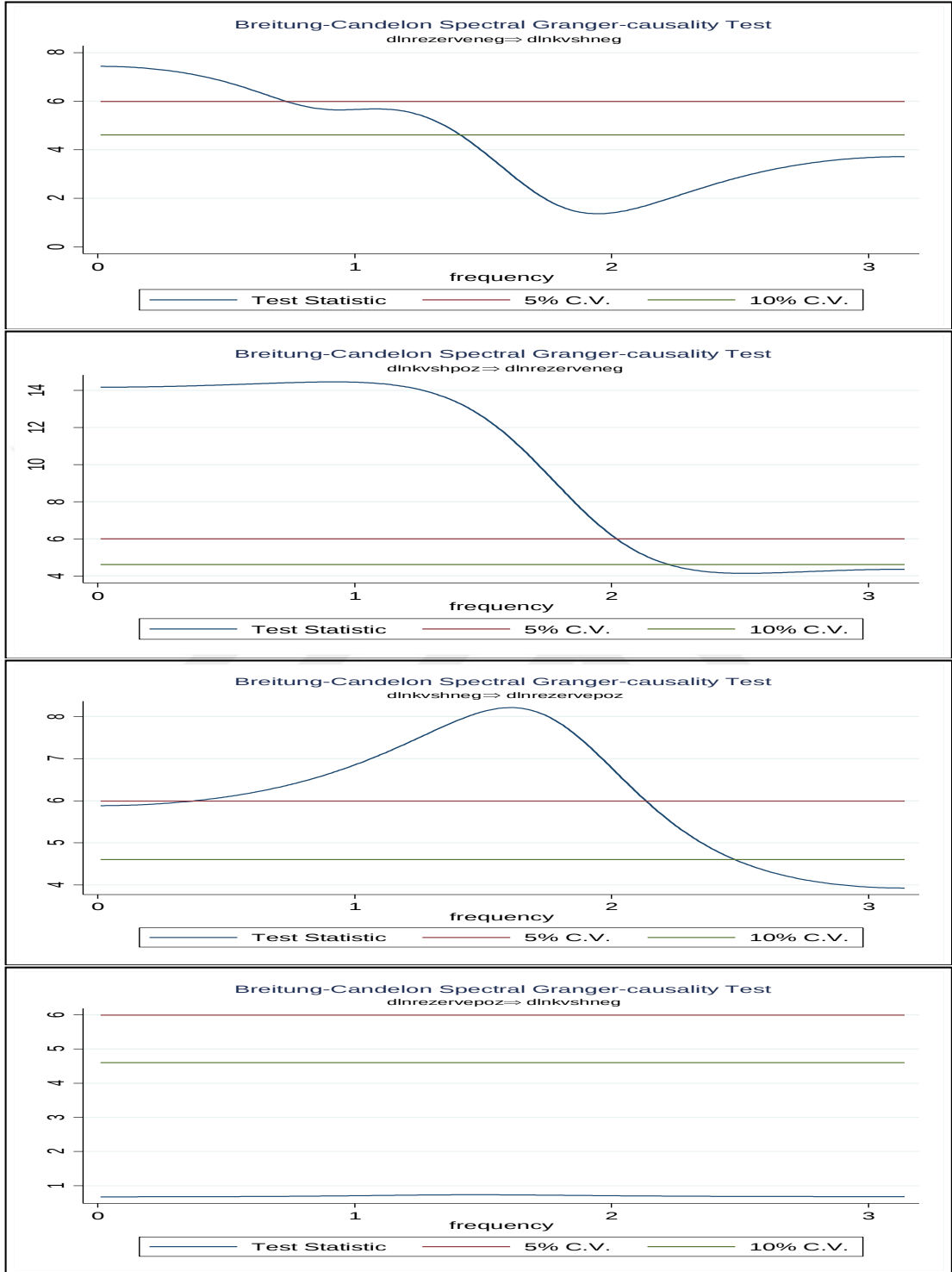
Şekil 17 (devamı)



Şekil 17 (devamı)



Şekil 17 (devamı)



6.3. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları

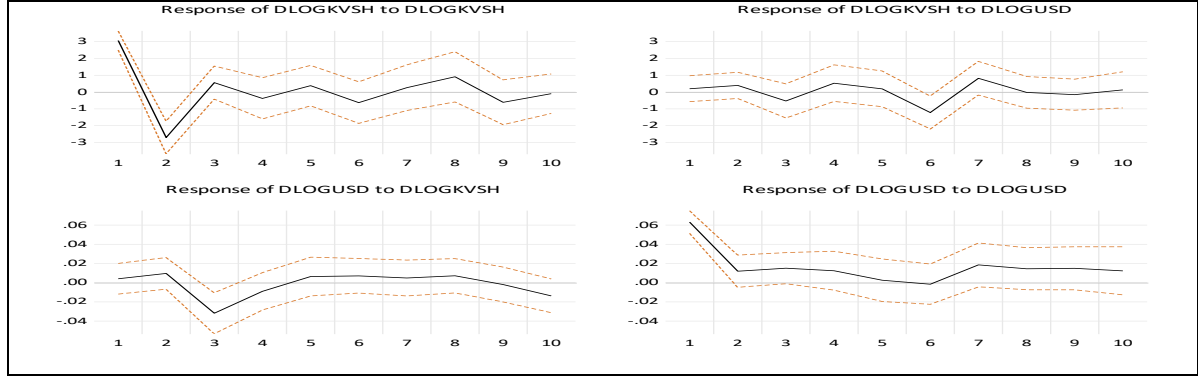
Gerçekleşen durağanlık analizleri akabinde birinci farkları alınınca durağanlaşan kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru değişkenleri aynı dereceden bütünleşik olmaları nedeniyle seriler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin varlığı çalışmanın bu bölümünde incelenecektir. Bu amaç doğrultusunda, seriler arasındaki uzun dönemli ilişkinin olup olmadığının tespitinde ilk kullanılan yöntem Johansen eş bütünleşme analizidir. Johansen eş bütünleşme analizi, VAR modeline dayanan bir yöntem olduğundan, uygun gecikme uzunluğu VAR modeline ait tanısıl testler dikkate alınarak belirlenmiştir. Johansen eş bütünleşme testi için uygun gecikme uzunluğuna ait tanısıl testlerin bulguları EK 17’de bulunmaktadır. Tanısıl test sonuçlarına göre, uygun gecikme uzunluğu 6’dır. Johansen eş bütünleşme testinin sabitli, sabitli ve trendli modellerinin test sonuçları Tablo 12’nin 1. sütununda yer almaktadır. Ele alınan her iki modelin iz ve en büyük özdeğer istatistik değerleri, testin boş hipotezinin reddedilmesi gerektiğini göstermektedir. Johansen eş bütünleşme analizine göre, seriler arasında eş bütünleşik ilişki bulunmaktadır. Johansen eş bütünleşme analizinin ardından, kısa vadeli yabancı akımları ile nominal döviz kuru arasındaki uzun dönemli ilişki, Engle ve Granger eş bütünleşme analizi uygulanarak incelenmiştir. EKK yöntemi sonrasında elde edilen kalıntıların durağanlık analizinin bulguları Tablo 12’nin 2. sütununda sunulmaktadır. Test istatistik değerinin mutlak değerinin, tablo kritik değerinden küçük olduğu Tablo 12’de görülmektedir. Bu durum değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığı anlamına gelmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki eş bütünleşme ilişkisinin tespitinde kullanılan diğer bir yöntem FADL eş bütünleşme analizidir. FADL eş bütünleşme analizinin bulguları Tablo 12’nin 3. Sütununda sunulmaktadır. FADL testinde uygun gecikme uzunluğu 3 bulunmuştur. Ayrıca modelde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının 3 nominal döviz kurunun da 1 gecikmesi ele alınmıştır. Uygun gecikme uzunluğuna ait tablo kritik değerlerle FADL test istatistiği karşılaştırıldığında, %5 anlamlılık düzeyinde boş hipotezin kabul edileceği görülmektedir. Diğer bir anlatımla, FADL eş bütünleşme analizine göre değişkenler arasında eş bütünleşik ilişki bulunmamaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki uzun dönemli ilişkiye dair son bulgu, Fourier Shin Eş bütünleşme testi aracılığıyla elde edilmiştir. Fourier Shin eş bütünleşme testinin bulguları Tablo 12’nin 4. sütununda gösterildiği gibidir. Analizin F-test istatistiği, F-testi tablo kritik değerlerinden büyük olduğu Tablo 12’de görülmektedir. Bu durum, Trigonometrik terimlerin anlamlı olduğu ve Fourier Shin eş bütünleşme analizinin yorumlanabileceği anlamına gelmektedir. Çalışmada kullanılan diğer analizlerin aksine boş hipotezde serilerin eş bütünleşik olduğunu sınavan Fourier Shin analizinin test istatistik değerinin %5 anlamlılık düzeyindeki tablo kritik değerlerinden büyük olduğu görülmektedir. Elde edilen bu sonuç, boş hipotezin reddedilmesi anlamına gelmektedir ve kısa vadeli yabancı akımları ile nominal döviz kuru arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığı Fourier Shin analiziyle de doğrulanmıştır.

Tablo 12: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları

Johansen-Eşbütünleşme Analizi Sonuçları		Engle ve Granger Eş Bütünleşme Analizi sonuçları	FADL Eş bütünleşme Analizi Sonuçları	Fourier-Shin Eş bütünleşme Testi sonuçları
Sabitli	Sabit-Trendli	Test İstatistiği	FADL Test İstatistiği	FSHIN-SHIN Test İstatistiği
İz - En büyük özdeğer istatistiği	İz - En büyük özdeğer istatistiği	-0.031069	3.172940 [3,3-1]	0.175031 (5)- 0.434153 (6) [2.072172,1, 150.4493]
r=0	31.35063-23.16226 [0.0001, 0.0015]	36.68386-23.21693 [0.0015,0.0132]	Tablo Kritik Değerleri	Tablo Kritik Değerleri
			%1 %5 %5	%1 %5 %10
			4.12 3.29 -4.09	-4.21 -3.51 -3.14
r=1	3.841465 [0.0042]	13.46692 [[0.0346]		
				F-istatistiği Tablo Kritik Değerleri
				%1 %5 %10
				5.774 4.066 3.352

Uygulanan eş bütünleşme analizleri neticesinde, eş bütünleşik olmadıkları saptanan kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki dinamik etkileşim, VAR yöntemi içerisinde yer alan etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri vasıtasıyla araştırılacaktır. Etki-tepki ve Varyans ayrıştırmaları analizlerinin gerçekleştirilmesi için aranan ilk koşul, modelde serilerin durağan hallerinin kullanılmasıdır ve durağanlık analizleri doğrultusunda serilerin durağan oldukları, birinci farkları alınmış halleriyle analizi gerçekleştirilmiştir. İkinci başat koşul olan uygun gecikme uzunluğu, artıklarda otokorelasyona, değişen varyans sorununa yol açıp açmadığı ve modeli istikrarlı kılıp kılmadığı üzerinden belirlenmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki VAR modelline ait diagnostik testlerin sonuçları EK 18’de sunulmuştur. VAR modelinde aranan diğer bir diagnostik ise modelde yapısal kırılmaların olup olmadığıdır ve bu koşul, Cusum ve Cusum-Square testi vasıtasıyla araştırılmıştır. EK 18 incelendiğinde, modellerin AR roots grafiğinin içinde olduğu; LM-otokorelasyon, White değişen varyans ile Cusum ve Cusum-Square test sonuçlarının da modelin etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri için uygun biçimde olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda etki-tepki fonksiyonlarının güven aralıkları ± 2 standart hatalar için Monte Carlo simülasyonları ve değişkenlerin sıralamasının etki-tepki fonksiyonu sonuçlarını etkilememesi adına da genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonu metodu kullanılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru için etki-tepki fonksiyonu analiz bulguları Şekil 18’de gösterilmiştir. Şekil 18’de güven aralıklarını temsil eden kesikli çizgilerin pozitif ve negatif alanda aynı anda yer aldıkları görülmektedir. Bu bağlamda değişkenlerin şoklara karşı tepkilerinin istatistiki manada anlamlı olmasına neden olmaktadır. Ayrıca, değişkenlerin diğer değişkenlerde meydana gelen bir standart hatalık şoklar karşısında tepkilerinin yorumlanması ise şu şekilde yapılmaktadır. Nominal döviz kuru kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen şoka ilk iki dönemde zayıf formda pozitif tepki vermektedir. Üçüncü ve dördüncü dönemde ise tepkinin yönü negatif biçimini alarak sonraki dönemlerde tepki denge durumuna yönelmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ise nominal döviz kuru da meydana gelen şoklara 1., 2., 4., 5. ve 7. dönemlerde zayıf biçimde pozitif alanda tepki verirken; 3. ve 6. dönemde tepkinin yönü negatif biçimdedir.

Şekil 18: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



VAR analizini oluşturan diğer bir yöntem, Varyans ayrıştırma analizidir. Varyans ayrıştırma analizinde ele alınan değişkenlerdeki değişiminin % kaçının kendisinden ve diğer değişkenden kaynaklandığı tespit edilebilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kurunun varyans ayrıştırma analiz sonuçları EK 19’da gösterilmektedir. EK 19’un Panel A’ında nominal döviz kuru için varyans ayrıştırma analiz sonuçları yer almaktadır. Panel A incelendiğinde, ele alınan 3. dönemden itibaren nominal döviz kurundaki değişimlerin yaklaşık %20 civarında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır ve bu oran incelenen dönem boyunca %22 civarında değişim göstermektedir. Panel B ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının varyans ayrıştırma analiz sonuçlarını göstermektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ilk dönemdeki değişimi yaklaşık olarak %99.6 kendisinden kaynaklanırken, ilerleyen dönemlerde nominal döviz kurunun kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimleri açıklama gücü artmaktadır. 10. dönem itibarıyla nominal döviz kuru yaklaşık olarak %13.6 civarında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında yaşanan değişimleri açıklayabilmektedir.

Tablo 13: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik Analizi Bulguları

Yön	Granger			Toda-Yamamoto			Hacker&Hatemi		
	Chi-sq	df	Olasılık	Chi-sq	(k+d)max	Olasılık	Test İstatistiği	Gecikme uzunluğu	Uygun Gecikme uzunluğu
KVSH#>USD	27.26790***	6	0.0001	22.92879***	7	0.0008	0.118	1	6.934 3.966 2.722
USD #> KVSH	10.73367*	6	0.0970	12.24557*	7	0.0567	3.177	1	7.095 3.944 2.740
Yön	Fourier Granger Nedensellik Analizi			Fourier Toda-Yamamoto					
	Wald	Asimtotik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Asimtotik Olasılık Değeri	Bootstrap Olasılık Değeri			
KVSH#>USD	5.6242900** [1,1]	0.017713239	0.018800000	0.021548481 [1,1]	0.88329461	0.88490000			
USD #> KVSH	1.2926683	0.25555681	0.25840000	2.8330147*	0.092344864	0.095800000			

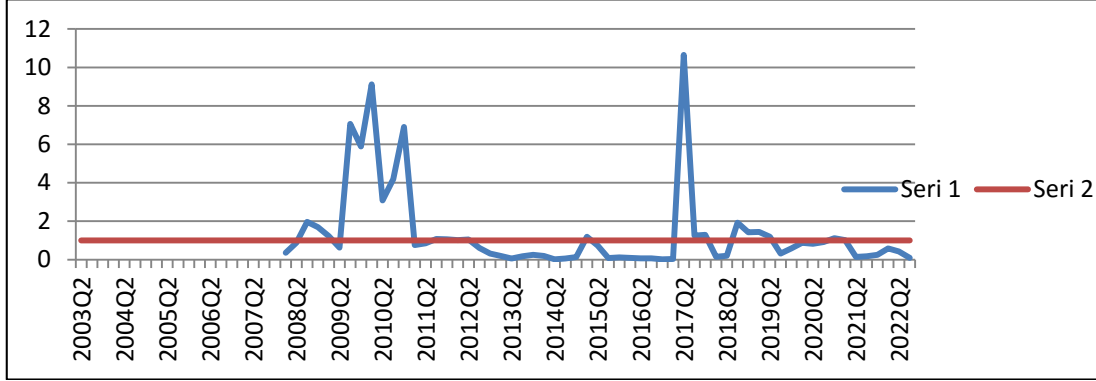
Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisinin tespitinde kullanılan yöntemlerin bulguları Tablo 13’de sunulduğu gibidir. Granger nedensellik analizinde kullanılan uygun gecikme uzunluğu ilgili diagnostik testler göz önünde bulundurularak 6 olarak belirlenmiştir. Granger modeli için uygun gecikme uzunluğuna dair prosedürler EK 18’de yer almaktadır. Toda-Yamamoto nedensellik analizinde ise uygun gecikme uzunluğuna ek maksimum bütünleşme sayısı eklenerek geciktirilmesi artırılmış VAR modeli kurulmuştur. Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizlerin sonuçları incelendiği takdirde, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasında çift yönlü nedensellik ilişkisinin varlığı %10 anlamlılık düzeyinde olduğu görülmektedir. Hacker ve Hatemi-J Bootstrap nedensellik analizinde ise nominal döviz kurundan kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına doğru %10 anlamlılık düzeyinde bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisine dair Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizi sonuçları incelendiği takdirde, test bulgularının birbiriyle örtüşmediği anlaşılmaktadır. Fourier Granger nedensellik analizi bulguları, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinden nominal döviz kuruna doğru tek yönlü nedensellik ilişkisini %5 anlamlılık düzeyinde doğrularken, nominal döviz kurundan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisinin olmadığını işaret etmektedir. Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizinde ise nominal döviz kurundan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisinin var olduğu görülmektedir.

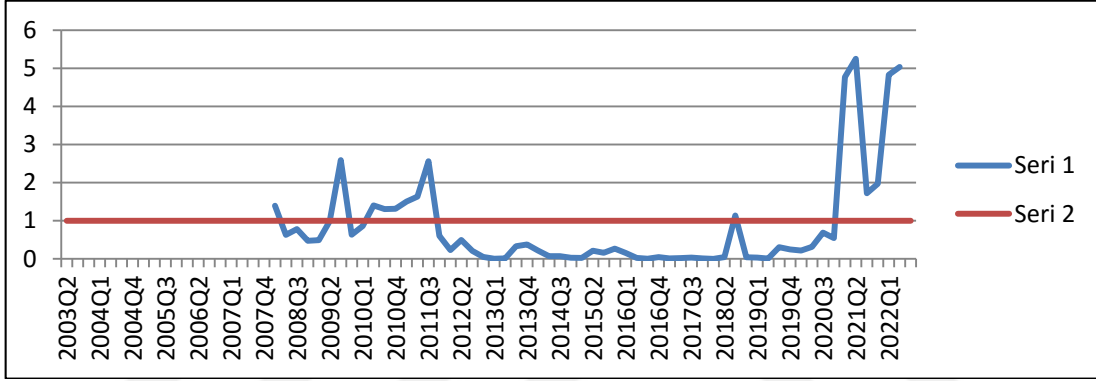
Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki alt dönemler üzerinden nedensellik ilişkisine dair sonuçlar Şekil 19’da sunulduğu gibidir. 2008:Q2-2011:Q2, 2017:Q2-2017:Q4 ve 2018:Q3-2019:Q2 alt dönemlerinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının nominal döviz kurundaki değişimlerin nedeni olduğu Zamanla Değişen nedensellik analizinin bulguları olarak belirtilmektedir. Nominal döviz kurundan kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına doğru nedensellik ilişkisi ise 2008 Finansal krizin yaşandığı dönemlerde ve 2021:Q1 döneminden sonra gerçekleştiğine çalışmada işaret edilmiştir. Ayrıca, çalışmada incelenen tüm örneklem boyutunun son dönemlerine ait zaman diliminde nominal döviz kurundaki değişimlerin, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimlerin kuvvetli şekilde nedeni olduğu Şekil 19 vasıtasıyla ifade edilebilmektedir.

Şekil 19: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları

KVSH $\neq$ USD



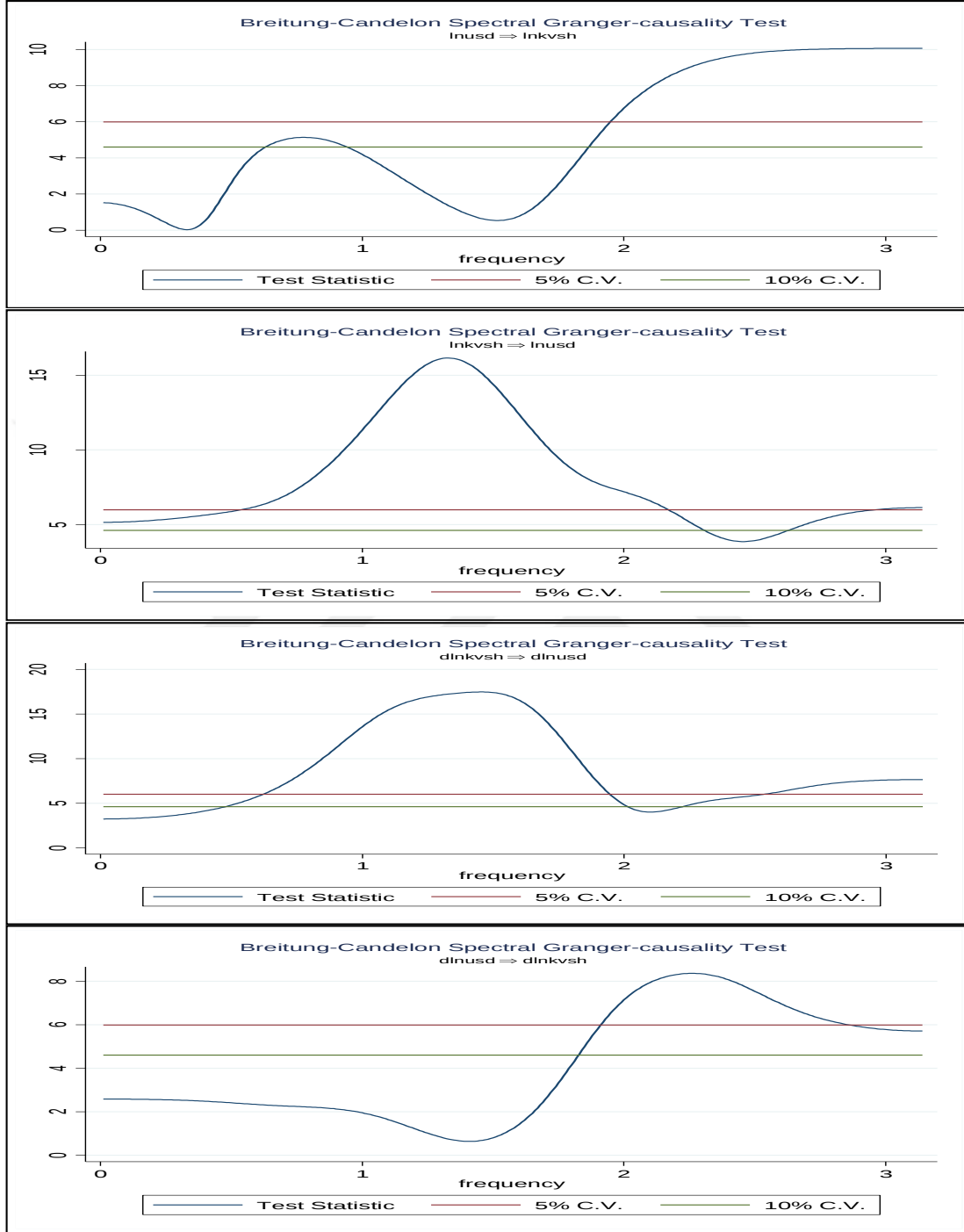
USD $\neq$ KVSH



Not: Seri 1: Normalleştirilmiş Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki nedensellik ilişkisine ilişkin Breitung ve Candelon nedensellik analizi bulguları Şekil 20’de gösterilmiştir. Granger ve Toda-Yamamoto modellerinin temelleri olarak gerçekleştirilen her iki Breitung ve Candelon nedensellik analizinin test sonuçlarının birbirlerini doğruladıkları anlaşılmaktadır. Geciktirilmesi artırılmış ve serilerin durağan oldukları birinci fark değerlerinde kurulan Breitung ve Candelon nedensellik analizleri, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında kısa dönemde gerçekleşen değişimlerin nedeninin nominal döviz kuru olduğunu ifade etmektedir. Aynı modellerin test sonuçları ayrıca kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının uzun dönemde nominal döviz kurundaki değişimlerin nedeni olduğunu vurgulamaktadır.

Şekil 20: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru için Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları



6.3.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasında saklı eş bütünleşme analizine dair bulgular, Granger ve Yoon, Hatemi-J ve Irandoust ve FADL saklı eş bütünleşme analizleri uygulanarak araştırılmıştır. İlgili testlerin bulguları Tablo 14’de sunulmaktadır. Tablo 14’de görüldüğü gibi saklı eş bütünleşmenin olmadığını ifade eden boş hipotezin bütün asimetrik eş bütünleşme ilişkilerini sınanan modellerde kabulü söz konusudur, çünkü testlerin istatistik değerlerinin mutlak değeri tablo kritik değerlerden küçüktür. Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme analizi, serilerin pozitif ve negatif bileşenlerinin Johansen eş bütünleşme analizi temelinde irdelenmesi olduğundan; her saklı eş bütünleşmeyi sınanan model için uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Uygun gecikme uzunlukları belirlenirken dikkate alınan LM-otokorelasyon, White değişen varyans ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri test sonuçları EK 20’de sunulmuştur. Belirlenen uygun gecikme uzunluklarının, diagnostik testlerin bulguları tarafından modellerin istikrarlı kıldığı görülmektedir. Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testlerinin sabit ve sabit-trend içeren modellerinin sonuçları %5 anlamlılık düzeyinde incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasında saklı eş bütünleşik ilişkinin var olduğunu doğrulayan sonuçlar elde edilememiştir. FADL saklı eş bütünleşme analizinin boş hipotezi ise %5 anlamlılık düzeyinde nominal döviz kurunun negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenini içeren modeli için reddedileceğini Tablo 14’deki bulgular işaret etmektedir. Sonuçlar genel olarak incelendiğinde, nominal döviz kurunun negatif bileşeni ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri uzun dönemde birlikte hareket etmektedir.

Tablo 14: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları

Model	Granger-Yoon		Hatemi-J-Irandoust		FADL			
	Sabit	Sabit-trendli	Sabit	Sabit-trendli	Test İstatistiği	Frekans	Kvsh’nin gecikmesi	Rezerve’nin Gecikmesi
USDpoz-Kvshpoz	-1.353874	-1.283948	r=0	14.52589-11.08922 [0.0696-0.1498]	15.93807-11.08922 [0.4975-0.5042]	0.363639	3	1
			r=1	3.436673 [0.0638]	4.848851 [0.6182]	Tablo Kritik değerler	%1	%5
USDneg-Kvshneg	-2.317970	-2.164549	r=0	12.49501-11.37944 [0.1347-0.1362]	17.23240-15.40829 [0.3978-0.1725]	-3.675019	2	3
			r=1	1.115575 [0.2909]	1.824113 [0.9784]	Tablo Kritik değerler	%1	%5
USDpoz-Kvshneg	-1.369813	-1.294602	r=0	10.54840-7.995168 [0.2409-0.3792]	10.63907-8.000500 [0.8949-0.8215]	0.312260	3	1
			r=1	2.553227 [0.1101]	2.638568 [0.9164]	Tablo Kritik değerler	%1	%5
USDneg-Kvshpoz	-2.535262	-2.371238	r=0	15.55150-15.47121 [0.0490-0.0321]	18.50306-15.97594 [0.3111-0.1462]	-3.832761	2	3
			r=1	0.080284 [0.7769]	2.527118 [0.9273]	Tablo Kritik değerler	%1	%5
							-4.44	-3.75
								-3.37

Saklı eş bütünleşme testlerinden elde edilen kanıtları takiben, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ile nominal döviz kurlarının negatif bileşeninin uzun dönemde saklı eş bütünleşik olduğu bulunmuştur. Geriye kalan asimetrik modeller uzun dönemli bir ilişki ortaya koymamaktadır ve çalışmanın devamında yer alan ekonometrik yaklaşım bu sonuçları dikkate almaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin nominal döviz kurunun negatif bileşeni üzerindeki uzun ve kısa dönem etkileri, Fourier fonksiyonlarını dikkate alan ve almayan FMOLS ve DOLS tahmincileri kullanılarak araştırılmıştır. Tablo 15'de FMOLS tahmincilerinin bulguları sunulmaktadır. FMOLS tahmincisine ilişkin Tablo 15'e göre kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki %1'lik bir artışın, nominal döviz kurunun negatif bileşeninde %0,007'lik bir azalışa yol açtığı görülmektedir. Ayrıca F-FMOLS de FMOLS tahmincisinin sonucunu destekleyici kanıtlar sunulmakta ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin katsayısı -0,0072 olarak ölçülmektedir. Fourier fonksiyonlarıyla ilgili parametreler istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Ayrıca, Tablo 16 kısa dönemde FMOLS tahmincilerinin sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 15: FMOLS ve F-FMOLS Uzun Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	FMOLS Uzun Dönem				F-FMOLS Uzun Dönem			
USDNEG								
Değişken								
KVSHPOZ	-0.007559	0.000601	-12.58590	0.0000	-0.007225	0.000630	-11.47375	0.0000
C	-0.290772	0.038434	-7.565586	0.0000	-0.305382	0.039310	-7.768560	0.0000
SİN	-	-	-	-	0.039329	0.029326	1.341073	0.1841
COS	-	-	-	-	0.032452	0.026982	1.202736	0.2330

Tablo 16: FMOLS ve F-FMOLS Kısa Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	FMOLS kısa Dönem				F-FMOLS kısa Dönem			
USDNEG								
Değişken								
KVSHPOZ	0.000340	0.000657	0.517242	0.6066	0.000508	0.000612	0.831285	0.4086
C	-0.012861	0.001992	-6.455692	0.0000	-0.012959	0.001847	-7.015188	0.0000
SİN	-	-	-	-	-0.000935	0.002212	-0.422609	0.6739
COS	-	-	-	-	0.005153	0.002282	2.258653	0.0270
ECT(-1)	-0.037826	0.019308	-1.959043	0.0540	-0.052871	0.019087	-2.769987	0.0072

Tablo 17: DOLS ve F-DOLS Uzun Dönem Katsayıları

Bağımlı Değişken	DOLS Uzun Dönem				F-DOLS Uzun Dönem			
USDNEG								
Değişken								
KVSHPOZ	-0.007616	0.000609	-12.51302	0.0000	-0.007229	0.000607	-11.91456	0.0000
C	-0.309070	0.041531	-7.441916	0.0000	-0.339338	0.042236	-8.034315	0.0000
SİN	-	-	-	-	0.048803	0.027601	1.768199	0.0815
COS	-	-	-	-	0.024582	0.025295	0.971802	0.3346

Tablo 18: DOLS ve F-DOLS Kısa Katsayıları

Bağımlı Değişken	DOLS kısa Dönem				F-DOLS kısa Dönem			
USDNEG								
Değişken								
KVSHPOZ	-0.007616	7.57E-18	-1.01E+15	0.0000	-0.007229	5.04E-18	-1.44E+15	0.0000
C	-6.20E-17	1.38E-17	-4.487500	0.0000	2.15E-17	6.33E-17	1.646696	0.1048
SİN	-	-	-	-	-0.003310	9.16E-18	2.347063	0.0222
COS	-	-	-	-	0.008143	6.11E-18	-5.42E+14	0.0000
ECT(-1)	-7.30E-17	8.63E-17	-0.845662	0.4009	1.04E-16	6.24E-18	1.31E+15	0.0000

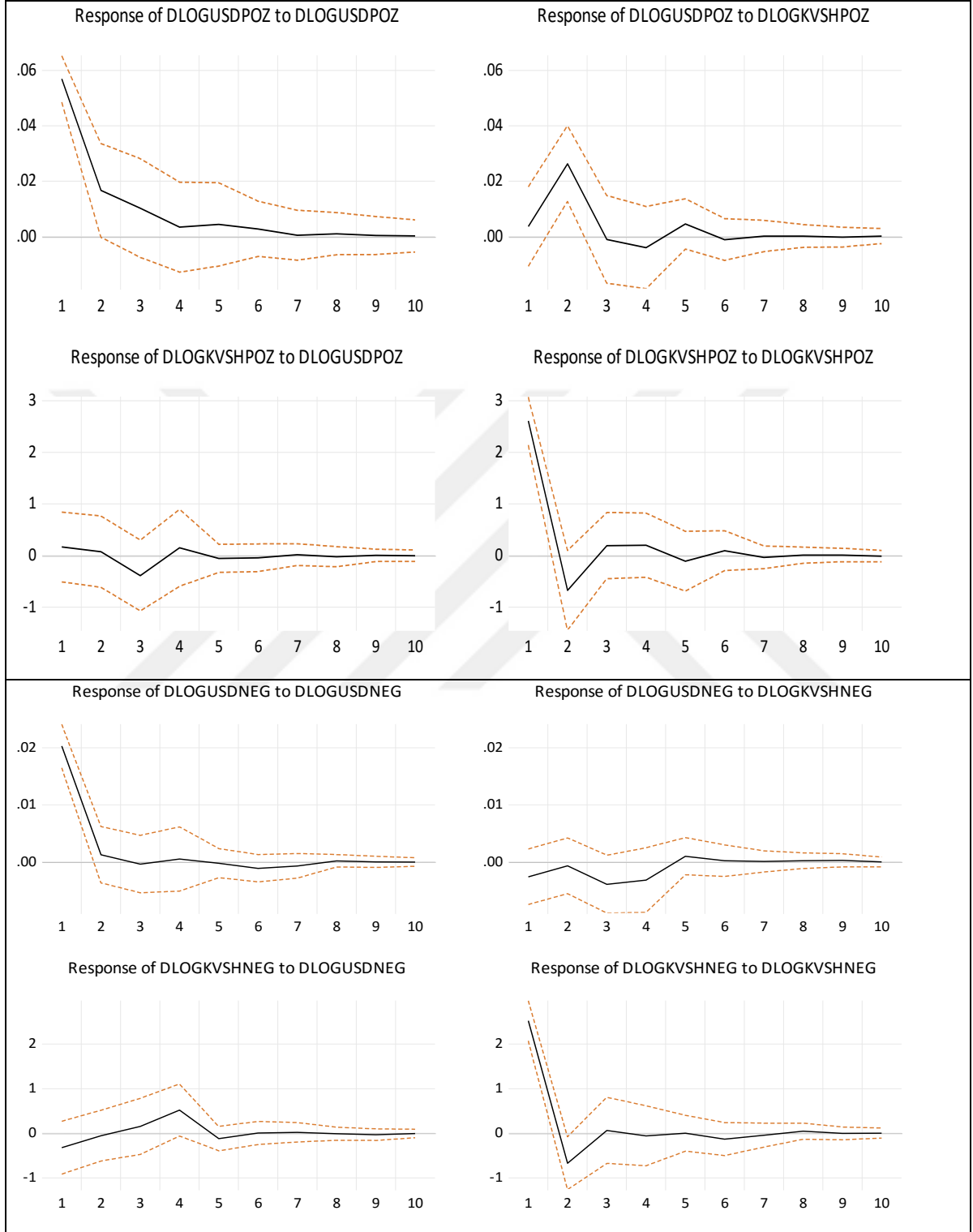
Tablo 16, ECM parametrelerinin katsayısının negatif ve anlamlı olduğunu göstermektedir. Ancak, nominal döviz kurlarının negatif olması, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ile anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Bununla birlikte, DOLS ve F-DOLS tahmincilerinin bulguları Tablo 17'de tablolştırılmıştır. DOLS ve F-DOLS tahmincilerinin sonuçları incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının DOLS ve F-DOLS'da bulunan pozitif bileşenin katsayılarının negatif ve sırasıyla 0,0076 ve -0,0072 olduğunun altı çizilmektedir. Ancak, sinüs %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Kısa dönem DOLS ve F-DOLS tahmincilerine bakıldığında, yukarıda bahsedilen analizde gözlemlenen kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenin nominal döviz kurları üzerindeki negatif etkisi de yaşanmaktadır. Ayrıca, ECM'nin beklenen katsayısı ve anlamlılık düzeyi F-DOLS tahmincilerinde elde edilirken, DOLS tahmincilerinde elde edilmemiştir. Fourier fonksiyonları da istatistiksel olarak anlamlıdır.

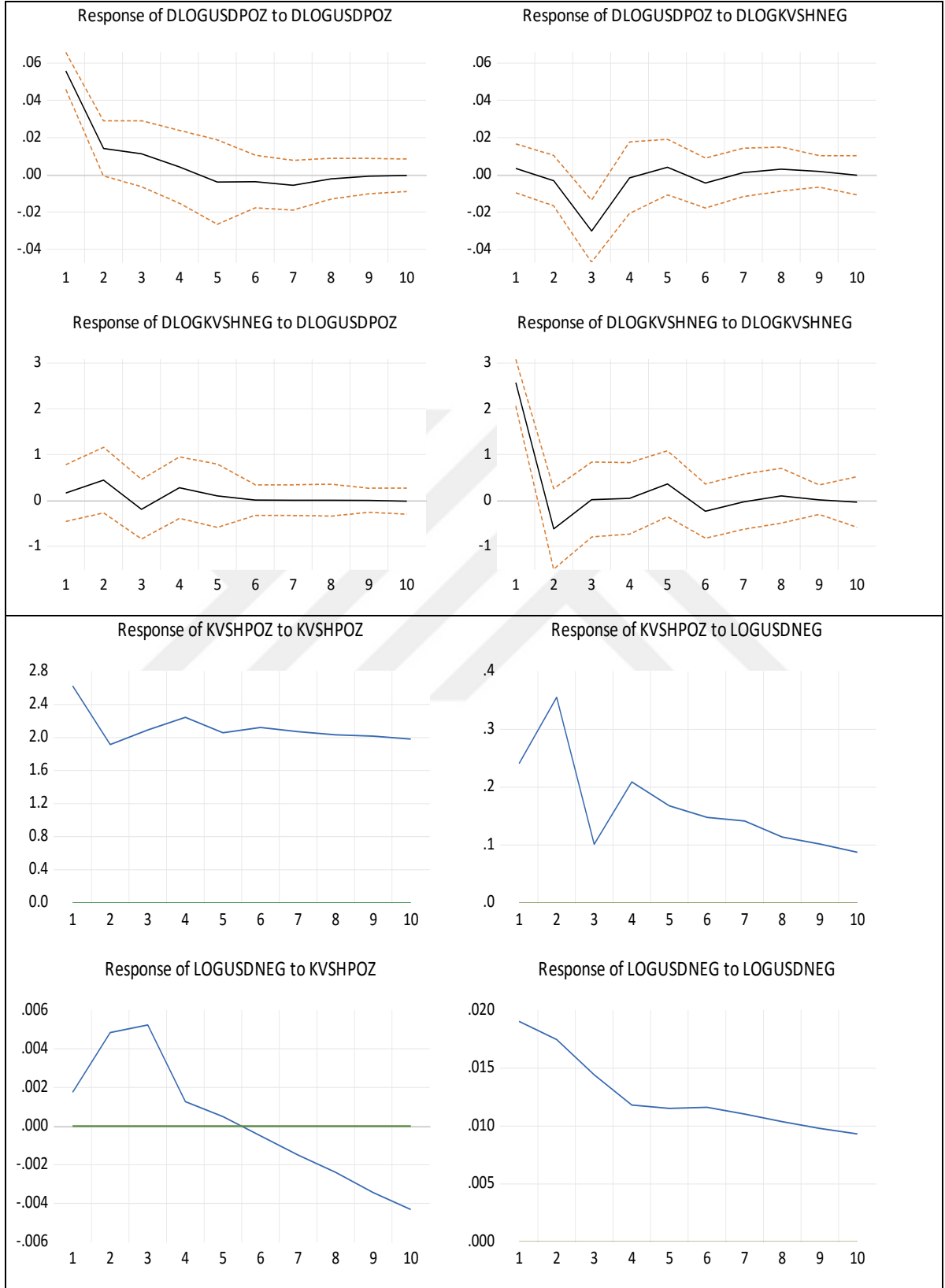
Kısa vadeli yabancı sermaye akışı bileşenlerinin nominal döviz kuru bileşenleri üzerindeki dinamik asimetrik bağlantısı, asimetrik etki-tepki fonksiyonları kullanılarak elde edilmeye çalışılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ile nominal döviz kurlarının negatif bileşeni arasındaki uzun dönemli gizli ilişkinin geçerliliği nedeniyle, uzun dönemli bilgi kaybını önlemek için VECM analizinde asimetrik etki-tepki fonksiyonu uygulanmıştır. Ayrıca, diagnostik testler ışığında optimal gecikme süreci belirlenmeye çalışılmıştır. Dört asimetrik model üzerinde LM oto-korelasyon, White heteroskedastisite ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri bulguları, belirlenen gecikmelerin asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının gerekliliğini yerine getirdiği ve diagnostik testlerinin sonuçları EK 21'de sunulmaktadır. Ayrıca, Cusum ve Cusum-kare sonuçlarında görüldüğü gibi, asimetrik modeller için yapısal değişiklikler önemlidir ve kukla değişkenler kullanılır. Kukla değişkenler kullanıldıktan sonra modeller kararlı hale gelmektedir. Ancak, simetrik ve asimetrik etki-tepki fonksiyonu analizleri için genelleştirilmiş etki-tepki yöntemi ve güven alanı için Monte-Carlo simülasyonu kullanılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye girişleri ile nominal döviz kurunun pozitif bileşenleri arasındaki asimetrik dinamik ilişkiye dair bulgu kontrol edildiğinde, asimetrik etki-tepki fonksiyonu analizinin bulgusu Şekil 21'de gösterilmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarının pozitif bileşenin hata terimindeki bir birimlik

değişim, ilk iki dönemde nominal döviz kurunun pozitif bileşeninde artan bir tepkiye yol açarken, tepki üçüncü dönemde dengeye doğru eğilim göstermektedir. Şekil 21, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin nominal döviz kurunun pozitif bileşenine gelen şoklar karşısında hareketsiz kaldığını göstermektedir. Şekil 21’de, değişkenlerin negatif bileşenleri için asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının bulguları sunulmaktadır. Şekil 21’e göre, güven aralıklarının konumu asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının sonuçlarını istatistiksel olarak anlamlı kılmamaktadır. Ayrıca nominal döviz kurunun negatif bileşeninin 4. ve 5. dönemlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki şoka negatif tepki verdiği ifade edilebilir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninin tepkisi 4. dönemde zayıf şekilli denge noktasından yukarı doğru olmakta ve tepkinin sönümlenmesi sonraki dönemde gerçekleşmektedir. Şekil 21’de i nominal döviz kurlarının pozitif bileşeni ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenleri arasındaki asimetrik dinamik ilişkiye dair kanıtlar sunulmaktadır. Analiz sonuçları incelendiğinde, yabancı sermaye girişlerinin kısa vadeli negatif bileşenlerinde meydana gelen şokların, üçüncü dönemde nominal döviz kurlarının pozitif bileşenleri tarafından sadece negatif bir tepkiye yol açtığı vurgulanmaktadır. Ayrıca, nominal döviz kurunun pozitif bileşenindeki 1 birimlik şokun, kısa vadeli sermaye girişlerinin negatif bileşenine yansıması çok düşüktür. Son asimetrik etki tepki fonksiyonu, kısa vadeli yabancı girişlerinin pozitif ve nominal döviz kurlarının negatif bileşenleri arasındaki dinamik asimetrik bağlantıyı incelemek için gerçekleştirilmiştir. Şekil 21’e göre, nominal döviz kurunun negatif bileşeninde meydana gelen bir birimlik şokun, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin pozitif bileşeninin yaklaşık ilk sekiz dönem boyunca pozitif tepki vermesine neden olduğu görülmektedir. Şekil 21’e göre, nominal döviz kurunun negatif bileşeninde meydana gelen bir birimlik şokun, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin pozitif bileşeninin yaklaşık ilk sekiz dönem boyunca pozitif tepki vermesine neden olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin negatif bileşeninin hata teriminde 1 birimlik şok meydana geldiğinde, nominal döviz kurlarının negatif bileşeni ilk beş dönem boyunca pozitif tepki vermiş, daha sonra kalan dönem boyunca negatif tepki vermiştir.

Şekil 21: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları Nominal Döviz Kuru Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Şekil 21 (devamı)



Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki asimetrik dinamik ilişkiye dair diğer bulgular Varyans Ayırıştırma analizi uygulanarak elde edilmiştir. Değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri üzerinden gerçekleştirilen Varyans Ayırıştırma analizi sonuçları Ek 22 gösterilmiştir. EK 22'in Panel A'sında nominal döviz kurunun pozitif bileşeninin ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin pozitif bileşeninin varyans ayırıştırma sonuçları yer almaktadır. Panel A incelendiğinde, ilk dönemde nominal döviz kurunun pozitif bileşenindeki değişimlerin hepsinin kendisinden kaynaklandığı lakin 2. dönemden itibaren kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin kurdaki değişimlerinin yaklaşık %15'ini açıklayabildiği görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki öngörü hatasının varyansı, incelenen dönemler içerisinde nominal döviz kurunun pozitif bileşenindeki değişimlerin açıklanma payının oldukça sınırlı olduğu çalışmada işaret edilmektedir. EK 22'in Panel B'sinde değişkenlerin negatif bileşenlerinin varyans ayırıştırma sonuçları yer almaktadır. EK 22'de yer alan Panel B ele alındığında, değişkenlerin negatif bileşeninde ele alınan dönem içerisinde değişimlerin tamamına yakın şekilde kendilerinden kaynaklı değişimler tarafından açıklandığına dair bulgular elde edilmektedir. Nominal döviz kurunun pozitif bileşeni ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeni arasındaki varyans ayırıştırma analizi sonuçları sırasıyla EKK 22'in Panel C'sinde gösterildiği gibidir. Panel A'daki bulgular, nominal döviz kurunun pozitif bileşeninin ilk iki dönemdeki değişimleri, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinden kaynaklanmazken; 3. dönemden itibaren sermaye hareketlerinin kurdaki değişimlerini açıklama oranının yaklaşık %20 civarına eriştiğine işaret etmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki öngörü hatasının varyansının, ele alınan dönem içerisinde %90 civarında kendisinden kaynaklı olduğu Asimetrik Varyans ayırıştırma analizi son olarak nominal döviz kurunun negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin pozitif bileşenleri üzerinden gerçekleştirilmiştir ve analizin bulguları EK 22'in Panel D'sinde gösterildiği şekildedir. Bulgular, değişkenlerin diğer değişkenler tarafından açıklanma gücünün oldukça küçük olduğunu işaret etmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki asimetrik nedensellik ilişkilerin tespiti amacıyla Hacker& Hatemi-J, Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizlerinden faydalanılmıştır. Analizlerin bulguları Tablo 19'da gösterilmektedir. Hacker& Hatemi-J ve Fourier Toda-Yamamoto analizinde, değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerinin seviye değerleri kullanılmıştır. Hacker&Hatemi-J asimetrik nedensellik testinde "HJC bilgi kriteri", Fourier Toda-Yamamoto nedensellik testinde "SIC bilgi kriteri" uygun gecikme uzunluğunun tespitinde dikkate alınan bilgi kriterleridir. Değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri birinci fark hallerinde durağan hale geldiklerinden dolayı uygun gecikme uzunluğuna +1 eklenerek analizler gerçekleştirilmiştir. Fourier Granger nedensellik analizinde ise pozitif ve negatif bileşenlerin birinci fark halleri üzerinde analiz uygulanmıştır. Hacker&Hatemi-J asimetrik analizinin sonuçlarına bakıldığında, sadece kısa vadeli yabancı sermaye sermaye akımlarının pozitif şoklarından nominal

döviz kurunun pozitif şoklarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisinin %5 anlamlılık düzeyinde söz konusu olduğu görülmektedir. Yapısal kırılmaları dikkate alan Fourier Toda-Yamamoto analiz sonuçları incelendiğinde, değişkenler arasında asimetrik nedensellik ilişkisine ulaşılamamaktadır. Fourier Granger nedensellik analizinde ise nominal döviz kurunun pozitif şokundan kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif şokuna doğru hareket eden asimetrik nedensellik ilişkisi %10 anlamlılık düzeyinde bulunmuştur.

Tablo 19 : Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları

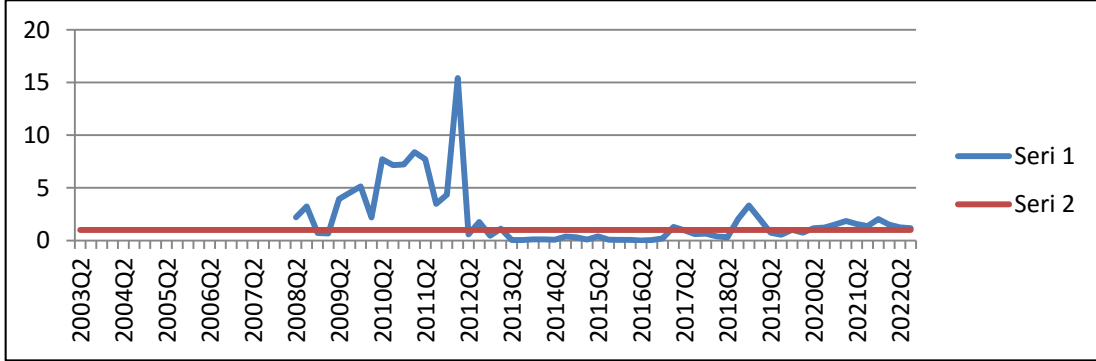
Model	Hacker & Hatemi-J (2006)				Fourier Granger Nedensellik Analizi		Fourier Toda-Yamamoto	
	Test İstatistiği	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Bootstrap Olasılık Değeri
		1%	5%	10%				
KVSH⁺ $\Rightarrow$ USD⁺	7.631**	10.935	4.650	2.859	2.359	0.135	1.538 [1,2]	0.227
KVSH⁻ $\Rightarrow$ USD⁻	0.960	8.156	4.399	2.975	1.120	0.295	1.278	0.255
KVSH⁺ $\Rightarrow$ USD⁻	0.017	8.427	4.430	2.902	2.617	0.108	0.131	0.718
KVSH⁻ $\Rightarrow$ USD⁺	0.090	10.220	4.547	2.826	0.798	0.371	1.528	0.221
USD⁺ $\Rightarrow$ KVSH⁺	0.000	9.524	4.213	2.720	5.288**	0.025	1.178	0.288
USD⁻ $\Rightarrow$ KVSH⁻	3.096***	7.899	4.182	2.889	0.524	0.476	0.635	0.427
USD⁺ $\Rightarrow$ KVSH⁻	0.557	7.376	4.145	2.816	3.531	0.065	1.568	0.222
USD⁻ $\Rightarrow$ KVSH⁺	0.008	9.019	4.307	2.906	0.387	0.540	0.003	0.961

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *,**,*** sırasıyla %10,%5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve - sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişimlerine ayrıştırılmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

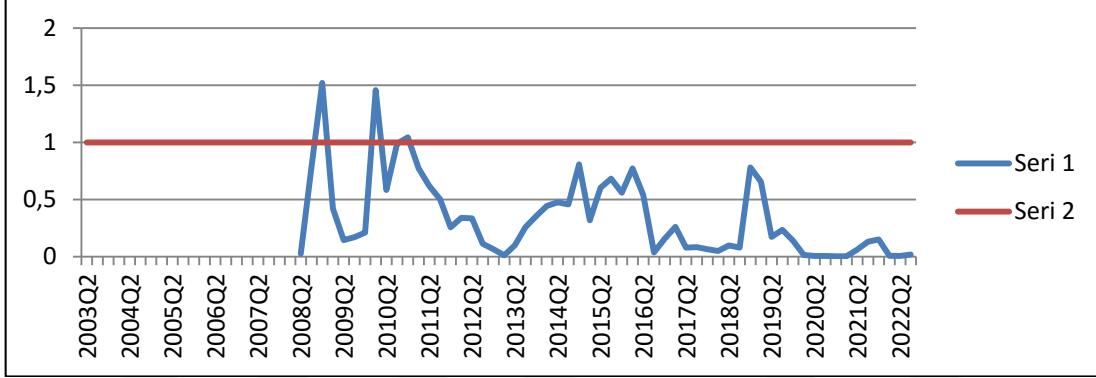
Nominal döviz kuru ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki Zamanla değişen asimetrik nedensellik ilişkisine ait bulgular Şekil 22’de yer verilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden nominal döviz kurunun pozitif bileşenine doğru 2008:Q2-2012:Q2, 2018:Q3-2019:Q2 ve 2020:Q2-2022:Q3 dönemlerinde nedensellik ilişkisi bulunduğu tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninden nominal döviz kurunun negatif bileşenine doğru hareket eden nedensellik ilişkisi ise 2010:Q2-2010:Q4 döneminde mevcuttur. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni 2008:Q3-2009:Q1 ve 2010:Q1-2010:Q2 alt dönemlerinde kurdaki pozitif şoklardan etkilenmektedir. Nominal döviz kurunun negatif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin negatif bileşenine doğru nedensellik ilişkisine ait boş hipotez 2011:Q3-2020:Q2 dönemlerinde reddedilememektedir.

Şekil 22: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları

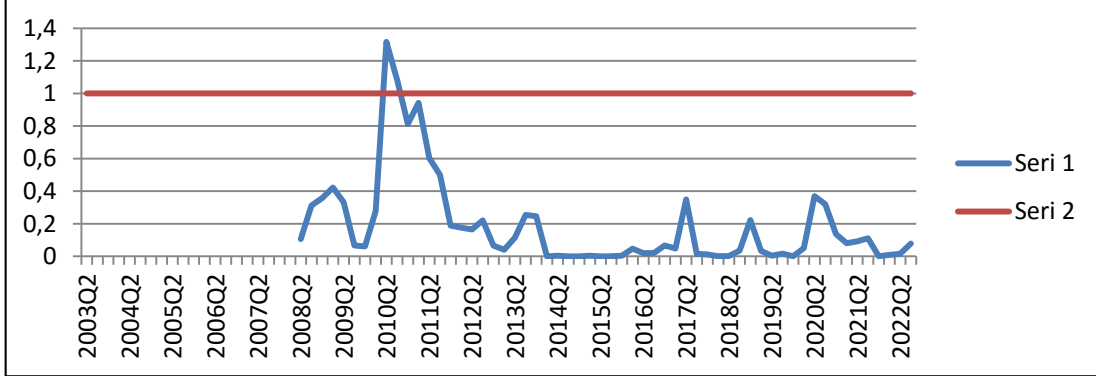
KVSH⁺ $\Rightarrow$ USD⁺



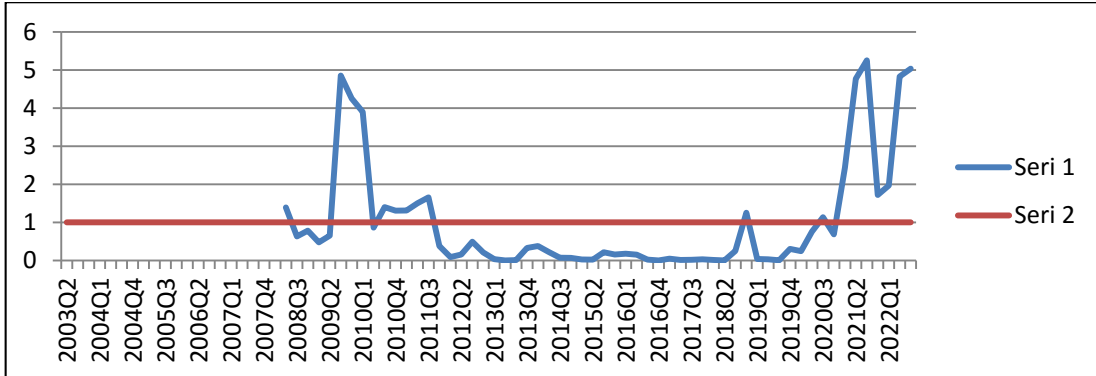
USD⁺ $\Rightarrow$ KVSH⁺



KVSH⁻ $\Rightarrow$ USD⁻



USD⁻ $\Rightarrow$ KVSH⁻

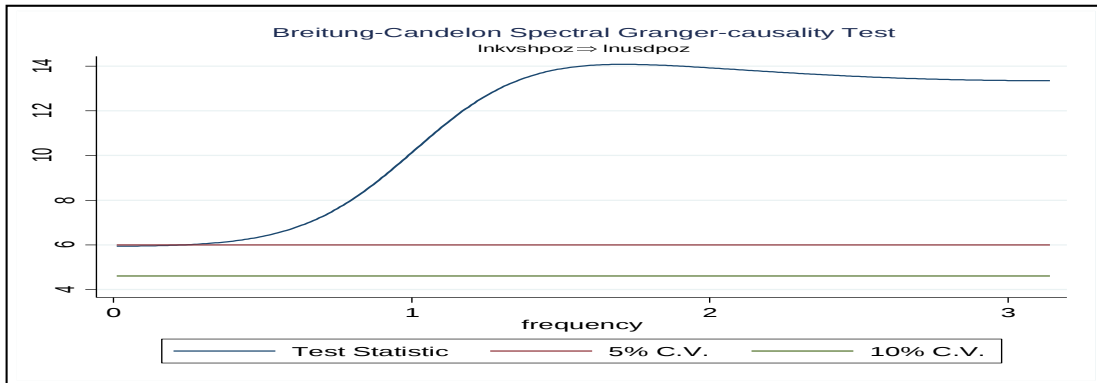


Not: Seri 1: Normalleştirilmi Wald test istatistiği

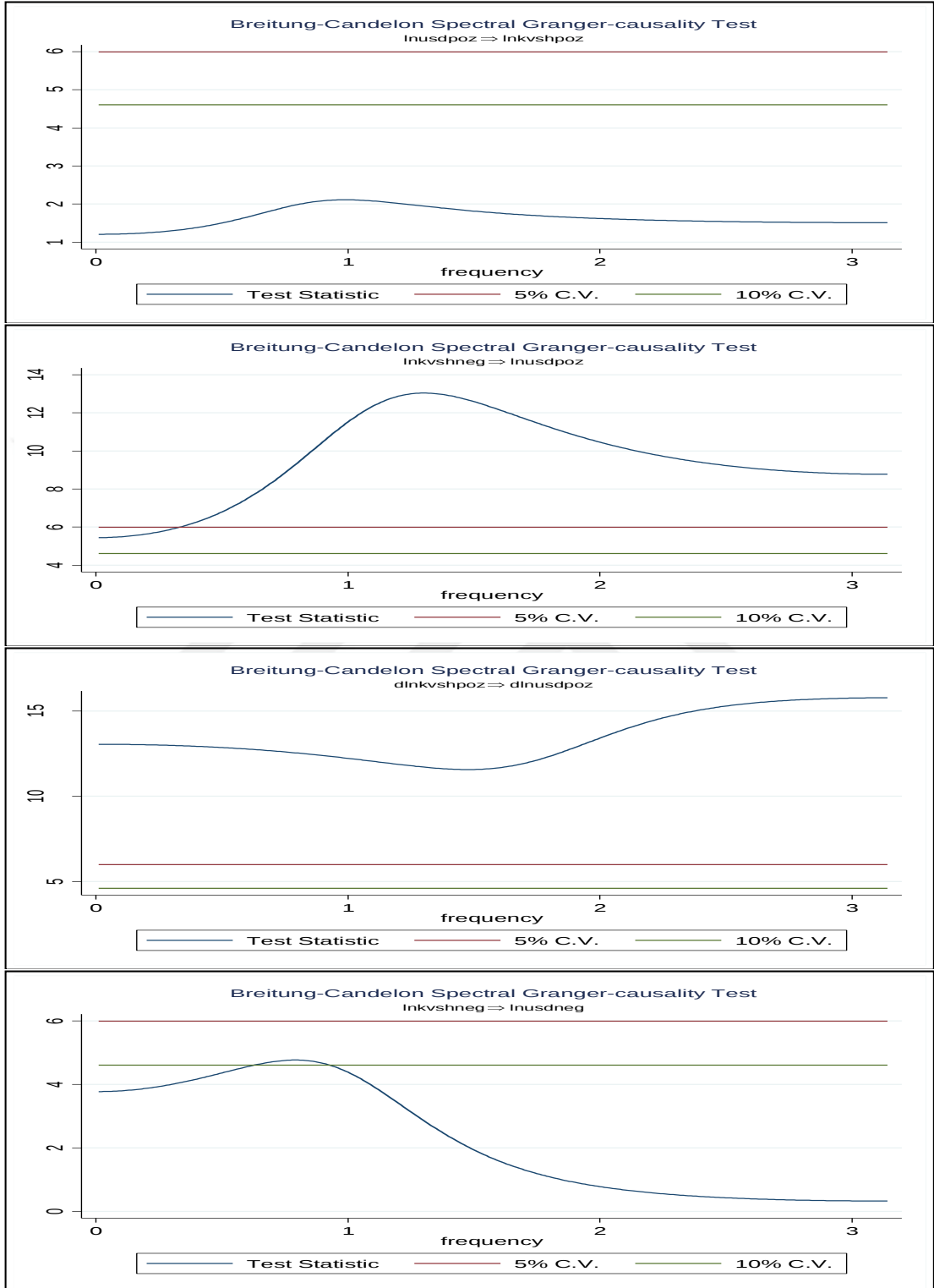
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki frekans alanında asimetrik nedensellik ilişkisi, Breitung ve Candelon asimetrik nedensellik analizinin Granger ve Toda-yamamoto versiyonları aracılığıyla test edilmiştir. Değişkenlerin frekans alanındaki asimetrik nedensellik ilişkilerine dair bulgular Şekil 23’de sunulduğu şekildedir. Nominal döviz kurunun pozitif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin herhangi bir frekansta mevcut olmadığı her iki Breitung ve Candelon asimetrik nedensellik analizi bulgularınca teyit edilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ise nominal döviz kurunun pozitif bileşeni üzerinde kalıcı etkiye sahip olduğu analiz sonuçlarında vurgulanmaktadır. Nominal döviz kurunun negatif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenine doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi, geciktirilmesi artırılmış modelde uzun dönem için tespit edilirken, değişkenlerin birinci farkları üzerinden uygulanan versiyonunda nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Nominal döviz kurunun negatif bileşeninin ise her frekans alanında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninden etkilenmediği Şekil 23’deki bulgular ile işaret edilmektedir. Breitung ve Candelon asimetrik nedensellik analizlerinin bulgularıyla, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninden nominal döviz kurunun pozitif bileşenine doğru tek yönlü nedenselliğin her frekans alanında söz konusu olduğunun altı çizilmektedir. Geciktirilmesi artırılmış modelde, nominal döviz kurunun negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni frekans alanlarında nedensellik ilişkisi saptanamamışken; Granger temelindeki analizde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden nominal döviz kurunun negatif bileşenine doğru uzun ve orta dönemde nedensellik ilişkisinin varlığı çalışmada saptanmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ise kısa dönemde nominal döviz kurunun negatif bileşeninden etkilenmektedir.

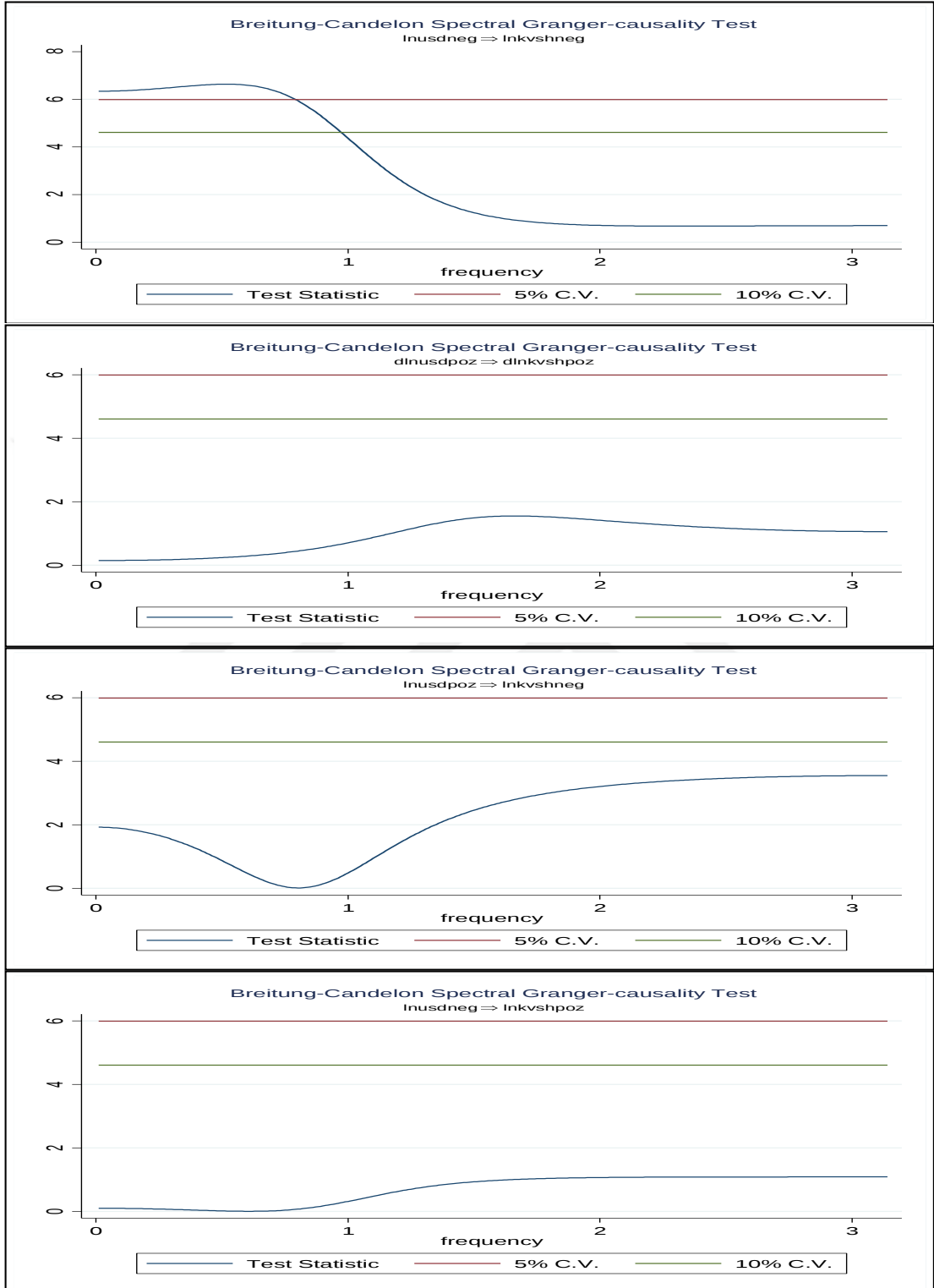
Şekil 23: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru İçin Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları



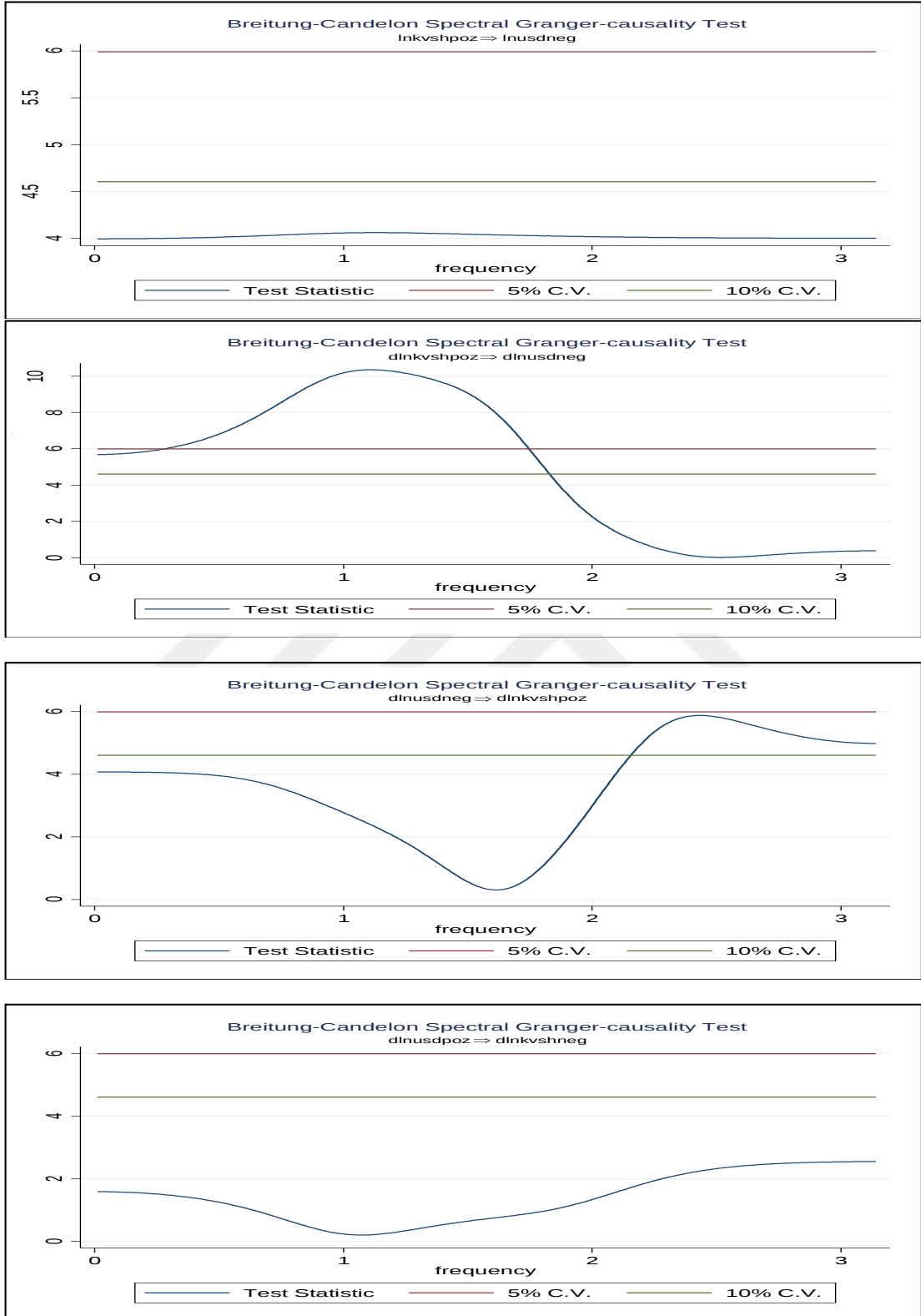
Şekil 23 (devamı)



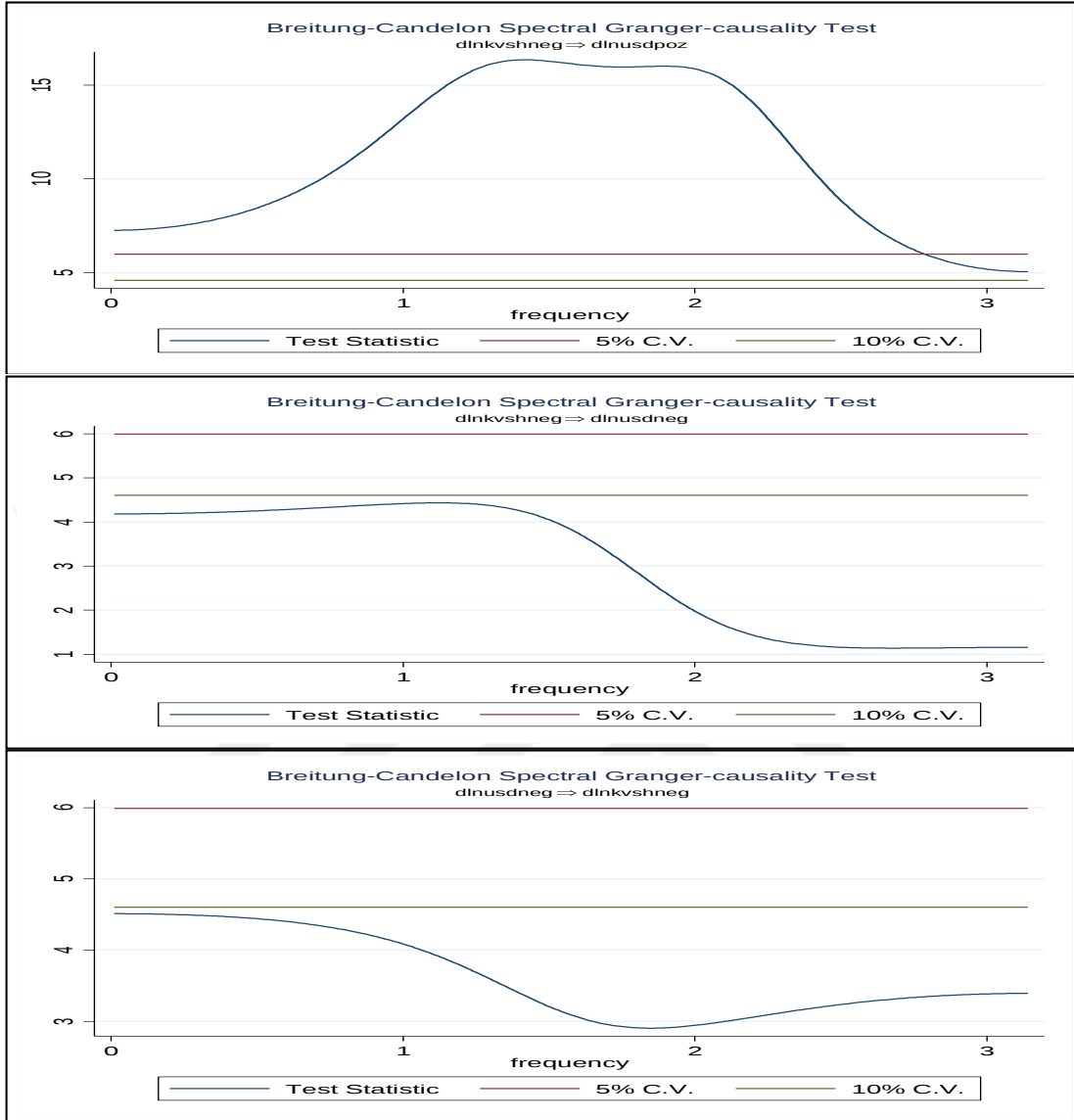
Şekil 23 (devamı)



Şekil 23 (devamı)



Şekil 23 (devamı)



6.5. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasındaki uzun dönemli ilişki ilk olarak Engel ve Granger testi aracılığıyla sınanmıştır ve test sonuçları Tablo 20’de gösterildiği gibidir. Tablo 20’e göre değişkenler arasında uzun dönemli ilişki bulunmamaktadır. Johansen Eş bütünleşme uygulanan ikinci metottur ve teste ait tanımsal test sonuçları EK 23’ de yer almaktadır ve bu test değişkenler arasında eşbütünleşik ilişkinin varlığını doğrulamaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasındaki uzun dönemli ilişki; yumuşak geçişli, yapısı ve formu bilinmeyen yapısal kırılmaları dikkate alan FADL ve Fourier-Shin eş bütünleşme analizleri uygulanarak da tespit edilmeye çalışılmıştır. FADL ve Fourier-Shin eş bütünleşme testlerinin sonuçları sırasıyla

Tablo 20'nin 3. ve 4. sütununda sunulmaktadır. FADL eşbütünleşme test sonuçlarına göre seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Fourier-Shin eş bütünleşme analizinde F-test istatistik değerinin, tablo kritik değerlerden büyük olduğu görülmektedir. Trigonometrik terimlerin anlamlı olduğunu niteleyen bu durumun, sonrasında test istatistik değerinin %5 anlamlılık düzeyinde alternatif hipotezinin kabulüne götürdüğü saptanmıştır. Shin eş bütünleşme test sonuçlarının da Fourier-Shin eş bütünleşme test sonuçlarını destekleyici şekilde olduğu Tablo 20'de görülmektedir. Diğer bir anlatımla, Shin ve Fourier-Shin eş bütünleşme analizleri, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığını işaret etmektedir.

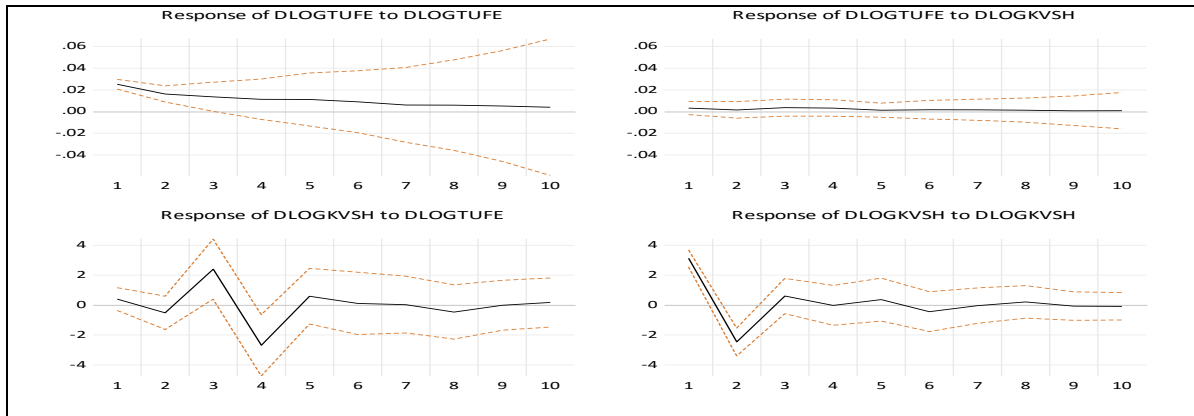
Tablo 20: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE için Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları

Johansen-Eşbütünleşme Analizi Sonuçları			Engle ve Granger Eş Bütünleşme Analizi sonuçları			FADL Eş bütünleşme Analizi Sonuçları			Fourier-Shin Eş bütünleşme Testi sonuçları		
Sabitli		Sabit-Trendli	Test İstatistiği			FADL Test İstatistiği			FSHIN-SHIN Test İstatistiği		
İz - En büyük özdeğer istatistiği		İz - En büyük özdeğer istatistiği	-1.083488			3.04804 [1,1-1]			0.187535 (5)- 0.464146 (6) [1.653094 ,1, 26.60990]		
r=0	24.56595-14.84736 [0.0017-0.0404]	17.06229-15.01400 [0.0288-0.1524]	Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri		
			%1	%5	%5	%1	%5	%10	%1	%5	%10
			4.12	3.29	-4.09	-4.73	-	-3.76	0.198	0.124	0.095
r=1	9.718592 [0.0018]	2.048288 [0.1524]							F-istatistiği Tablo Kritik Değerleri		
									%1	%5	%10
									5.774	4.066	3.352

Uygulanan eş bütünleşme analizleri doğrultusunda kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasında eş bütünleşik ilişkinin olmadığı saptanmıştır. Çalışmanın bir sonraki aşamasında değişkenler arasındaki dinamik etkileşim etki-tepki ve Varyans ayrıştırma analizleri uygulanarak irdelenecektir. Etki-tepki ve Varyans ayrıştırma analizlerinin uygulanması için serilerin durağan halleriyle analizlere tabi tutulmasının yanında VAR modeli için diagnostik testleri, istikrarlı kılan uygun gecikme uzunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Birinci fark değerlerinde durağan hale gelen seriler için kurulan VAR modeliyle bağlantılı uygun gecikme uzunluğunu içeren diagnostik test süreçleri EK 24'da gösterilmektedir. VAR modelinin 3 gecikme uzunluğu ile kurulması halinde otokorelasyon ve değişen varyans sorunun yaşanmayacağı, LM-otokorelasyon ve White-değişen varyans test sonuçları ile doğrulanmaktadır. Ayrıca AR karakteristik polinomunun ters kökleri test sonuçları da 3 gecikme uzunluğunun modeli istikrarlı kıldığına dair bulgular sunmaktadır. Tanısal testler ise Ek 30'da sunulmaktadır. Ancak Cusum ve Cusum-Q analizlerine bakılacak olursa, elde edilen istatistiklerin Cusum-Q testinin güven aralıkları çizgisinin dışına çıktığı görülmüştür. Bu durum sonrasında, modele kukla değişkenler eklenmiştir ve eklenen kukla

değişkenlerin istenilen sonuca yol açtığı görülmüştür. Bu bilgiler ışığında, VAR modeli içerisinde yer alan etki-tepki ve Varyans ayrıştırma analizleri gerçekleştirilmiştir. Etki-tepki analizinin güven aralıkları çalışmada uygulanan diğer modellerde olduğu gibi ± 2 standart hatalar için Monte Carlo simülasyonları vasıtasıyla türetilmiştir. Genelleştirilmiş Etki-tepki metodu çalışmada uygulanmıştır. Etki-tepki fonksiyonların bulguları Şekil 24’de gösterildiği biçimdedir. Etki-tepki fonksiyonları analiz bulgularına, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının hata terimlerinde oluşan 1 standart hatalık şok sonrasında TÜFE tepkisiz kalmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının TÜFE’de meydana gelen şoklara cevabının ise 2. ve 3. dönemde güven aralıkları içerisinde yer aldığı görülmektedir. Bu bağlamda bu sonuç istatistiksel olarak güven aralıkları içinde yorumlanmaya zemin oluşturmaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarının TÜFE’nin hata terimlerinde şoklara tepkisi yorumlanacak olunduğu takdirde, 2. dönemde pozitif 3. dönemde ise negatif alanda olduğu, 4. dönemden itibaren ise tepkinin denge noktasında bulunduğu görülmektedir. VAR modeli çerçevesinde uygulanan Varyans ayrıştırma analizlerinin bulguları ise EK’ 25’de sunulmaktadır. EK 25’de yer alan Panel A’da TÜFE’nin zaman içerisindeki değişiminin ne kadarlık kısmının kendisinden ne kadarlık kısmının ise kısa vadeli sermaye yabancı akımları tarafından açıklandığı görülmektedir. Panel B’de ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının varyansındaki değişimlerin kaynakları sunulmaktadır. Panel A incelendiği takdirde, kısa vadeli yabancı akımlarının ele alınan dönemler içerisinde TÜFE’de yaşanan değişimleri açıklama gücünün bulunmadığı söylenebilmektedir. Panel B’deki bulgular ise, 3. dönemden itibaren kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimlerin açıklanmasında; TÜFE’nin rolünün arttığı, TÜFE’nin açıklama gücünün ise 3. dönemde %28.48 ve dönem sonunda yaklaşık olarak %48.63 yükseldiğini işaret etmektedir.

Şekil 24: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasında kullanılan nedensellik testlerinin bulguları Tablo 21’de sunulmaktadır. EK 24’de yer alan Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik testi için gecikme uzunluğunun tespitinde kullanılan tanısal testler incelendiğinde, 3 gecikme uzunluğu ile kurulan modelde otokorelasyon ve

değişen varyans sorunu tespit edilmemiştir. Bunun yanında, 3 gecikme uzunluğunun modeli istikrarlı kıldığı, AR köklerinin 1'den küçük olması ve birim çemberin içinde olması neticesinde anlaşılmıştır. Serilerin durağan hale geldikleri birinci fark halleriyle kurulan Granger ve düzey değerlerinin kullanıldığı, geciktirilmesi artırılmış VAR modeline dayanan Toda-Yamamoto nedensellik analizlerinin test sonuçları incelendiğinde, TÜFE'nin kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin nedeni olduğu görülmektedir. Toda-Yamamoto modeline dayanan ve kritik değerleri, Bootstrap yöntemiyle elde Hacker & Hatemi-J nedensellik analizinde ise, değişkenler arasında kurulan nedensellik modellerinin sıfır hipotezlerinin kabul edilmesi gerektiğini Tablo 21'deki sonuçlar doğrulamaktadır. Diğer bir ifadeyle Hacker& Hatemi-J nedensellik testinde, değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analiz bulgularının da Hacker & Hatemi-J nedensellik testi sonuçlarını doğrulayıcı yönde olduğu Tablo 21 ışığında ileri sürülmektedir.

Tablo 21: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE ARASINDAKİ Rezervleri Arasındaki Nedensellik Analizlerinin Bulguları

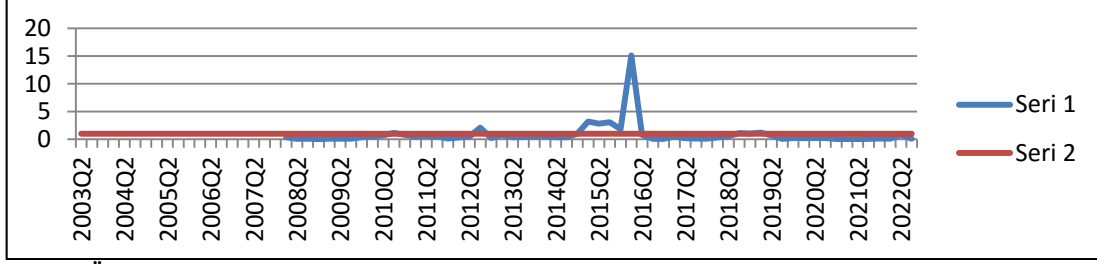
	Granger			Toda-Yamamoto			Hacker&Hatemi-J				
Yön	Chi-sq	df	Olasılık	Chi-sq	(k+d)max	Olasılık	Test İstatistiği	Gecikme uzunluğu	Uygun Gecikme uzunluğu		
									1%	5%	10%
KVSH# >TÜFE	1.026411	3	0.7949	0.330338	4	0.9542	1.370	2	11.357	6.438	4.740
TÜFE #> KVSH	11.95291**	3	0.0075	12.29417**	4	0.0064	4.815	2	10.766	6.575	4.918
	Fourier Granger Nedensellik Analizi					Fourier Toda-Yamamoto					
Yön	Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri		Bootstrap Olasılık Değeri		Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri		Bootstrap Olasılık Değeri		
KVSH# >TÜFE	1.2548199 [1,1]	0.26263390		0.26000000		0.50043404 [1,1]	0.47930947		0.46440000		
TÜFE#> KVSH	0.32500274	0.56861658		0.54150000		0.33041249	0.56541630		0.51300000		

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *,**,*** sırasıyla %10,%5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve - sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişmelerine ayrıştırılmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

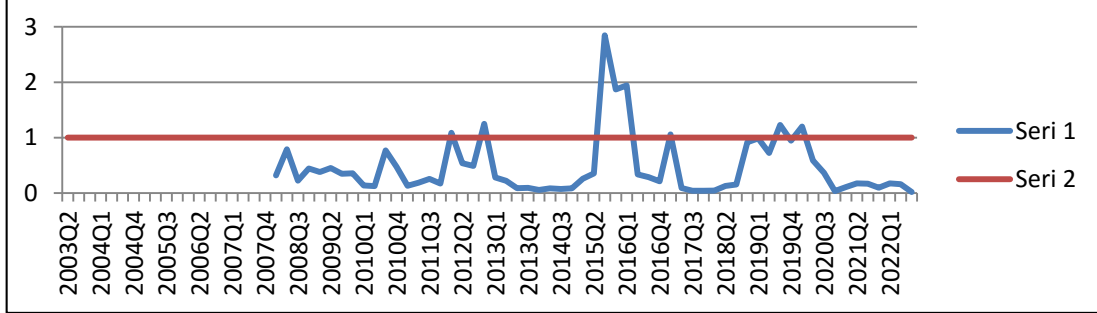
TÜFE ile Kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki alt dönemlerdeki nedensellik ilişkisine dair bulgular, Zamanla Değişen nedensellik analizi vasıtasıyla elde edilmiştir. Değişkenlerin nedensellik ilişkisinin tespitinde kullanılan sonuçlar Şekil 25'de gösterildiği gibidir. Şekil 25'deki bulgular ışığında, TÜFE'nin kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin nedeni olmadığını ifade sıfır hipotez, 2012:Q3-2012:Q4 ve 2014:Q4-2016:Q2 alt dönemlerinde reddedilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin ise TÜFE üzerinde 2012:Q1, 2012:Q4, 2015:Q3-2016:Q2 ve 2019:Q3-2020:Q2 dönemlerinde etkisinin olduğu Şekil 25'de görülmektedir.

Şekil 25: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları

TÜFE $\Rightarrow$ KVSH



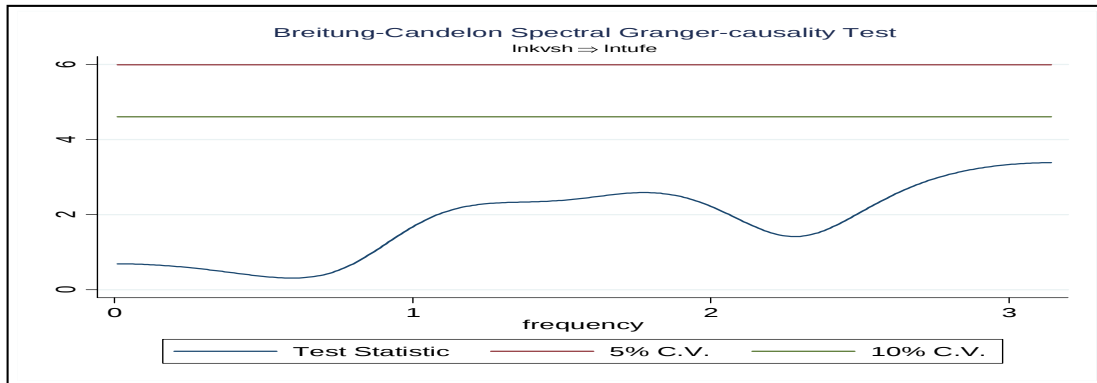
KVSH $\Rightarrow$ TÜFE



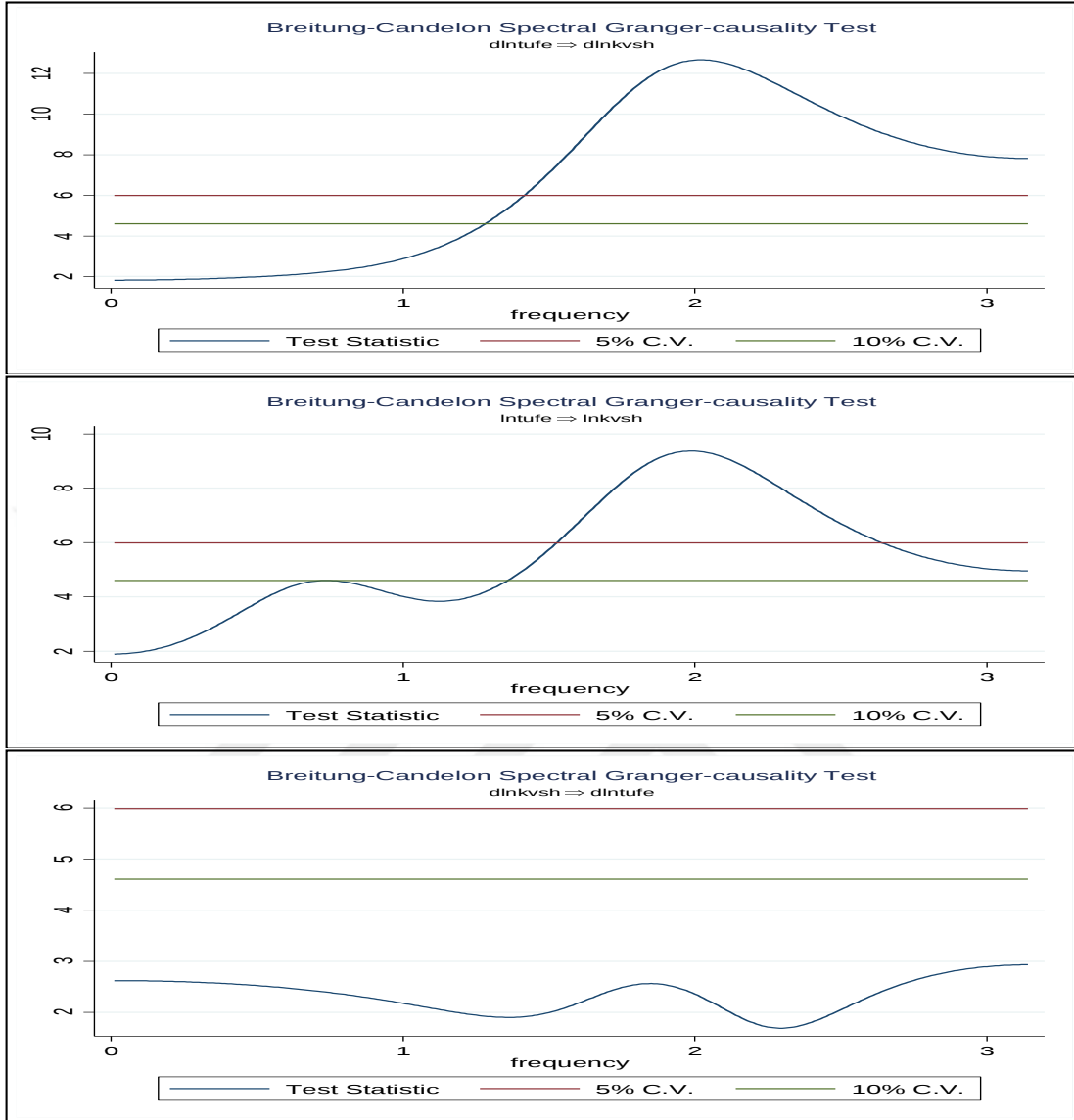
Not: Seri 1: Normalleştirilmiş Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisinin farklı dönemler üzerinden sonuçları, Breitung ve Candelon nedensellik analizi ile araştırılmıştır. Test sonuçları Şekil 26’da sunulmaktadır. Hem Granger hem de Toda-Yamamoto modeline dayanan versiyonların kullanıldığı Breitung ve Candelon nedensellik testinin sonuçları incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinden TÜFE’ye doğru hareket eden nedensellik ilişkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. TÜFE’deki değişimlerin, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin kısa ve orta dönemde nedeni olduğu ise Breitung ve Candelon nedensellik test sonuçları ile doğrulanmaktadır.

Şekil 26: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları



Şekil 26 (devamı)



6.5.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları

Çalışmanın bu kısmında, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasındaki asimetrik ilişki irdelenecektir. Bu kapsamda, ilk olarak serilerin farklı şoklar üzerinde eş bütünleşik olup olmadıkları tespit edilecektir. Granger ve Yoon, Hatemi-J ve Irandoust ile FADL saklı eş bütünleşme analizleri, değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine uygulanmış olup neticede serilerin farklı şoklara birlikte cevap vermediklerine dair bulgular elde edilmiştir. Uygulanan saklı eş bütünleşme analizlerinin sonuçları Tablo 22’de sunulduğu biçimdedir. İki aşamalı Engle ve Granger eş bütünleşme modeli temel alınarak geliştirilen Granger ve Yoon saklı eş bütünleşme analiz sonuçları incelendiğinde, seriler arasında saklı eş bütünleşme ilişkisinin yok sayıldığı boş

hipotezinin her bir model için reddedilemeyeceği görülmektedir. Çünkü test istatistik değerlerinin mutlak değer halleri, tablo kritik değerlerinin mutlak değer hallerinden küçüktür. Ele alınan ikinci saklı eş bütünleşme testi, Johansen eş bütünleşme testinin saklı eş bütünleşme versiyonu olarak kabul edilen Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testidir. Temel alınarak geliştirilen eş bütünleşme testi, VAR modeline dayalı bir metot olduğundan dolayı serilerin pozitif ve negatif bileşenlerini içeren her bir model için uygun gecikme uzunluğu tespit edilmiştir. Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testleri için uygun gecikme uzunluğunun tespitinde, göz önünde bulundurulacak diagnostik testlerin bulguları EK 26’da sunulduğu biçimdedir. Ön kabulleri sağlayan gecikme uzunluğu ile kurulan analizin bulguları incelendiği takdirde, Granger ve Yoon saklı eş bütünleşme testinin bulgularını destekleyen durum söz konusudur. TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki saklı eş bütünleşme ilişkisi, son olarak FADL saklı eş bütünleşme testi vasıtasıyla araştırılmıştır. Saklı eş bütünleşme ilişkisini irdeleyen her bir modelde bulunan frekans uzunluğuna tekabül eden tablo kritik değerlerle FADL saklı eş bütünleşme testinin değerleri karşılaştırıldığında seriler arasında saklı eş bütünleşik ilişkinin bulunmadığı görülmektedir.

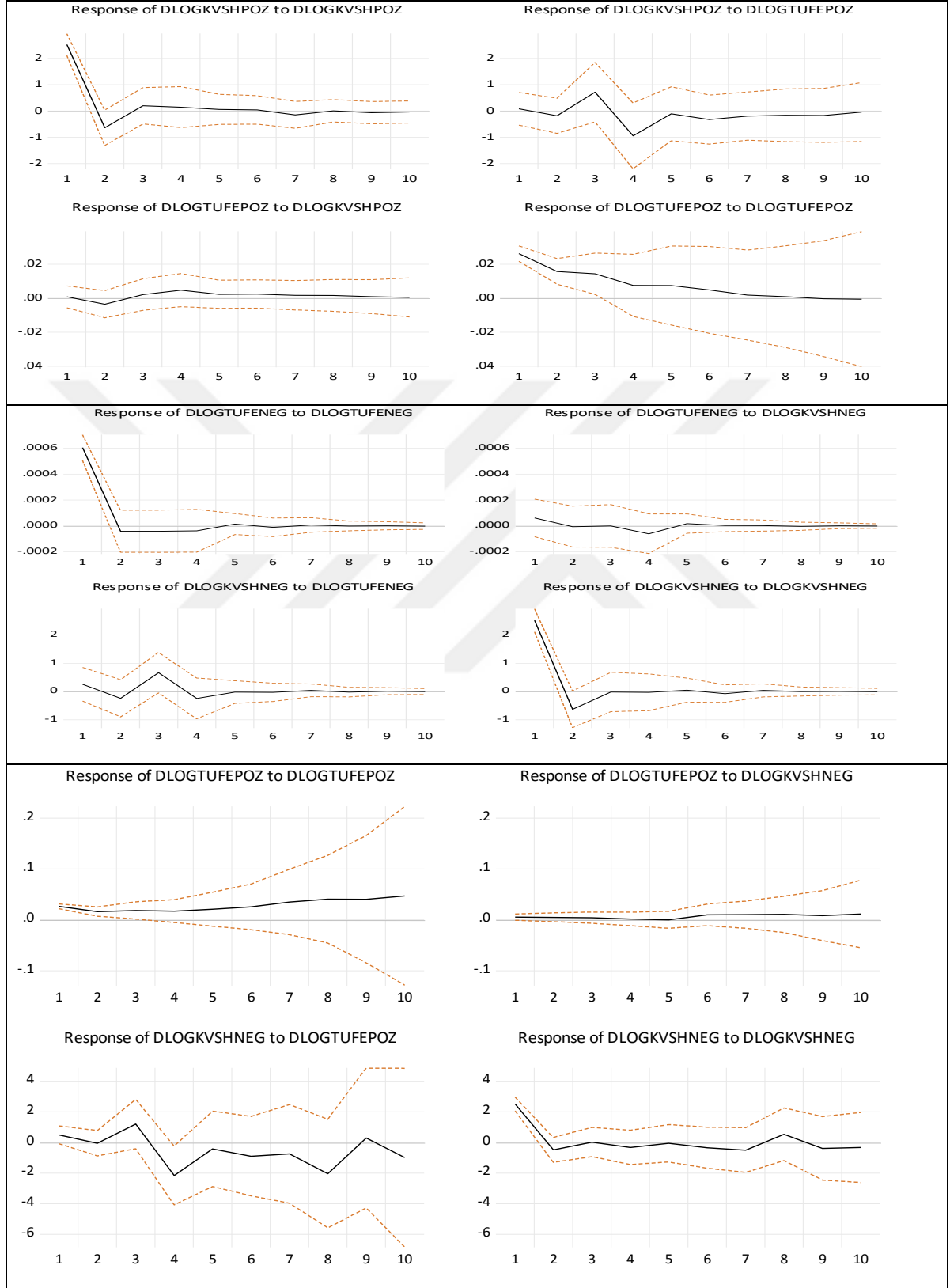
Tablo 22: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları

Model	Granger-Yoon		Hatemi-J-Irandoust			FADL			
	Sabit	Sabit-trendli	Sabit		Sabit-trendli	Test İstatistiği	Frekans	Kvsh’nin gecikmesi	Rezerve’in Gecikmesi
TÜFEpoz-Kvshpoz	-0.233645	0.042089	r=0	10.71654-8.454956 [0.2295-0.3343]	20.99561-12.57823 [0.1797-0.3632]	0.380161	1	1	1
						Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	2.261585 [0.1326]	8.417381 [0.2195]		-4.73	-4.09	-3.76
TÜFEneg-Kvshneg	-1.144879	-1.040305	r=0	2.721763-2.393172 [0.9780-0.9787]	8.924610-6.546705 [0.9625-0.9289]	-3.734821	1	1	1
						Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	0.328591 [0.5665]	2.377905 [0.9408]		-4.73	-4.09	-3.76
TÜFEpoz-Kvshneg	-0.388533	-0.181390	r=0	14.65538-12.18428 [0.0666-0.1039]	20.24073-12.45667 [0.2140-0.3738]	0.412069	1	1	1
						Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	2.471095 [0.1160]	7.7844067 [0.2698]		-4.73	-4.09	-3.76
TÜFEneg-Kvshpoz	-1.213563	-1.093091	r=0	3.344405-2.692807 [0.9491-0.9651]	10.05411-7.361390 [0.9227-0.8746]	-3.877590	1	1	1
						Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
			r=1	0.651597 [0.4195]	2.692716 [0.9109]		-4.73	-4.09	-3.76

Saklı eş bütünleşme analizlerinin, kısa vadeli yabancı akımları ile TÜFE arasında asimetric eş bütünleşik ilişkinin bulunmadığına yönelik bulgular ortaya konmasının ardından TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasında asimetric dinamik etkileşim Hatemi-J (2014) tarafından geliştirilen asimetric etki-tepki fonksiyonları analizi uygulanarak araştırılmıştır. Durağanlık

koşulunu sağladıkları birinci fark hallerindeki değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerini içeren her bir asimetrik VAR modeline ait uygun gecikme uzunluğuyla bağlantılı diagnostik testler EK 27’de yer almaktadır. EK 33’deki diagnostik test sonuçları incelendiğinde, TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasında asimetrik dinamik ilişkiyi irdeleyen 4 model için tespit edilen gecikme uzunluklarının modelleri istikrarlı kıldığı görülmektedir. Cusum ve Cusum-S testlerinde ise model içerisinde yapısal kırılmalar içeren modellere kukla değişken eklendiğinde, testlerin değerlerinin güven aralıklarını arasında yer aldığı görülmektedir. Bu doğrultuda, asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının güven aralıklarında Monte-Carlo tekniğinin kullanıldığı ve asimetrik etki-tepki fonksiyon çıktılarının da Genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonlarıyla elde edilen test bulguları Şekil 27’de sunulduğu biçimdedir. Şekil 27’de yer alan birinci şekilde değişkenlerin pozitif bileşenlerinin asimetrik etki-tepki fonksiyonları analiz sonuçları bulunmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenin hata teriminde meydana gelen 1 standart hatalık şok sonrasında TÜFE’nin pozitif bileşeninin tepkisiz kaldığı çalışmanın bulgularında görülmektedir. TÜFE’nin pozitif bileşeninde meydana gelen şoka ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni 2 dönem gecikmeden sonra 3. dönemde pozitif ve 4. dönemde ise negatif biçimde tepki vermektedir. Değişkenlerin negatif bileşenlerine ait asimetrik etki-tepki fonksiyonlarının sonuçları incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki şokların TÜFE üzerinde bir etkiye yol açmadığı belirtilebilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeni ise sadece 3. dönemde TÜFE’nin negatif bileşeninde meydana gelen şoklara istatistiksel olarak güvenilir biçimde pozitif alanda tepki vermektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif ve TÜFE’nin pozitif bileşeni için kurulan modelin analiz sonuçları, diğer üç modelde olduğu gibi TÜFE’nin pozitif bileşeninin yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki dalgalanmalardan etkilenmediği görülmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeni ile TÜFE’nin pozitif bileşeni, hata terimdeki 1 birimlik şoklara karşı ilk dönemde tepki göstermezken; 2. dönemde pozitif ve takip eden dönemlerde güçlü formda negatif biçimde tepki vermektedir ancak tepkiler güven aralıkları içerisinde yer almamaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve TÜFE’nin negatif bileşenini içeren modelin sonuçlarına bakılırsa, hata terimlerinde gerçekleşen 1 standart hatalık şoklara karşı değişkenler birbirlerine sınırlı dönemlerde istatistiksel olarak güvenilebilir olmayan tepki vermektedirler.

Şekil 27: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Şekil 27 (devamı)



Çalışmada, TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki diğer bir asimetrik dinamik etkileşim, Varyans ayrıştırma analizi uygulanarak irdelenmiştir ve 4 model üzerinden gerçekleşen analizin bulguları EK 28’de yer alan tablolarda bulunmaktadır. EK 2 8’de yer alan Panel A’da değişkenlerin pozitif bileşenlerinin varyansındaki değişimlerin ne kadarlık kısmının kendisi ne kadarlık kısmının da diğer değişken tarafından açıklanabildiği görülmektedir. Panel A’da kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin varyans ayrıştırma analizi sonuçları gösterilmiştir. Panel A incelendiğinde, birinci dönemde serideki değişimlerin hepsi kendisi tarafından açıklanabilirken; dönemin sonunda bu oran %80,76’a kadar düşmektedir. TÜFE’nin pozitif bileşenindeki değişimler ise birinci dönemde yaklaşık olarak %99.9 kendisi tarafından açıklanırken; bu oran, dönem sonunda yaklaşık olarak %95.6’ya gerilemektedir. Ek 34’de yer alan Panel B’de serilerin negatif bileşenlerinin varyans ayrıştırma sonuçları yer almaktadır. TÜFE’nin negatif bileşenindeki değişimlerin, büyük oranda dönem boyunca kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenden açıklanamadığı Kısa vadeli yabancı akımlarının negatif bileşenlerindeki değişimlerin de incelenen dönem boyunca %91 üzerinde kendisi tarafından açıklandığı çalışmada işaret edilmektedir. Panel C, TÜFE’nin pozitif ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenine ait varyans ayrıştırma sonuçlarını göstermektedir. Bu analizde de kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının TÜFE’deki değişimleri açıklamada yetersiz kaldığı ancak TÜFE’nin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimleri açıklamada önemli rol oynadığı tespit edilmiştir. Varyans ayrıştırma analizi son olarak TÜFE’nin negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri için gerçekleştirilmiştir ve elde edilen sonuçlar, değişkenlerdeki değişimlerde ele alınan diğer değişkenin açıklama gücünün oldukça kısıtlı olduğu yönündedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisine dair gerçekleşen analizlerin sonuçları Tablo 23’de sunulmaktadır. Tablo 23’ün 2. sütununda yer alan Hacker &

Hatemi-J asimetrik sonuçlarına bakıldığında, sadece kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden TÜFE'nin negatif bileşenine doğru %10 anlamlılık düzeyinde tek yönlü asimetrik ilişkinin var olduğu görülmektedir. Fourier Granger nedensellik analizi ise değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri arasında asimetrik bir nedensellik ilişkisini doğrulayacak sonuçlar sunmamaktadır. Fourier Toda-Yamamoto nedensellik analizinde ise TÜFE'nin pozitif bileşenlerinin nedeni olarak kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin pozitif bileşeni görülmüştür, değişkenler arasında başka bir asimetrik nedensellik ilişkisinin olmadığı ifade edilmektedir.

Tablo 23: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Reel Efektif Döviz Kuru İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları

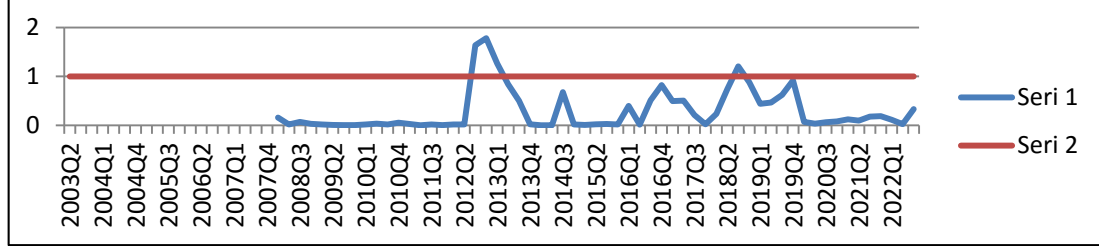
Model	Hacker & Hatemi (2006)				Fourier Granger Nedensellik Analizi		Fourier Toda-Yamamoto	
	Test İstatistiği	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Bootstrap Olasılık Değeri
		1%	5%	10%				
$KVSH^+ \neq > TÜFE^+$	1.694	7.497	4.287	2.937	2.0211410 [1,1]	0.14540000	6.3419413** [1,1]	0.014800000
$KVSH^- \neq > TÜFE^-$	0.049	9.861	4.592	2.802	0.066953614	0.78820000	0.10704585	0.73110000
$KVSH^+ \neq > TÜFE^-$	3.246*	7.613	4.265	2.990	1.0229453	0.25810000	2.5238241	0.11420000
$KVSH^- \neq > TÜFE^+$	1.344	7.090	4.059	2.830	0.12219891	0.72480000	0.58440702	0.43270000
$TÜFE^+ \neq > KVSH^+$	0.100	8.926	4.946	3.341	0.21533459	0.59880000	0.0054293571	0.94340000
$TÜFE^- \neq > KVSH^-$	0.217	9.397	4.270	2.809	0.41577623	0.51300000	0.080395809	0.76590000
$TÜFE^+ \neq > KVSH^-$	1.506	13.883	5.094	2.713	0.16082296	0.65040000	1.9157069	0.15930000
$TÜFE^- \neq > KVSH^+$	0.033	11.546	4.559	2.714	0.12638549	0.68710000	0.34828791	0.55720000

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve - sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişimlerine ayrıştırmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

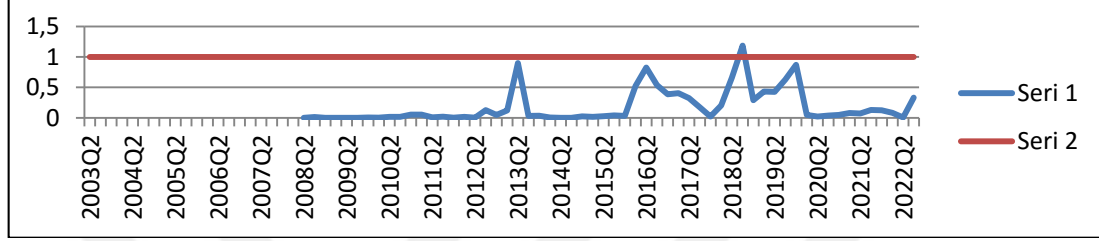
TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik analizi sonuçları Şekil 28'de sunulmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninden TÜFE'nin pozitif bileşenine doğru hareket eden asimetrik nedensellik ilişkisinin 2012:Q2-2013:Q1 ve 2018:Q2-2018:Q3 var olduğunu Şekil 28'deki sonuçlar işaret etmektedir. TÜFE'nin negatif bileşeninin ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenini sadece 2018:Q3 alt dönemde etkilediği çalışmada elde edilen sonuçlar arasında yer almaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri 2010:Q2-2011:Q3 ve 2019:Q3 alt dönemlerinde TÜFE'nin pozitif bileşenini etkilediği ve negatif bileşenini ise TÜFE'nin negatif bileşeninin özellikle 2018:Q3- 2020:Q4 alt dönemlerindeki değişiminin nedeni olduğu test sonuçları ile ifade edilmektedir.

Şekil 28: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları

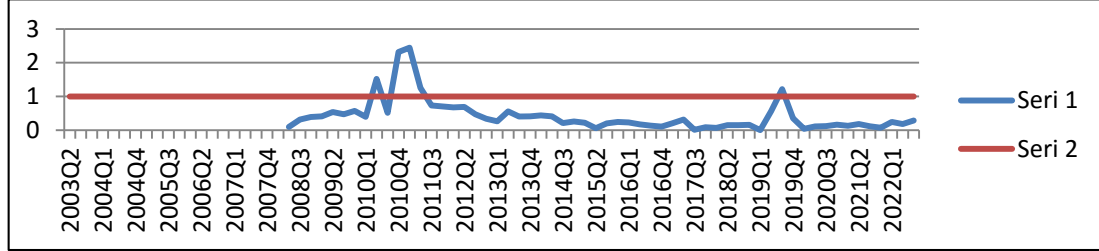
$TÜFE^+ \Rightarrow KVSH^+$



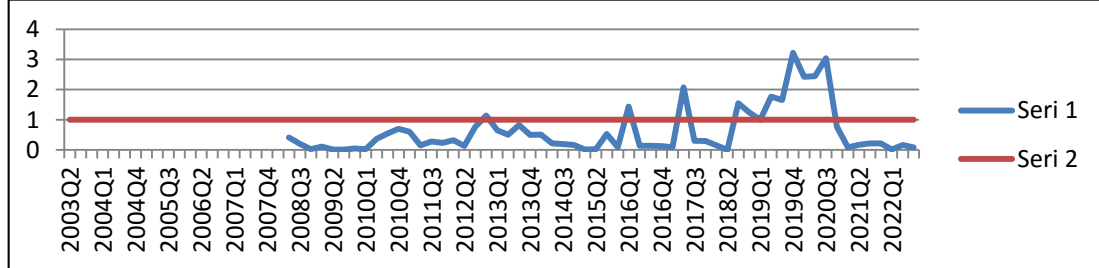
$TÜFE^- \Rightarrow KVSH^-$



$KVSH^+ \Rightarrow TÜFE^+$



$KVSH^- \Rightarrow TÜFE^-$

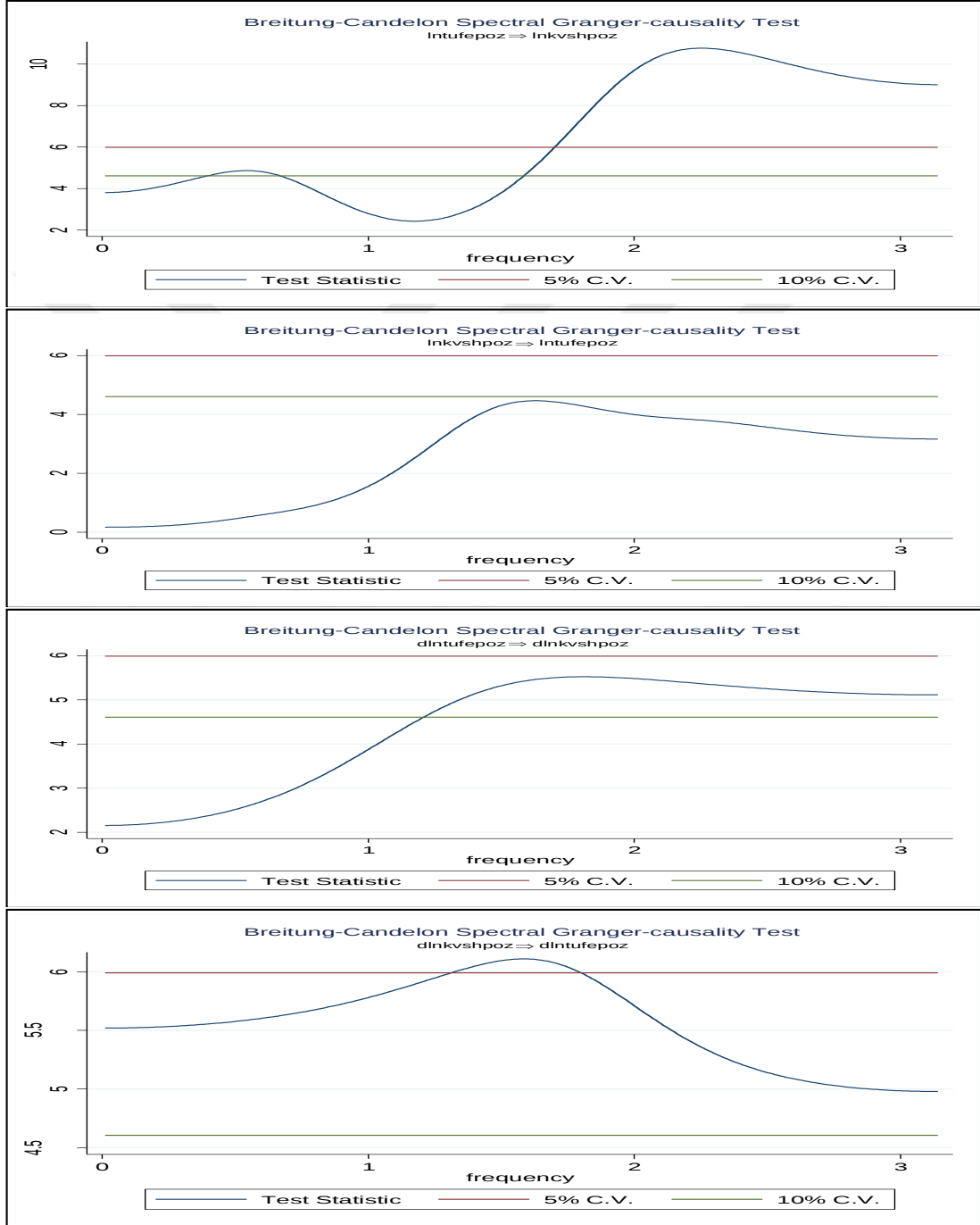


Not: Seri 1: Normalleştirilmiş Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

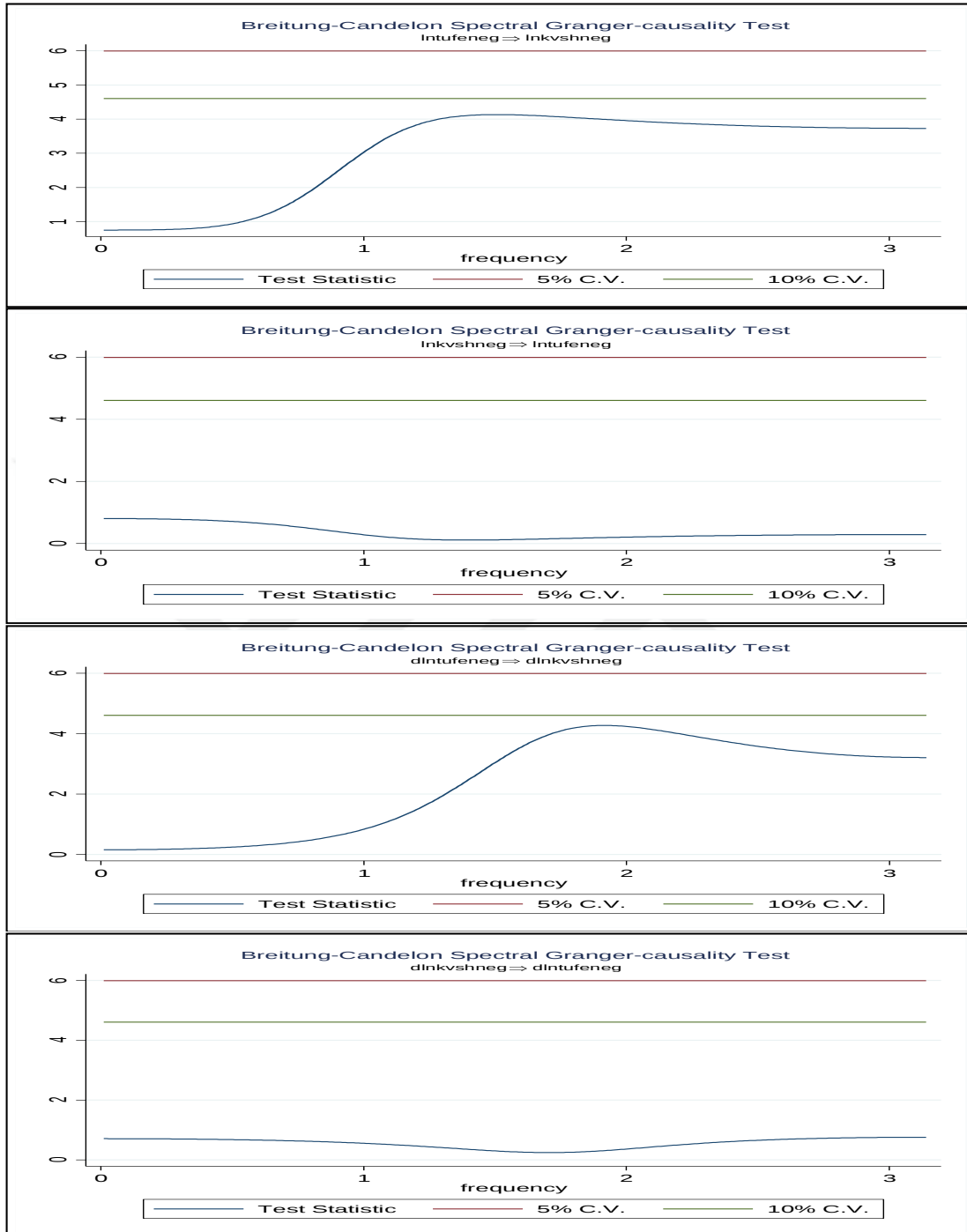
Ele alınan tüm örneklem boyutu içerisinde TÜFE ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasında farklı frekanslar özelinde nedensellik ilişkisine dair bulgular, Breitung ve Candelon nedensellik testleri uygulanarak araştırılmıştır. Analizinin serilerin birinci fark değerleri üzerinden kurulan Granger temelindeki versiyonu ile geciktirilmesi artırılmış versiyonunun bulguları Şekil 29’da gösterildiği biçimdedir. Seriler pozitif bileşenleri arasındaki frekans alanında asimetrik nedensellik ilişkilerine dair sonuçlar dikkate alındığında, TÜFE’nin pozitif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenine doğru orta ve kısa dönemli bir asimetrik nedensellik ilişkinin var olduğu belirtebilir. Serilerin negatif bileşenleri arasında ise asimetrik nedensellik ilişkisinin var olduğunu doğrulayan bulgular elde edilememiştir. TÜFE’nin pozitif bileşeninin kısa ve orta dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerindeki değişiminin nedeni olduğu, analizin geciktirilmesi artırılmış versiyonunun sonuçlarında yer almaktadır. Son olarak TÜFE’nin negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye

akımlarının pozitif bileşeni arasındaki frekans alanındaki nedensellik sonuçları incelendiğinde değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığı görülmektedir.

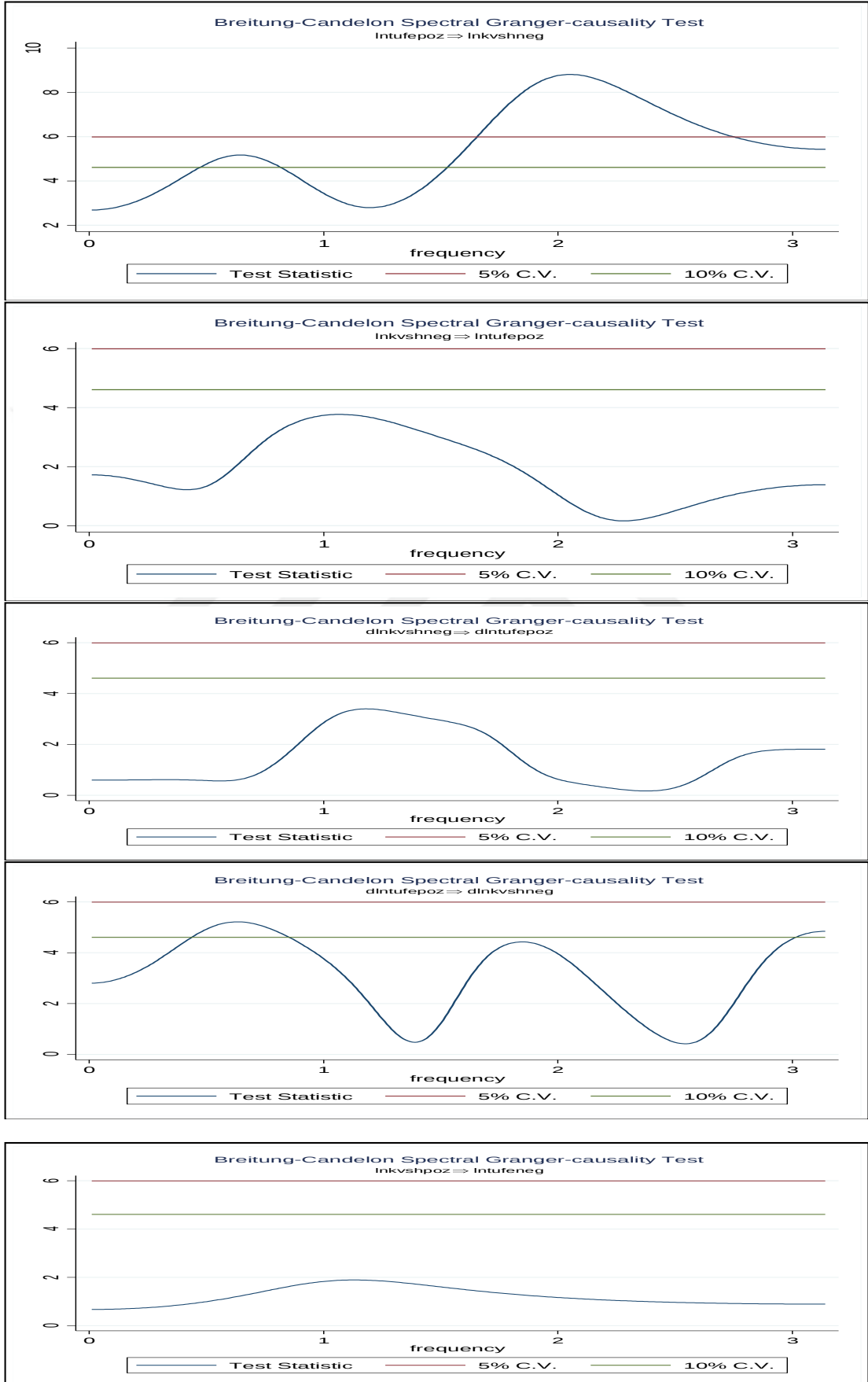
Şekil 29: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Asimetrik Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları



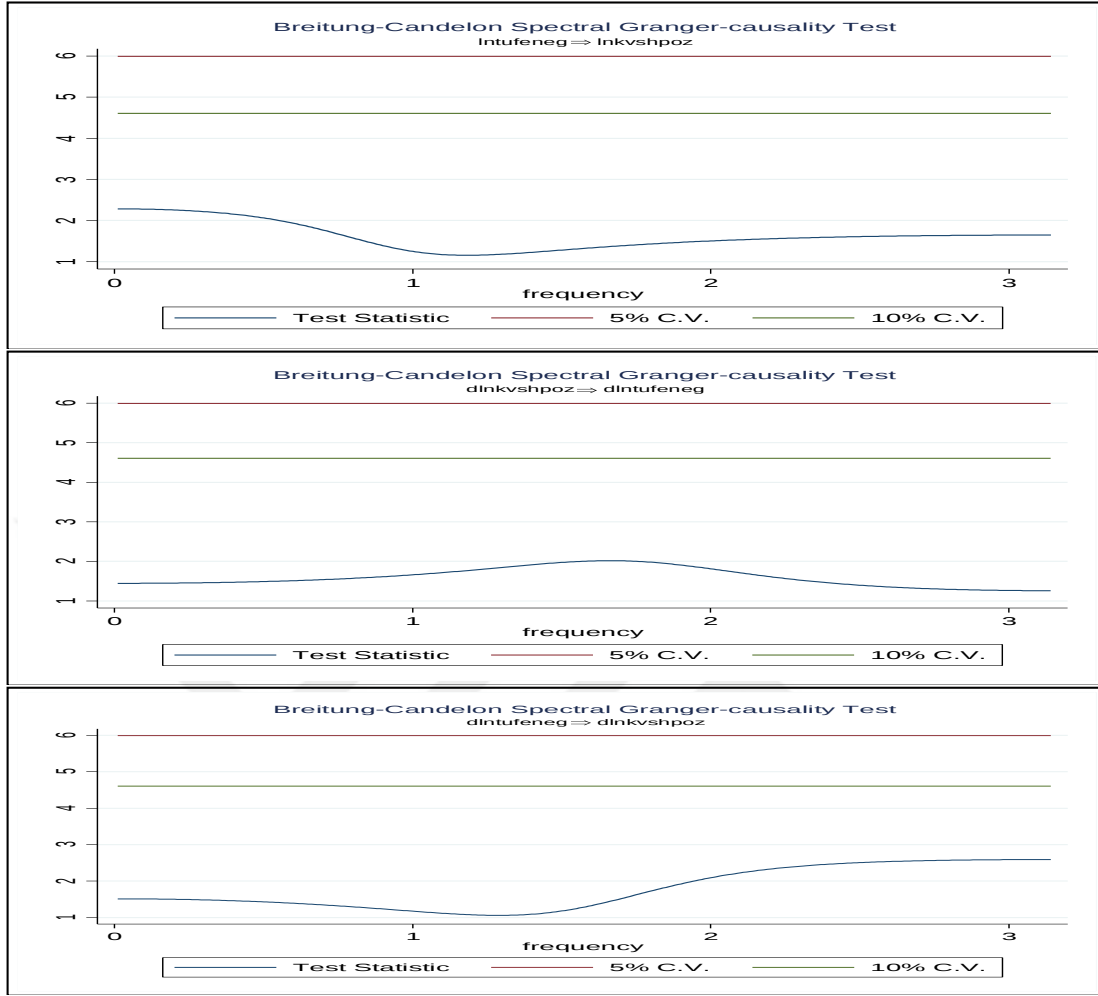
Şekil 29 (devamı)



Şekil 29 (devamı)



Şekil 29 (devamı)



6.6. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki İlişkinin Analiz Bulguları

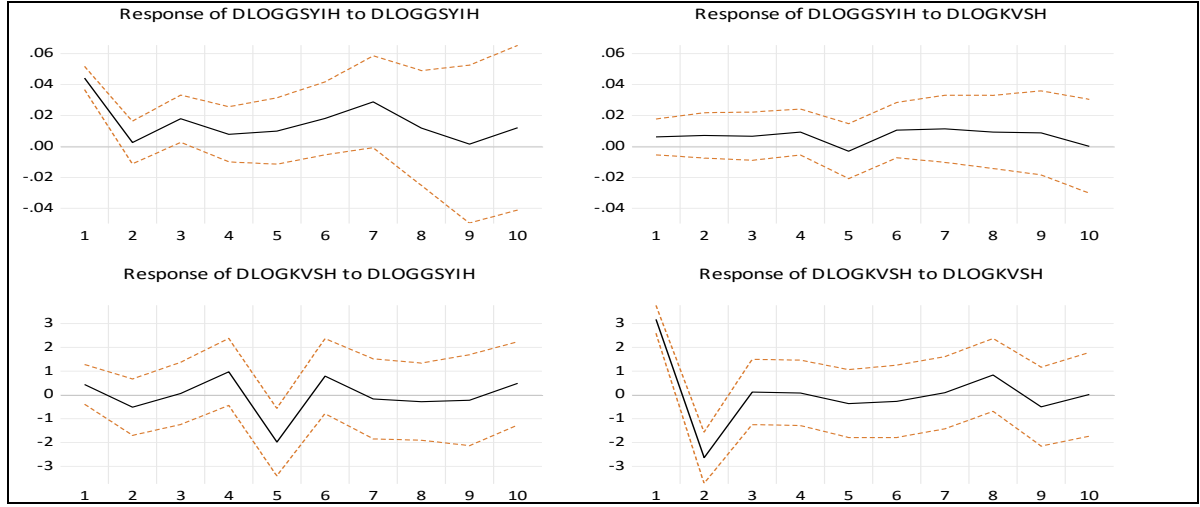
Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH arasındaki eş bütünleşme analizi bulguları Tablo 24'de sunulmaktadır. Engle ve Granger eş bütünleşme analizi değişkenlerin uzun dönemde birlikte hareket etmediklerini işaret etmektedir. EK 29'da yer alan tanımsal testler doğrultusunda kurulan Johansen Eş bütünleşme analizlerinin bulguları birbirlerini destekleyici biçimde olmadığı Tablo 24'de görülmektedir. FADL eş bütünleşme testinin bulguları Tablo 24'ün 3. sütununda yer almaktadır. FADL test istatistiğinin değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi yoktur biçiminde ifade edilen boş hipotezin reddilemediği araştırmada tespit edilmiştir. Fourier-Shin eş bütünleşme testinin yorumlanabilir olduğu, F-test istatistiğinin trigonometrik terimlerini anlamlı kılacak boyutta olduğu yönündeki tespit akabinde görülmüştür. Fourier-Shin eş bütünleşme test istatistik değerinin, %5 anlamlılık düzeyi için tablo kritik değerinden büyük olduğu Tablo 24'ün 4. sütununda görülmektedir. Bu durum, değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olduğunu ifade boş hipotezin reddi anlamına gelmektedir. Shin eş bütünleşme testi de kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile GSYH arasında eş bütünleşik ilişkinin olmadığını işaret etmektedir.

Tablo 24: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Eş Bütünleşme Testlerinin Sonuçları

Johansen-Eşbütünleşme Analizi Sonuçları			Engle ve Granger Eş Bütünleşme Analizi sonuçları			FADL Eş bütünleşme Analizi Sonuçları			Fourier-Shin Eş bütünleşme Testi sonuçları		
Sabitli		Sabit-Trendli	Test İstatistiği			FADL Test İstatistiği			FSHIN-SHIN Test İstatistiği		
İz - En büyük özdeğer istatistiği		İz - En büyük özdeğer istatistiği	Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri			Tablo Kritik Değerleri		
r=0	18.47479-14.52279 [0.0172-0.0455]	25.04767-16.83640 [0.0630-0.1130]	%1	%5	%5	%1	%5	%10	%1	%5	%10
			4.12	3.29	-4.09	-4.73	-4.09	-3.76	0.095	0.124	0.198
r=1	3.951997 [0.0468]	8.211263 [0.2349]							F-istatistiği Tablo Kritik Değerleri		
									%1	%5	%10
									5.774	4.066	3.352

Uzun dönemde GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının özdeş şoklara birlikte cevap vermedikleri eş bütünleşme analizleri sonucunda karara bağlandıktan sonra değişkenler arasındaki dinamik etkileşim, etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri uygulanarak araştırılmıştır. Analizlerin uygulanması öncesinde VAR modeline ait uygun gecikme uzunluğunun tespiti için dikkate alınan diagnostik testlerin sonuçları EK 30'da sunulmaktadır. 8 gecikme uzunluğu ile kurulan modelin istikrarlı olduğu LM-otokorelasyon, White-değişen varyans ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri test sonuçları ile doğrulanmaktadır. Modelde yapısal kırılmanın var olduğu CUSUM ve CUSUM-Q testlerinin işaret etmesinden dolayı modele kukla değişkenler eklenmiştir ve eklenen kukla değişkenlerin kırılmaları içselleştirdiği görülmüştür. Bu doğrultuda, etki-tepki fonksiyonu analizi, çalışmanın önceki kısımlarında kurulan versiyonlarında hesaba katılan unsurlar dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir ve analizinin bulguları Şekil 30'da sunulmaktadır. Şekil 30 incelendiğinde, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının hata teriminde meydana gelen şok sonrasında ele alınan dönem boyunca neredeyse GSYH zayıf formu pozitif tepki vermektedir ancak güven aralıkları istatistiksel olarak anlamlı görünüm içermemektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ise 4. ve 6. dönemde GSYH'da meydana gelen şoklara pozitif, 5. dönemde ise negatif alanda tepki vermektedir. GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki dinamik etkileşim, Varyans ayrıştırma analizi de uygulanarak araştırılmıştır ve analizinin bulguları EK 31'de yer almaktadır. EK 31'de yer alan Panel A'da GSYH'daki değişimin oransal olarak kendisinden mi yoksa kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından mı kaynaklandığına dair sonuçlar yer almaktadır. Panel A'daki sonuçlar, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının GSYH'daki değişimini açıklama oranı, birinci dönemde sıfırken; dönemin sonunda %9.5'a yükseldiğini belirtmektedir. Panel B'deki bulgulara göre ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimler, ilk iki dönem için %98.08 ve %97.29 kendisi tarafından açıklanırken; 6. dönemden itibaren GSYH kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimi yaklaşık olarak %26 olarak açıklayabilmektedir.

Şekil 30: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi Sonuçları



Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile GSYH arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılmasında yararlanılan Granger, Toda-Yamamoto, Hacker & Hatemi-J, Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizlerinin sonuçları Tablo 25’deki gibidir. EK 36’da yer alan tanısal testlerde belirlenen uygun gecikme uzunluğu ile serilerin durağanlık koşulunu sağlayan birinci fark halleriyle kurulan Granger nedensellik testleri neticesinde nedenselliğin var olduğunu sınavan alternatif hipotezlerin reddedilmesi gerektiği, Tablo 25 ışığında ifade edilmektedir. Geciktirilmesi artırılmış VAR modeline dayanan Toda-Yamamoto nedensellik analizi ise GSYH’dan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru nedensellik ilişkisinin %5 anlamlılık düzeyinde var olduğuna dair kanıtlar sunmaktadır. Küçük örneklemelerde bile güvenilir sonuçlar sunan, kalıntıların normal dağılmama ve ARCH etkisinin test sonuçlarını etkilemediği “Hacker & Hatemi-J Bootstrap nedensellik testi” ise değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığını ifade eden sonuçlar ortaya koymuştur. Yumuşak geçişli yapısal kırılmaları dikkate alan Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizleri, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile GSYH arasında nedensellik ilişkisinin bulunmadığına dair sonuçlar ortaya koymaktadır.

Tablo 25: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYİH Kuru için Nedensellik Analizi Sonuçları

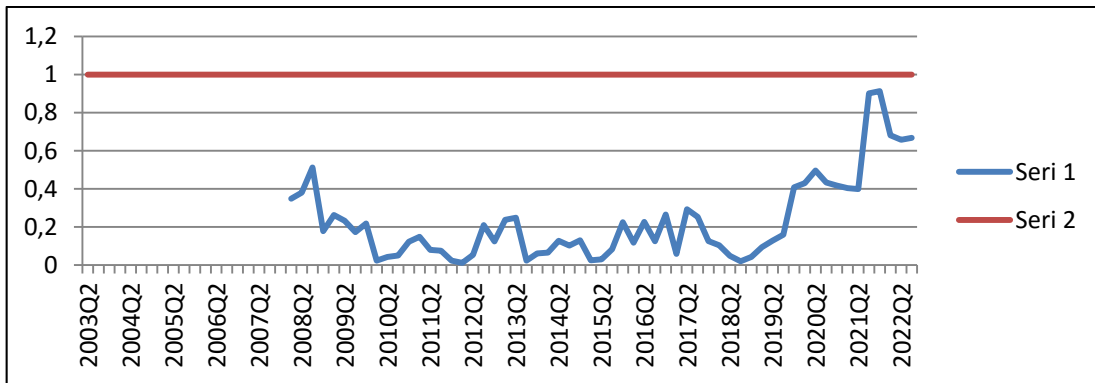
	Granger			Toda-Yamamoto			Hacker&Hatemi-J				
Yön	Chi-sq	df	Olasılık	Chi-sq	(k+d)max	Olasılık	Test İstatistiği	Gecikme uzunluğu	Uygun Gecikme uzunluğu		
									1%	5%	10%
KVSH#>GSYIH	6.154309	8	0.6300	5.041662	9	0.7531	0.188	1	7.496	4.057	2.775
GSYH #> KVSH	11.89484	8	0.1560	18.46956	9	0.0180	0.425	1	7.056	4.038	2.796
	Fourier Granger Nedensellik Analizi					Fourier Toda-Yamamoto					
Yön	Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri		Bootstrap Olasılık Değeri		Wald	Asimtotoik Olasılık Değeri		Bootstrap Olasılık Değeri		
KVSH#>GSYIH	0.79897941 [2,3]	0.67066219		0.66470000		0.66861983 [1,1]	0.41353321		0.40010000		
GSYIH#> KVSH	1.1095934	0.57418897		0.55690000		0.62097244	0.43068615		0.42450000		

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve – sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişmelerine ayrıştırılmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

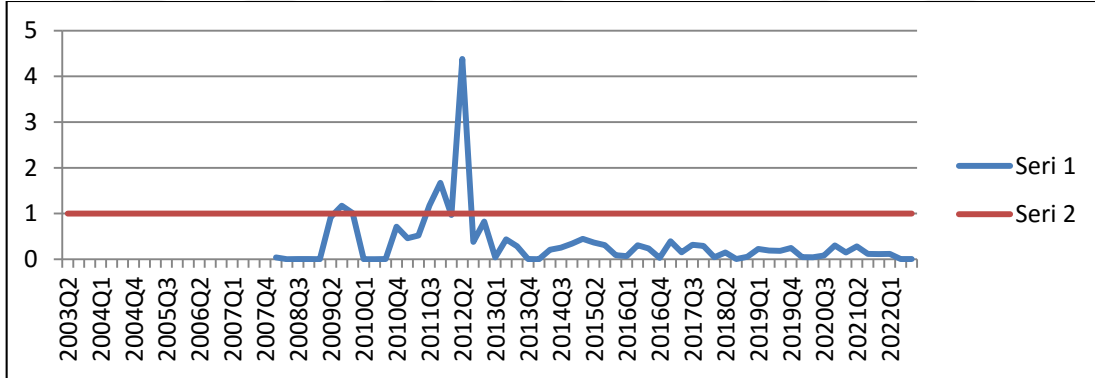
Tablo 25’de yer alan nedensellik analizleri, seriler arasındaki nedensellik ilişkisini incelenen dönem üzerinden irdelemektedir. Çalışmada, alt dönemlerde değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi, Zamanla Değişen nedensellik analizi aracılığıyla araştırılmıştır ve testin bulguları Şekil 31’de sunulmuştur. Şekil 31’e göre, bütün alt dönemler için bile GSYH’dan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru bir nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerindeki değişimlerin ise GSYH’daki değişimlerin nedeni olduğu savının 2009:Q1-2009:Q3 ve 2011:Q3-2012:Q3 alt dönemler için geçerli olduğunu Şekil 31’deki bulgular doğrulamaktadır.

Şekil 31: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Zamanla Değişen Nedensellik Analizi Sonuçları

GSYİH=> KVSH



KVSH=>GSYİH

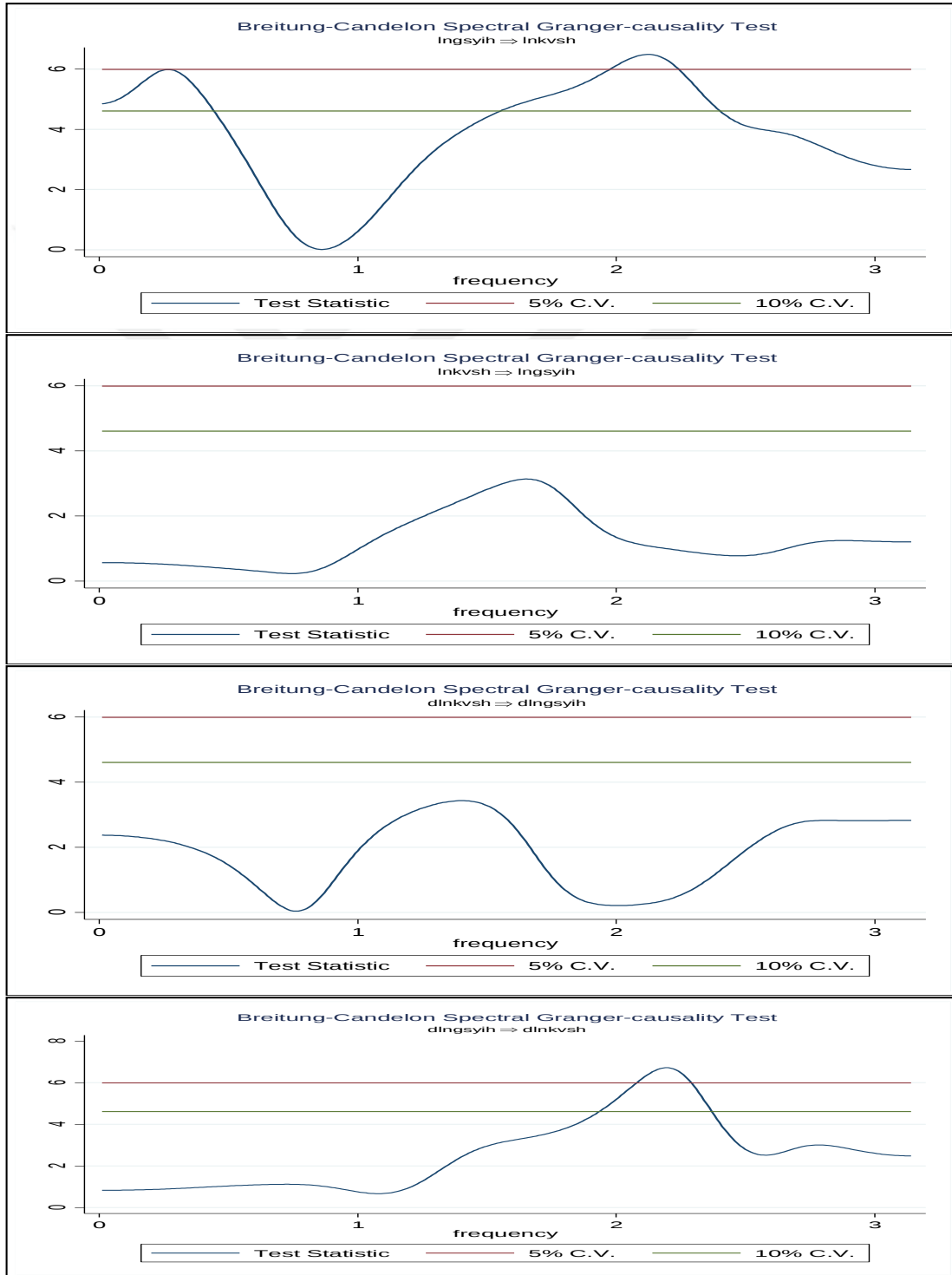


Not: Seri 1: Normalleştirilmi Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

Farklı frekans dönemlerinde, kısa vadeli yabancı sermaye hareketleri ile GSYH arasındaki nedensellik ilişkisinin tespitini sağlayan Breitung ve Candelon nedensellik analizinin çıktıları Şekil 32’de gösterildiği gibidir. Şekil 32 ışığında, analizin Granger ve Toda-Yamamoto modeline dayanan versiyonlarının, değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisine dair sonuçları ile uyumlu olduğunun altı çizilmektedir. Bu doğrultuda, durağanlık koşulunun arandığı Granger ve uygun gecikme uzunluğuna maksimum bütünleşme derecesi eklenmiş versiyonlarına göre, kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin GSYH üzerinde etkisi bulunmamaktadır. Araştırmada GSYH’daki değişimlerin, kısa vadeli sermaye hareketlerini yönlendirdiği ise tespit edilmiştir. Ancak, Breitung ve Candelon testlerinin farklı frekans

dönemlerinde, nedensellik ilişkisinin varlığına işaret edilmektedir. Toda-Yamamoto modeline dayalı versiyonunda, uzun ve kısa dönemlerinde mevcut olmasına rağmen nedensellik ilişkisinin gücünün zayıf olduğu anlaşılrken; Granger modelinde nedenselliğin kısa dönemde geçerli olduğu görülmektedir.

Şekil 32: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Asimetrik Breitung ve Candelon Nedensellik Analizi Sonuçları



6.6.1. Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Asimetrik İlişkiye Ait Analiz Bulguları

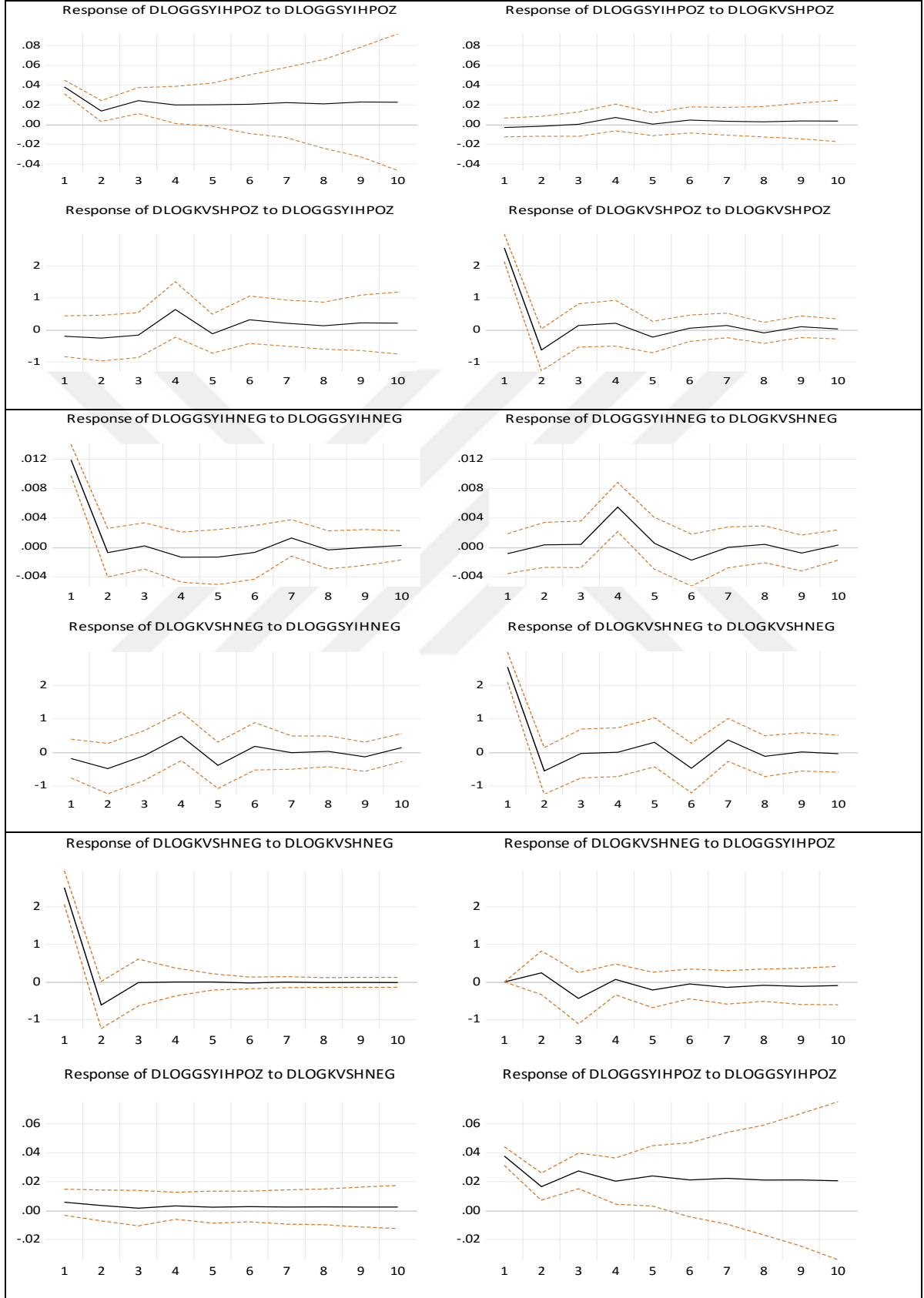
Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile GSYH arasındaki asimetrik ilişkiye dair araştırmalarda ilk olarak değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaç doğrultusunda, Granger ve Yoon, Hatemi-J ve Irandoust ile FADL saklı eş bütünleşme testlerinden yararlanılmıştır. İlgili testlerin bulguları Tablo 26’da sunulmuştur. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ile GSYH’nın pozitif ve negatif bileşenlerini kapsayan Granger ve Yoon saklı eş bütünleşme testinin sonuçlarına bakıldığında, saklı eş bütünleşmenin olmadığını sıyanan boş hipotezin bütün modeller için reddedilmesinin söz konusu olmadığı görülmektedir çünkü test istatistiğinin mutlak değeri hali, tablo kritik değerlerin mutlak değeri hallerinden küçüktür. Johansen eş bütünleşme analizi temelli geliştirilen Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testini uygulamadan önce otokorelasyon, değişen varyans ve modeli istikrarsız kılmayacak uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Saklı eş bütünleşik ilişkinin irdelendiği ilgili 4 modele ait uygun gecikme uzunluğunu içeren diagnostik test süreçleri EK 32’de yer almaktadır. Hatemi-J ve Irandoust saklı eş bütünleşme testlerini istikrarlı kılan uygun gecikme uzunlukları temelinde gerçekleştirilen analiz süreci sonrasında değişkenler arasında saklı eş bütünleşik ilişkiyi doğrulayacak sonuçlar elde edilememiştir. Değişkenler arasında son asimetrik eş bütünleşik ilişki, FADL saklı eş bütünleşme analizi aracılığıyla test edilmiştir. FADL saklı eş bütünleşik analizinin istatistiksel değerlerinin, tablo kritik değerlerinin mutlak değeri hallerinden küçük olduğu tespit edilmiştir ve bu durum, boş hipotezin bütün modeller için kabul edilmesi gerektiği anlamına gelmektedir.

Tablo 26: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Saklı Eş Bütünleşme Testleri Sonuçları

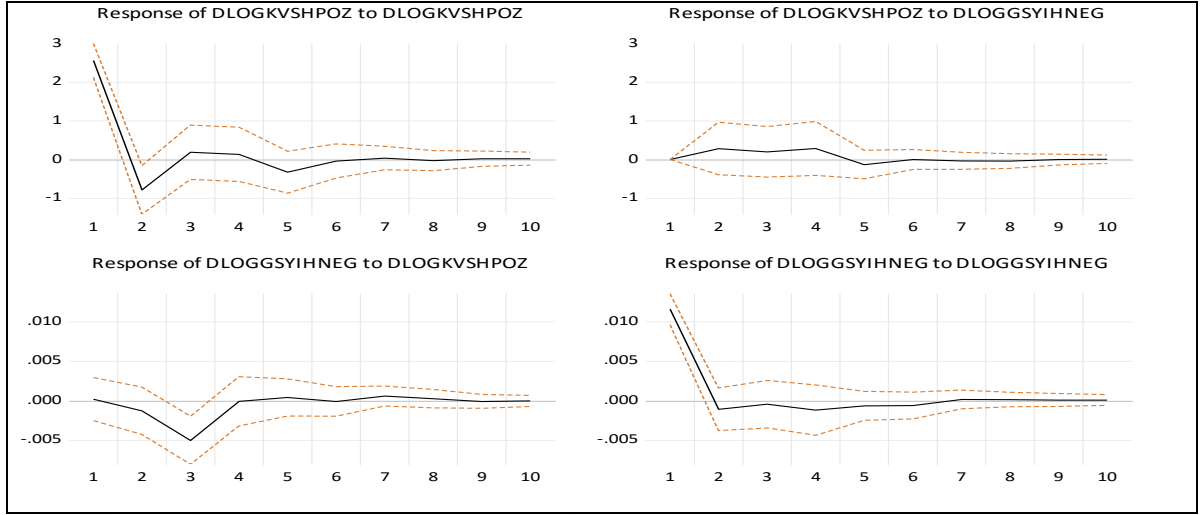
Model	Granger-Yoon		Hatemi-J-Irandoust		FADL			
	Sabit	Sabit-trendli	Sabit	Sabit-trendli	Test İstatistiği	Frekans	Kvsh’nin gecikmesi	Rezerve’in Gecikmesi
Gsyihpoz-Kvshpoz	-1.036088	-0.957152	r=0	11.09478-9.173895 [0.2057-0.2720]	0.2755936	1	1	2
			r=1	1.920890 [0.1658]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
Gsyihneg-Kvshneg	-2.603896	-2.552588	r=0	6.885651-6.684045 [0.5910-0.5271]	-2.733470	2	3	1
			r=1	0.201606 [0.6534]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
Gsyihpoz-Kvshneg	-0.775649	-0.664760	r=0	12.99319-9.193047 [0.1151-0.2704]	0.582121	1	1	2
			r=1	3.800139 [0.0512]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
Gsyihneg-Kvshpoz	-2.660671	-2.604161	r=0	7.411969-7.142035 [0.5302-0.4725]	-2.669544	3	3	1
			r=1	0.269934 [0.6034]	Tablo Kritik değerler	%1	%5	%10
						-4.73	-4.09	-3.76
						-4.21	-3.51	-3.14

Saklı eş bütünleşik ilişkiye sahip olmadığı görülen GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının kısıtsız asimetrik VAR modeliyle aracılığıyla sınanması, çalışmada takip edilen diğer ekonometrik süreci meydana getirmektedir. Granger ve Yoon saklı eş bütünleşme analizini takip ederek Hatemi-J (2014) tarafından geliştirilen asimetrik etki-tepki ve varyans ayrıştırma analizleri, bu kapsamda uygulanan VAR modeli metotlardır. Ele alınan serilerin durağan halleriyle model içerisinde değerlendirilmesi koşulu sebebiyle değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenleri birinci fark değerleri üzerinden ilgili 4 VAR modeli kurulmuştur. Kurulan asimetrik VAR modellerinin otokorelasyon, değişen varyans, AR köklerinin birden büyük ve çember dışında olmaması gibi özelliklere sahip olması gerekmektedir. Adı geçen tanısıl sorunlar ise uygun gecikme uzunluğu ile bertaraf edilmektedir. Değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine ait 4 farklı asimetrik VAR modeline ait diagnostik test süreçleri, EK 33’de sunulmaktadır. Belirlenen gecikme uzunlukları; LM-otokorelasyon, White-değişen varyans ve AR karakteristik polinomunun ters kökleri testleri sonucunda uygun olduğunun belirlenmesi ardından modelde yapısal kırılmaların varlığı, CUSUM ve CUSUM-S testleri aracılığıyla irdelenmiş ve kırılma tespit edilen modellere kukla değişken eklenerek yapısal kırılma sorunsalı giderilmiştir. Bu doğrultuda kurulan asimetrik VAR modelleri sonrasında asimetrik etki-tepki fonksiyonu sonuçlarının güven aralıkları ∓ 2 standart hatalar için Monte Carlo simülasyonları vasıtasıyla türetilmiştir ve sonuçları, genelleştirilmiş etki-tepki fonksiyonu metoduyla elde edilmiştir. Değişkenlere ait asimetrik-tepki fonksiyonları sonuçları Şekil 33’de sunulmaktadır. Değişkenlerin pozitif bileşenlerine ait sonuçlar dikkate alındığında, GSYH’nın kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının hata terimlerinde meydana gelen şoklar karşısında tepkisiz kaldığı görülmektedir. GSYH’nın pozitif bileşendeki şoklar, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında ilk 3 dönemde istatistiksel olarak anlamlı olmayacak nitelikte zayıf formda negatif; 4. dönemde ise pozitif biçimde karşılanmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki şok GYSH’nın negatif bileşeninde, 4. dönem için pozitif alanda istatistiksel olarak anlamlı biçimde etkinin oluşumuna yol açmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninde, ilk 3. dönemde negatif ve 4. dönemde pozitif tepki GSYH’nın negatif bileşenindeki şoklar sonrasında gözlenmektedir fakat güven aralıklarını temsil eden kesik çizgilerin konumları elde edilen sonuçları güvenli kılmamaktadır. Şekil 33’deki bulgular; GSYH’nın pozitif bileşeninin, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenindeki şoklar sonrasında denge konumunu koruduğunu işaret etmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında ise GSYH’nın pozitif bileşeninin hata teriminde 1 birimlik şok, ilk iki dönemde pozitif; 3. dönemde ise negatif alanda tepkinin oluşuma yol açtığı çalışmada elde edilen sonuçlar arasındadır. GSYH’nın negatif ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni, ele alınan son asimetrik etki-tepki fonksiyonudur ve sonuçlar Şekil 33’de sunulduğu biçimdedir. Şekil 33’e göre, GSYH’nın negatif bileşeni, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki şoklara ilk 4 dönemde negatif biçimde tepki vermektedir. GSYH’nın negatif bileşenindeki şok ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninde ilk 4 dönemde pozitif biçimde tepkinin oluşumuna yol açmaktadır.

**Şekil 33: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları
Analizi Sonuçları**



Şekil 33 (devamı)



Değişkenlerin negatif ve pozitif bileşenlerinin zaman içerisindeki değişimlerinin, diğer değişken tarafından açıklama gücünün tespit edildiği, Varyans ayrıştırma analizi ele alınan diğer asimetrik VAR modeline dayalı metottur. GSYH'nın ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve negatif bileşenleri için gerçekleştirilen Varyans ayrıştırma analiz sonuçlarına, EK 34'deki Panel A-D 'de yer verilmiştir. Panel A'da değişkenlerin pozitif bileşenlerinin varyans ayrıştırma sonuçları bulunmaktadır. GSYH'nın pozitif bileşendeki değişimler, ele alınan dönem içerisinde ağırlıkla kendisindeki değişimler tarafından açıklandığına çalışmada işaret edilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki değişim ise ilk dönemde %0.0602 GSYH'nın pozitif bileşeni tarafından kaynaklanırken; dönem sonunda bu oran, %10.13'e yükselmektedir. Değişkenlerin negatif bileşenlerinin varyans ayrıştırma sonuçlarına bakıldığında ise GSYH'daki değişimin, birinci dönemde tamamen kendisinden kaynaklandığı ve dönem sonunda açıklama gücünün %81.43'e gerilediği görülmektedir. GSYH'nın kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerini açıklama gücü ise birinci dönemde %0.51 iken; dönem sonunda bu oran, %9.16'a yükselmektedir. Panel C'de ise GSYH'nın pozitif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerine ait varyans ayrıştırma analiz sonuçları bulunmaktadır. Sonuçlar incelendiğinde, her iki değişkendeki değişimlere karşı, değişkenin hatırı sayılır etkisinin olmadığı ve dönem boyunca %95'in üzerinde değişimlerin kendilerinden kaynaklandığı tespit edilmektedir. Bu kapsamda üzerinde durulan son model, GYSH'nın negatif ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerini kapsamaktadır ve modelin analiz sonuçları Panel D'de verildiği biçimdedir.. Sonuçlara göre, karşı değişkenin etkisi son derece küçük boyuttadır. GSYH'nın negatif bileşenindeki değişimlerde ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının açıklama gücü, ilk iki dönemde son derece küçükken; dönem sonunda açıklama gücü, %16.57'e kadar yükselmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile GSYH arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisine ait bulgular, Hacker & Hatemi-J, Fourier Granger ve Toda-Yamamoto nedensellik analizleri uygulanarak elde edilmiştir. Analizlerin değişkenlerin pozitif ve negatif bileşenlerine ait asimetrik nedensellik

sonuçları Tablo 27’de gösterilmektedir. Hacker & Hatemi-J nedensellik sonuçlarına bakıldığında, kurulan bütün modellerde boş hipotezin kabulü söz konusudur ve boş hipotezlerin bütün modeller için kabulü, değişkenler arasında asimetrik ilişkinin bulunmadığı anlamına gelmektedir. Fourier Granger testi bulguları ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenlerinden GSYH’nın pozitif bileşenlerine doğru, %10 anlamlılık düzeyinde ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenlerinden GSYH’nın negatif bileşenlerine doğru %5 anlamlılık düzeyinde, tek yönlü asimetrik nedensellik ilişkisinin var olduğunu belirtmektedir. Fourier Toda-Yamamoto analiz sonuçları ise GSYH’nın negatif bileşeninin nedeninin, %5 anlamlılık düzeyinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeni olduğunu işaret etmektedir.

Tablo 27: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Asimetrik Nedensellik Analizleri Sonuçları

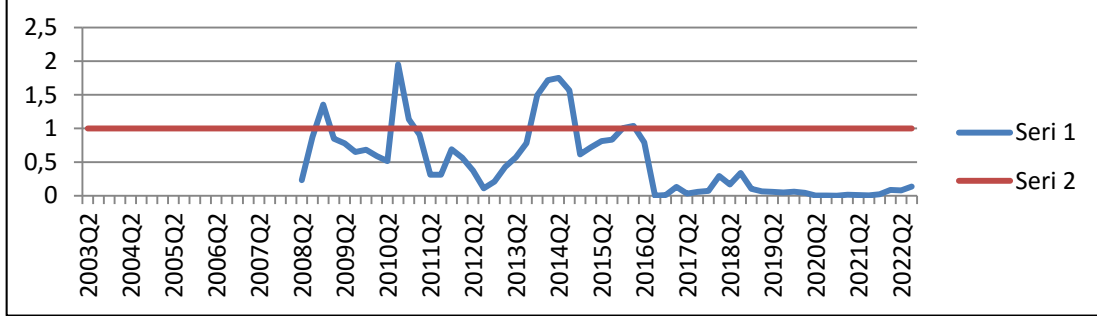
Model	Hacker & Hatemi-J (2006)				Fourier Granger Nedensellik Analizi		Fourier Toda-Yamamoto	
	Test İstatistiği	Kritik Değerler			Wald	Bootstrap Olasılık Değeri	Wald	Bootstrap Olasılık Değeri
		1%	5%	10%				
$KVSH^+ \Rightarrow GSYH^+$	1.514	7.162	4.133	2.866	5.6994204*** [2,3]	0.062800000	2.2165329 [1,2]	0.13890000
$KVSH^- \Rightarrow GSYH^-$	1.555	11.840	5.378	3.153	0.013934454	0.99400000	0.0014119011	0.97050000
$KVSH^+ \Rightarrow GSYH^-$	0.067	7.870	4.484	3.126	14.045718**	0.0041000000	0.00037010823	0.98420000
$KVSH^- \Rightarrow GSYH^+$	0.001	7.536	4.206	2.884	6.4660727**	0.046300000	3.2872194***	0.072600000
$GSYH^+ \Rightarrow KVSH^+$	0.064	7.870	4.379	2.976	1.2503451	0.50330000	0.24866889	0.62630000
$GSYH^- \Rightarrow KVSH^-$	0.198	9.715	4.530	2.863	0.79650412	0.63150000	1.6131968	0.18250000
$GSYH^+ \Rightarrow KVSH^-$	1.107	16.206	6.146	3.053	1.9420911	0.36650000	1.8107256	0.17820000
$GSYH^- \Rightarrow KVSH^+$	0.067	12.980	5.007	2.696	0.58046077	0.70150000	0.27219730	0.60380000

Not: Uygun Gecikme Uzunluğu Hatemi-J (2003) bilgi kriteri yardımıyla belirlenmiştir ve uygun gecikme uzunluğuna Dolado ve Lütkepohl (1996) önerisi izlenerek ilave 1 gecikme uzunluğu eklenmiştir. Uygun kritik değerler 10000 bootstrap simülasyonu yardımıyla elde edilmiştir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesinde anlamlılığını ifade etmektedir. + ve - sırasıyla değişkenlerin birikimli pozitif ve negatif değişimlerine ayrıştırılmış biçimlerini ifade etmektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler ise sırasıyla optimal gecikme uzunluğunu ve kırılma sayısını ifade etmektedir.

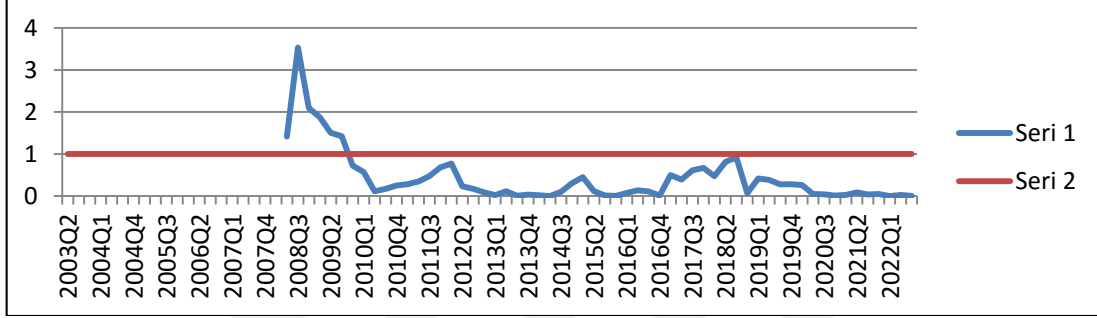
GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki asimetrik nedensellik ilişkisi, ele alınan dönemin alt gözlemleri üzerinden Zamanla Değişen Asimetrik nedensellik analizi kullanılarak araştırılmıştır. Analizin bulguları Şekil 34’de sunulmaktadır. Şekil 34’e göre, GSYH’nın pozitif bileşeni, 2008:Q4-2009:Q1, 2010:Q3-2011:Q1 ve 2013:Q3-2014:Q4 alt dönemlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin nedenidir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin pozitif bileşeninden GSYH’nın pozitif bileşenine doğru nedensellik ise 2008:Q2-2009:Q4 döneminde söz konusu analizin bulgularını işaret etmektedir. Zamanla Değişen Asimetrik nedensellik analizi sonuçları, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenden GSYH’nın negatif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin bulunmadığını belirtmektedir. GSYH’nın negatif bileşeni, 2008:Q4-2009:Q1, 2010:q3-2011:Q1 ve 2013:Q3-2014:q4 alt dönemlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşeninin nedeni olduğu çalışmada elde edilen sonuçlar arasında yer almaktadır.

Şekil 34: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları

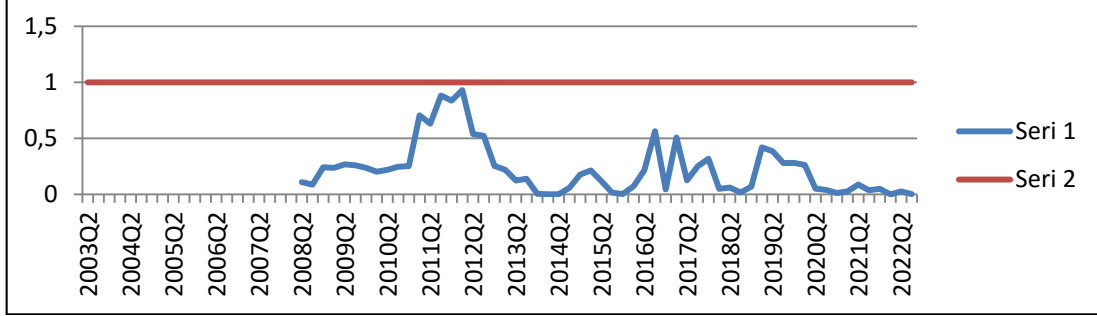
$GSYH^+ \Rightarrow KVSH^+$



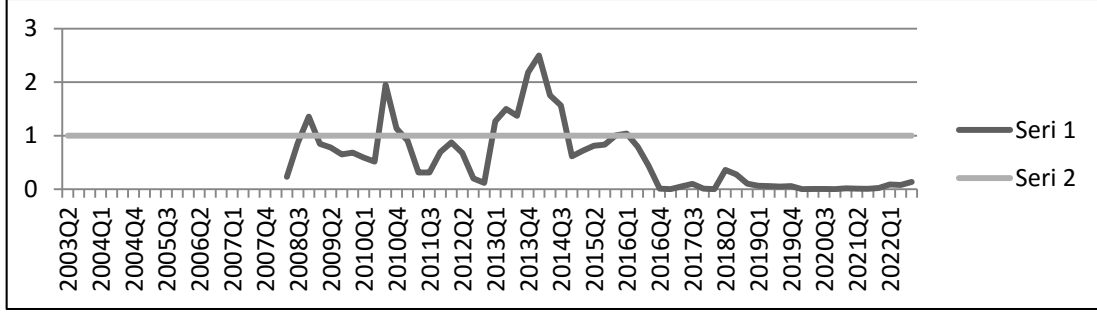
$KVSH^+ \Rightarrow GSYH^+$



$KVSH^- \Rightarrow GSYH^-$



$GSYH^- \Rightarrow KVSH^-$

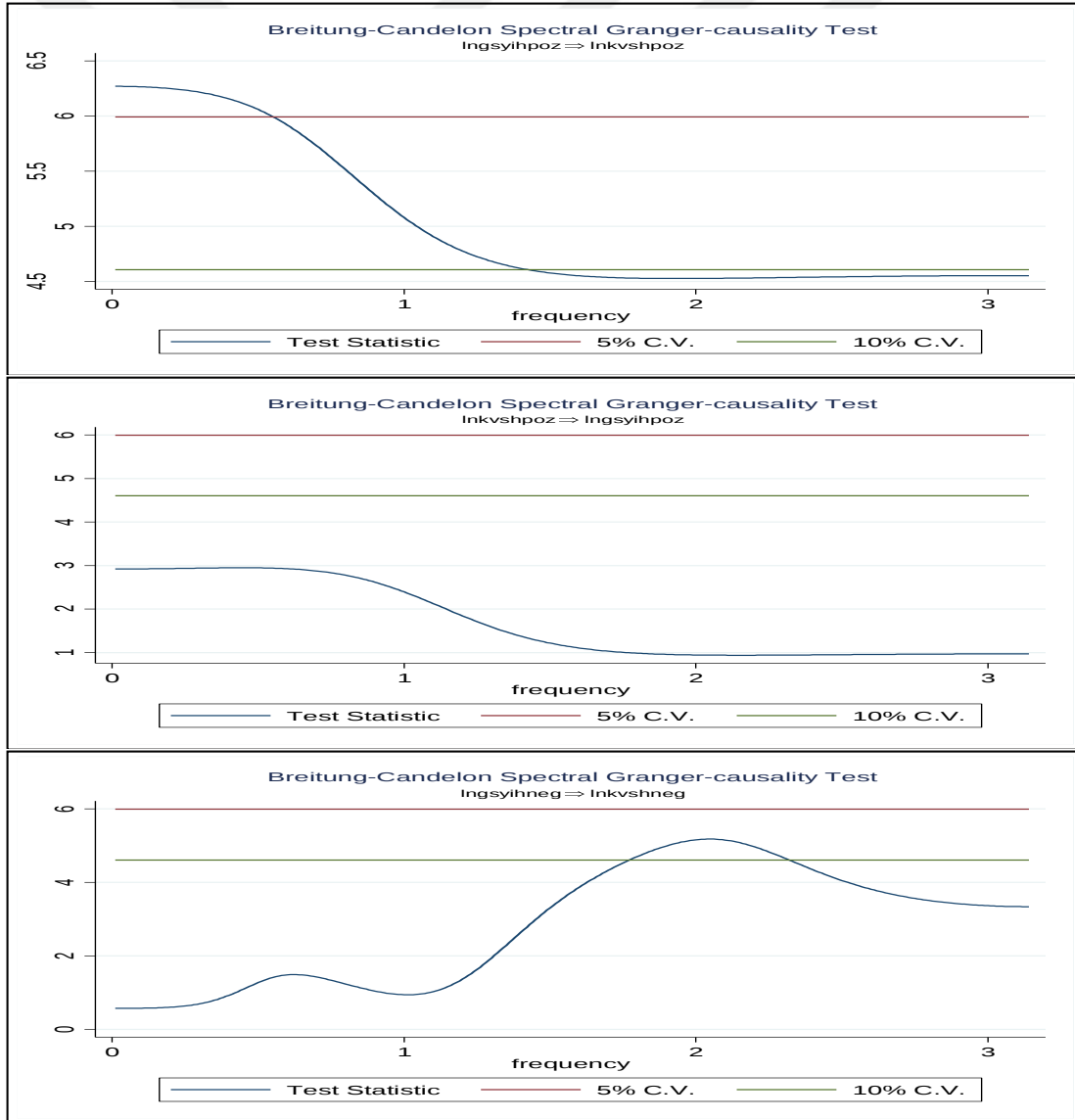


Not: Seri 1: Normalleştirilmiş Wald test istatistiği
Seri 2: %5 olasılık düzeyinde kritik değer

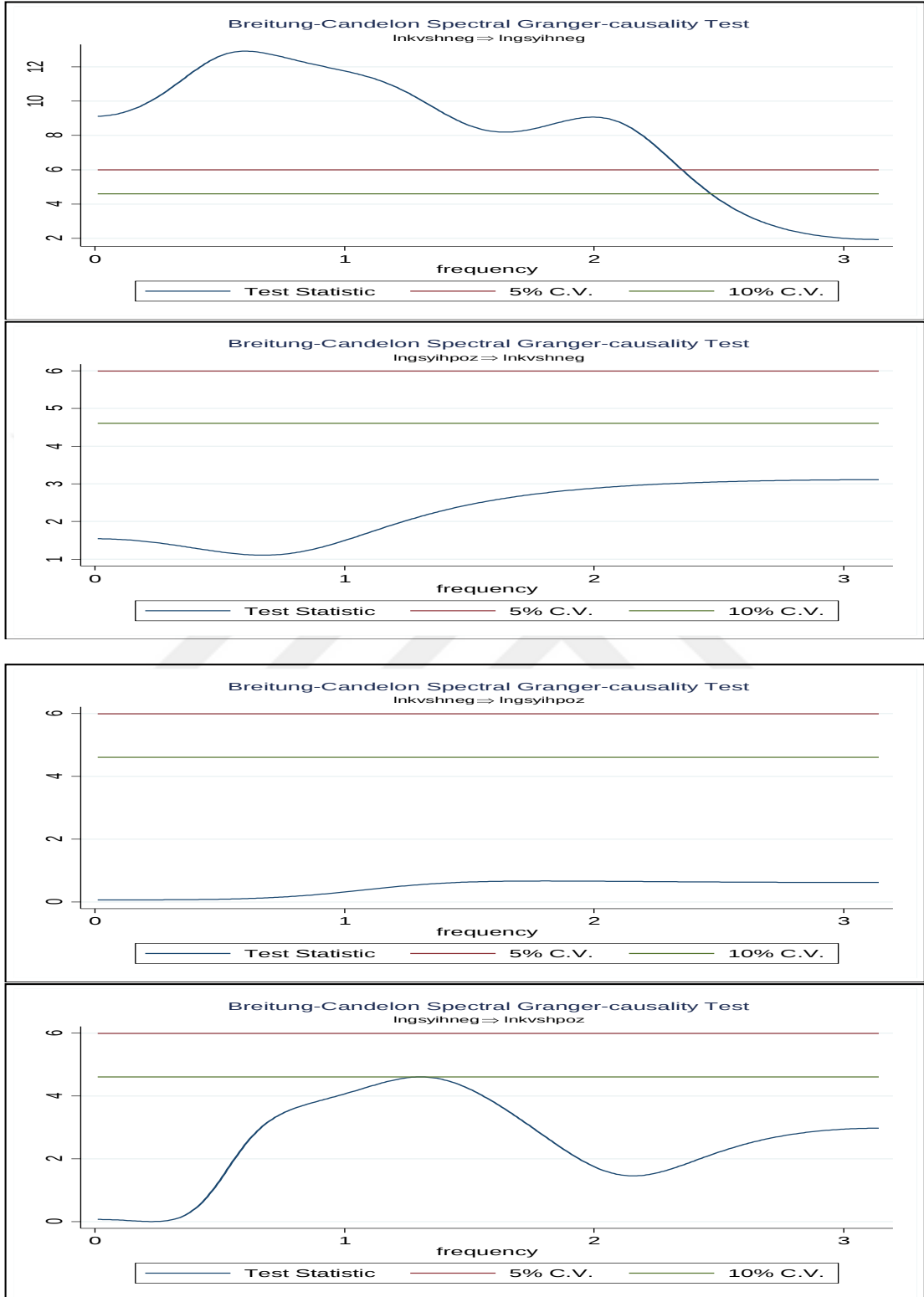
GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki son asimetrik nedensellik ilişkisi, spektrum sonuçlar sunan Breitung ve Candelon asimetrik analizi vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir. Testin Granger modeli ve geciktirilmesi arttırılmış model versiyonlarının sonuçları Şekil 35'de gösterildiği biçimdedir. Değişkenlerin pozitif bileşenleri üzerinden gerçekleşen testlerin sonuçları,

birinci fark değerleri üzerinden kurulan modellerde nedenselliğin olmadığını gösteren boş hipotezin reddedilemeyeceğini ama geciktirilmesi arttırılmış modelde ise uzun dönemde GSYH'dan kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerine doğru hareket eden nedensellik ilişkisi işaret edilmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin negatif bileşeninden GSYH'nın negatif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin kalıcı boyutta olduğu Şekil 35'deki sonuçlar ile vurgulanmaktadır. Bunun yanında, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeninin, GSYH'nın negatif bileşeninin uzun ve orta dönemde nedeni olduğu çalışmada tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin negatif ile GSYH'nın pozitif bileşeni arasında nedensellik ilişkisinin farklı frekans dönemlerinde bulunmadığını Şekil 35'deki sonuçlar doğrulamaktadır.

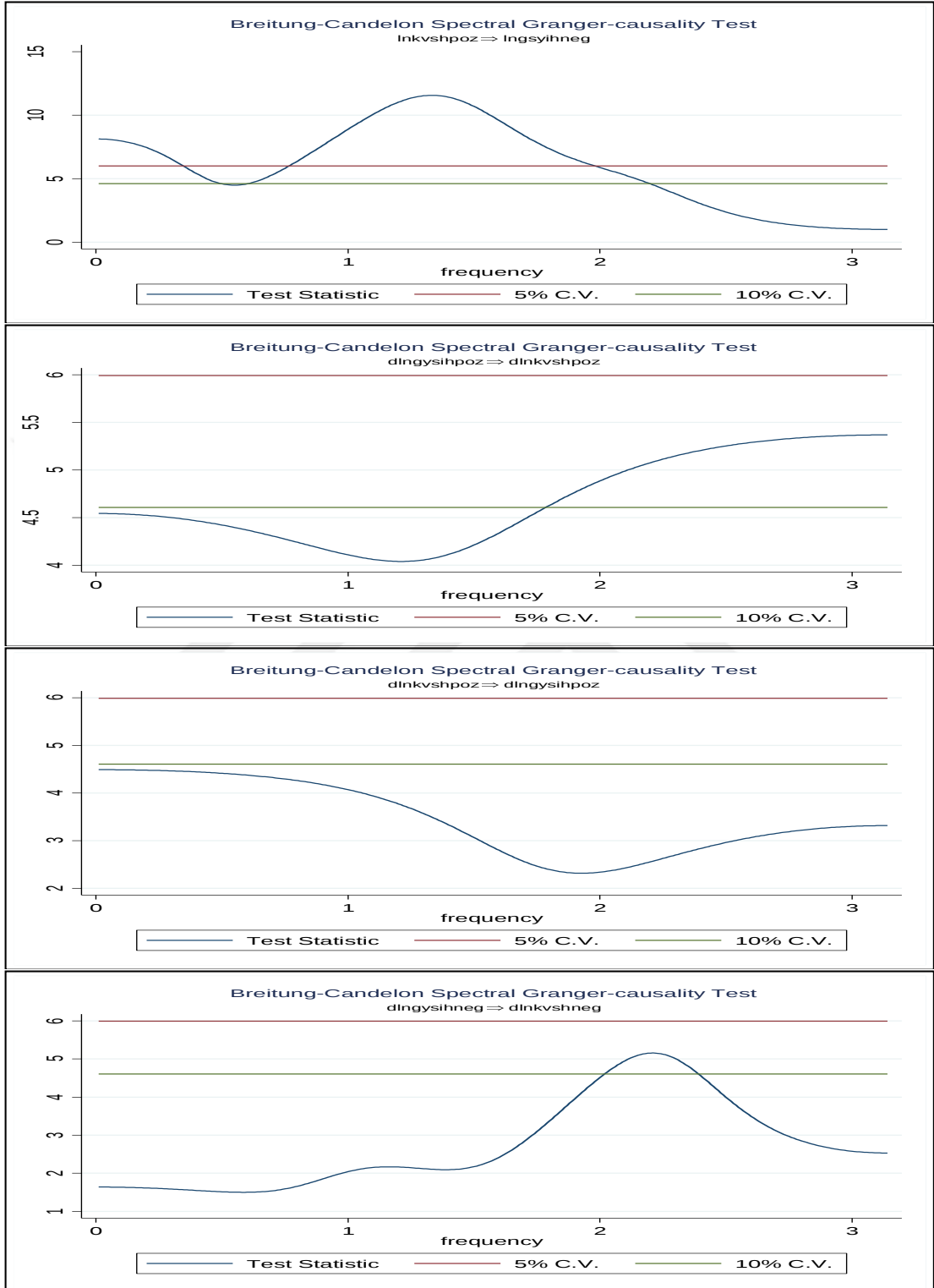
Şekil 35: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH için Asimetrik Breitung ve Candelon Asimetrik Nedensellik Analizi Sonuçları



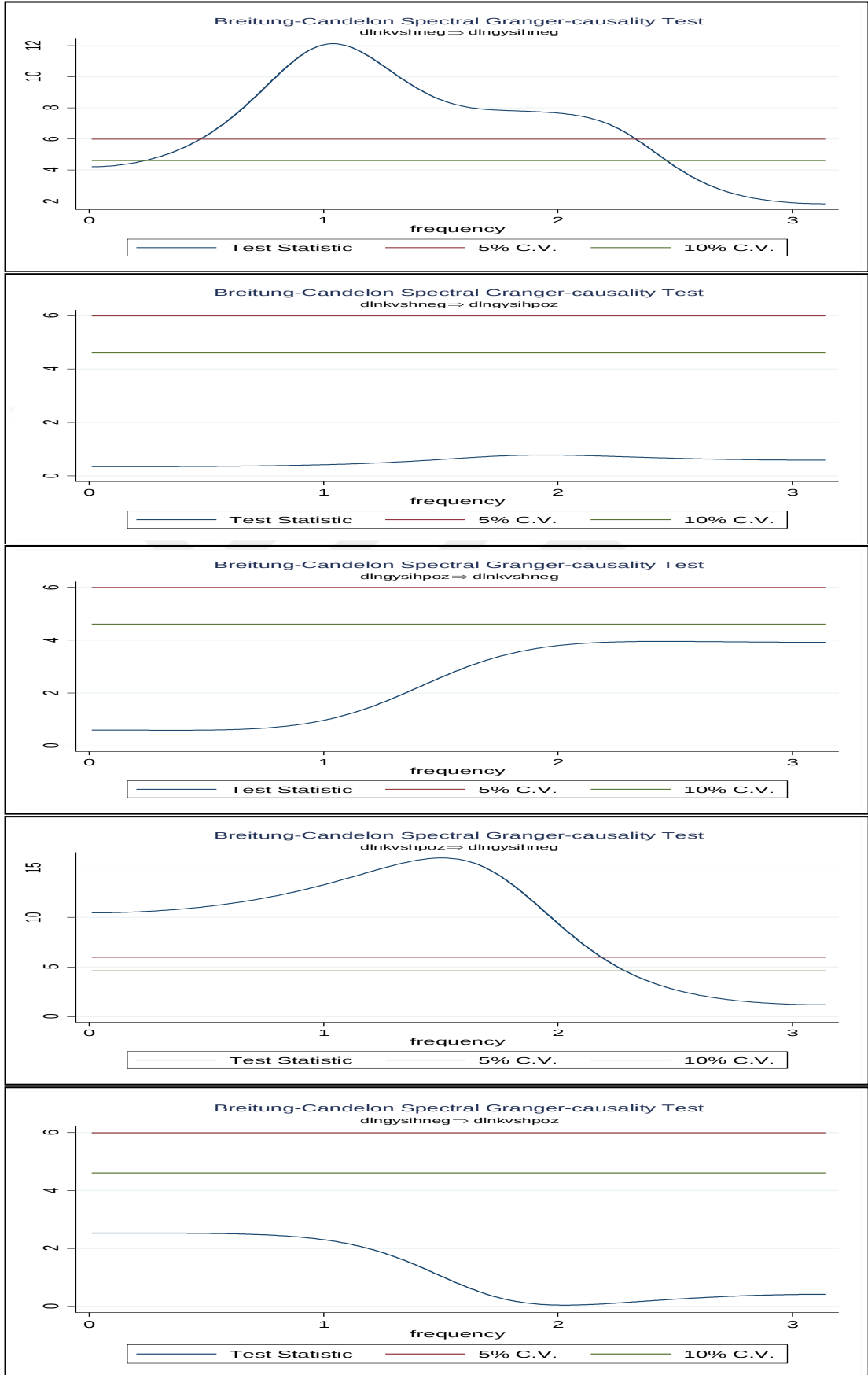
Şekil 35 (devamı)



Şekil 35 (devamı)



Şekil 35 (devamı)



SONUÇ VE ÖNERİLER

Dünya ekonomisi, özellikle 1980'li yıllardan itibaren küreselleşme sürecine sahne olmuş ve bu süreç neoliberal politikalar çerçevesinde hız kazanmıştır. Keynes'in devrim yaratan ve kısa ismi Genel Teori olarak lanse edilen eserinin yayınlanmasından sonra kamu müdahalesini olumlayan görüş, 1960'lı yılların sonlarına doğru eleştirilmeye başlanmıştır. Kamu müdahalesinin bütçe açıklarını ve enflasyonu beraberinde getirdiği söylemleri, Keynesyen görüşe getirilen önemli eleştiriler arasında yer almıştır. 1970'li yıllarda ise Keynesyen iktisada karşı eleştiriler, yüksek perdeden dile getirilmeye başlanmıştır. 1970'li yıllarda meydana gelen petrol şoklarının stagflasyon olgusunu ortaya çıkarması ve Keynesyen politikaların bu iktisadi sorunu çözecek araçlardan yoksun olması, karşı devrim olarak nitelendirilen ve esas itibariyle Klasik ekole dönüşü simgeleyen iktisadi görüşlerin yeniden canlanmasına yol açmıştır. Devletin görünür elinin kısıtlanmasını savunan, ekonomilerin finansal piyasalarındaki ve dış ticaretindeki kısıtları kaldırılmasını dile getiren bu görüşün, 1970'li yıllardan itibaren uygulanma yoğunluğunda artış görülmüştür. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bazen gönüllü bazen de uluslararası finansal kuruluşların fon sağlama koşullarından zorunlu olarak ülke ekonomilerini serbestleştirici politikalar uygulanmışlardır. Washington Uzlaşısı olarak adlandırılan ve genel hatlarıyla minimal devlet, finansal deregülasyon ve ticari serbestleşme öngören bu politikalar çerçevesinde (detaylı olarak bkz. Şimşek, 2017) ülke ekonomileri, yabancı sermaye ve iştiraklere açık hale gelerek dünya ekonomisi üretim, ticaret ve finansal alanda bütünleşme sürecine girmiştir. Aslında, II. Dünya Savaşı ile kurulan Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB) ve Gümrük Tarifeleri ve Ticaret Genel Anlaşması (GATT) gibi kuruluşlar bütünleşme sürecinin ilk adımları olarak kabul edilse de serbestleşme uygulamalarındaki artış, 1970'li yılların sonlarına doğru ağırlık kazanmıştır. Petrol şokları sonrası ödemeler dengesi açığı ile karşı karşıya gelen ülkelerin yine petrol gelirleriyle oluşturulmuş fonları kullanması, serbestleşme uygulamalarına doğrudan etki eden unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülke ekonomilerine gelen yabancı sermaye; döviz kurlarında, enflasyonda, bütçe açıklarında ve dış ticaret açıklarında iyileştirmeleri beraberinde getirmiştir. Ancak elde edilen fonların verimliliği ve üretkenliği artıracak alanlarda kullanılmaması, yaşanan ekonomik performansların kalıcı olmasını engellemiştir. Ülke ekonomilerinin elde ettiği yabancı fonları, barındırdıkları kırılğanlıkları kalıcı olarak çözümler yaratacak alanlardan ziyade verimsiz alanlarda kullanmasıyla birlikte yabancı fon ihtiyacı artmış ve neticede ortaya çıkan bu bağımlılık ise krizleri beraberinde getirmiştir. Yaşanan her kriz sonrasında ihtiyaç duyulan fonlar için serbestleşme uygulama alanların artırılması gerektiğini koşul koyan finans çevrelerinden dolayı gelişmekte olan ülkelerde serbestleşme alanları genişlemiştir. Özellikle 1980'li ve 1990'lı yıllar da bu süreci doğrulayan iktisadi unsurlarla geçmiştir.

1980'lerin sonu ve 1990'lı yıllarda küreselleşme olgusu büyük bir ivme kazanmış ve yabancı sermaye akımları bu süreç itibarıyla nitelik ve nicelik alanında değişime uğramıştır. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, kısa ve uzun vadeli borçlanma gibi ana sermaye akımları, 1950 ve 1990 yılları arasında başat yabancı sermaye akımları iken 1990'lı yıllardan itibaren kısa vadeli yabancı sermaye akımları öne çıkmıştır. Faiz arbitrajına dayalı hareket eden spekülasyon ve kısa vadeli olan bu yabancı sermaye akımı, sıcak para şeklinde de lanse edilmektedir. Akışkanlık niteliği yüksek olan bu yabancı sermaye akımları, gelişmiş ülke piyasalarından gelişmekte olan ülke ekonomilerine doğru hareket etmektedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomilerine etkisi, hem teorik hem de ampirik yönden tartışmalı bir konu olma özelliğine sahiptir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülke piyasalarında alternatif tasarruf aracı fonksiyonu görevini üstlenerek söz konusu ülkelerin büyüme ve kalkınma projeksiyonlarında önemli rol oynayacağını dile getiren düşünceler mevcuttur. Olumlu görüş, gelen fonların kalkınma ve büyüme için gerekli yatırımlarda kullanılması, ileriki zamanlarda ülke ekonomilerinin yabancı sermaye bağımlılığını azaltacağını ileri sürmektedir. Bu görüşe göre, yatırımlarla artan üretim; beraberinde gelir, istihdam, döviz gelirlerinde artış ile söz konusu ülkelerin bütçe açığı, enflasyon ve ödemeler dengesi açıklarında kalıcı çözümler getirecektir. . Ancak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının spekülasyon olması, politika yapıcıların popülist alanlarda fonları kullanması ve ülke ekonomilerini yabancı sermaye girişine bağlı bir yapıya sokmaları, gelen fonların ülke ekonomilerindeki kırılganlıkları derinleştirmesine yol açmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının da dünya piyasasındaki olaylara kadar ülke ekonomilerindeki iç etmenlere karşı da çok duyarlı olması, bu sermaye akımının giriş yaptığı ülkelere çıkmasına yol açmaktadır. Yabancı sermayeye bağımlı ülke ekonomilerinde yaşanan sermaye çıkışı ise krizleri beraberinde getirmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomilerine net etkisi ise birçok etmene bağlıdır. Fonların kullanım biçimi, ülkede kalma süresi, politika yapıcıların uygulamaları, iç ve dış piyasaların durumu, kısa vadeli yabancı akımların makroekonomik değişkenlere etkisini değiştirmektedir. Aynı zamanda yabancı sermaye çıkışları veya sermaye girişindeki değişimlerin sonuçları farklılık göstermektedir. Bu unsurlar ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının teorik ve ampirik çalışmalarda elde edilen bulguların farklılaşmasına yol açmaktadır.

Serbestleşme uygulamaları ve beraberinde yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisindeki ağırlığının arttığı önemli örneklerden biri de Türkiye'de yaşanmıştır. 24 Ocak 1980 Kararları ile ekonomik serbestleşme sürecine giren Türkiye, 1989 yılında yabancı sermaye akımlarını serbest hale getirmiştir. Bu tarihten itibaren neoliberal küreselleşme sürecine entegre olan Türkiye'de yüksek faiz düşük kur politikasıyla beraber kısa vadeli yabancı sermaye akımları ülke ekonomisine yönelmiştir. 1990 ve 2001 arasında sermaye girişleriyle büyüyen sermaye çıkışıyla krizlerin yaşandığı bir ülke haline gelen Türkiye, Şubat 2001 krizi sonrasında Güçlü Ekonomiye geçiş programını uygulayarak bir dönüşüm yaşamıştır. Bankacılık ve finans sisteminin güçlendirilmesi,

Merkez Bankası Bağımsızlığı, Bütçe açıklarını Maastricht kriterine bağlı kılması gibi olumlu adımlar atılmasına rağmen bu tarihten günümüze kadar yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisindeki etkinliği devam etmektedir. Özellikle 2001 Dotcom Krizi sonrasında küresel ölçekte ortaya çıkan sermaye bolluğu, Avrupa Birliği için atılan adımlar sonrasında oluşan olumlu atmosfer, 2002-2008 yıllarında ülke ekonomisine bol sermaye girişinin yaşanmasını sağlamıştır. 2008 Küresel Finansal Krizi'nde gerçekleştirilen finansal reformlar sayesinde en az zararlı çıkan ülke ekonomisi, 2008-2013 arasında krizlerden çıkış için gelişmiş ülkelerce uygulanan politikalar sayesinde yabancı sermaye akımlarından yararlanmaya devam etmiştir. Sermaye girişlerinin 2013 yılından itibaren azalması, ülke ekonomisinin bu tarihten beri yaşadığı birçok siyasi ve politik konjonktür, ülke ekonomisinde sorunlar ortaya çıkarmaya başlamıştır. İthal ara mallarına bağlı üretimin kemikleşmesi, ucuz kredilerle hane halkının tüketimlerinin artması, gelen fonların çoğunlukla inşaat sektörüne aktarılması, ülke ekonomisinde bozulmaların yaşanmasını beraberinde getirmiştir. Özellikle 2018 yılından itibaren Cumhurbaşkanlığı Hükümet Sistemine geçilmesi, Merkez Bankası başkanlarının görevlerinden alınması, Ortodoks politikalardan kopuş, COVID-19 ve Suriye iç savaşı, ülke ekonomisini son yıllarda etkilemiştir. Bu unsurlar göz önünde bulundurulduğunda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisini inceleyen çalışmaların literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada dile getirilen unsurlardan ötürü 2003:Q3-2022:Q3 dönemleri arasında çeyreklik veriler üzerinden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının seçili makroekonomik değişkenlere etkisi Türkiye ekonomisi özelinde araştırılmıştır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları, ödemeler bilançosu kalemlerinden oluşturularak söz konusu verinin en net hali elde edilmiştir. Seçili makroekonomik değişkenler ise Merkez Bankası Döviz Rezervleri, Nominal Döviz Kuru, GSYİH ve TÜFE'dir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki etkileşimi bulmak için uygulanan ekonometrik ve teorik yöntemler, incelenen dönemde vuku bulan olaylar neticesinde belirlenmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile seçili makroekonomik değişkenler ayrı ayrı modellenerek araştırılmıştır. Bu yöntemin uygulanma gerekçesinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının çok sayıda iç ve dış etmen doğrultusunda hareket etmesi ve ülkeye giriş çıkış anlarında örümcek ağına benzer biçimde karşılıklı etkileşim halinde bulunan bir aktarım mekanizmasına sahip olması düşüncesi yer almaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının hareketi, makro ve mikro iktisadi unsurların hareketlerini uyarmaktadır. Karmaşıklığı kurtarmak adına Ceteris Paribus ilkesi ve Mishkin'in önerdiği Black Box metodu ile kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisinin doğrudan görülmesine imkân sağladığı düşünüldüğü için bu yöntem çalışmada uygulanmıştır. Araştırmada uygulanan ekonometrik yöntemler ayrıca simetrik ve asimetrik etkileşimi irdelenecek boyuttadır. Simetrik Analizler'in yanında Asimetrik Analizler'in kullanılması ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının giriş ve çıkışların etkisindeki farklılaşmadır. Ayrıca yukarıdaki satırlarda gerçekleşmiş birçok ekonomik ve siyasi unsurların kısa vadeli yabancı sermaye

akımlarının değişkenlere etki etme durumu, araştırmada zamana bağlı ve farklı frekans alanlarında bulgular, ortaya çıkan ekonometrik uygulamaların kullanılmasına yol açmıştır. Veri yaratma sürecinde değişkenlerde yaşanan yapısal değişimlerin test sonuçlarını etkilemesi için ise yapısal kırılmaları dikkate alan yöntemlerden yararlanılmıştır. Bu kapsamda araştırmada öncelikle değişkenlerin simetrik ve asimetrik bileşenleri, Durağanlık Analizi ADF, PP, KPSS, FADF ve FKPSS Birim Kök Testleri ile sınanmıştır. Daha sonra Engle-Granger İki Aşamalı, Johansen, FADL, FSHIN, Granger-Yoon Saklı, Hatemi-J Irandoust ve FADL saklı Eş Bütünleşme Testleri uygulanmıştır. Eş bütünleşik çıkan değişkenler ise FMOLS ve DOLS tahmincilerinin geleneksel ve Fourier Fonksiyonları'yla genişletilmiş versiyonları kullanılarak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ilgili makroekonomik değişkeninin kısa ve uzun döneme etkisi ortaya konulmuştur. Kısa vadeli yabancı akımları ile seçili makroekonomik değişkenler arasındaki dinamik etkileşim ise Standart ve Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonu ve Varyans Ayrıştırma Analizi yardımıyla tespit edilmiştir. Nedensellik Analizinde Granger, Toda-Yamamoto, Hatemi-j, Hacker&Hatemi-J, Fourier Granger, Fourier Toda-Yamamoto, Zamanla Değişen ve Breitung-Candelon frekans alanında Nedensellik Analizlerinden faydalanılmıştır. Uygulanan yöntemlerin farklı kısıtları içermesi ve tarihsel olarak her yeni geliştirilen yöntemin kendi alanında daha gerçeğe yakın sonuçlar sunması, uygulanan yöntemlerin belirlenmesinde önemli rol oynamıştır.

Araştırmada kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının etkisinin ilk incelendiği makroekonomik değişken Merkez Bankası döviz rezervleridir. İlk olarak iki değişken arasındaki simetrik etkileşimi ortaya koyan ekonometrik yöntemlerden yararlanılmıştır. Uygulanan eş bütünleşme testleri kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile Merkez Bankası döviz rezervlerinin eş bütünleşik olmadıklarını ve uzun dönemli birlikte hareket etmediklerini belirten sonuçlar ortaya koymuşlardır. Standart Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi'nde ise değişkenler arasındaki dinamik etkileşimin istatistiksel olarak güvenilir olmadığını gösteren sonuçlar elde edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları Merkez Bankası döviz rezervlerinde meydana gelen şoklara tepki vermezken Merkez Bankası döviz rezervleri kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen şoklar sonrasında ilk üç dönemde negatif tepki vermektedir. Bu durum Merkez Bankası döviz rezervlerinde kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerindeki değişimler sonrasında üç çeyrek boyunca azalmalar gerçekleştirdiğini işaret etmektedir. Varyans Ayrıştırma Analizi ise Etki-Tepki Fonksiyonları'nı destekleyen bulguların varlığını belirtmektedir. Merkez Bankası döviz rezervlerindeki değişimlerin büyük oranda kendisi tarafından açıklanırken ortalama kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının döviz rezervlerindeki değişiminin %8.2'sine neden olmaktadır. İncelenen bütün dönemi dikkate alan Nedensellik Analizleri değişkenler arasında bir nedensellik ilişkisinin olmadığına dair sonuçların varlığını niteleyen bulgularını ileri sürmüştür. Farklı dönemler özelinde bulgular ortaya koyan Nedensellik Analizi'nde ise %10 anlamlılık düzeyi dikkate alındığında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından Merkez Bankası döviz rezervlerine doğru nedensellik ilişkisinin varlığını belirtirken %5 anlamlılık düzeyinde ise söz konusu

nedensellik ilişkisinin ihmal edilebilir boyutta olduğunu gösteren sonuçlar elde edilmiştir. İncelenen bütün dönemin alt dönemlerini dikkate alan nedensellik analizi ise Merkez Bankası döviz rezervlerindeki değişimlerin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişime neden olan dönemleri 2012 ile 2015 ve 2021 yılları olarak tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ise 2008 Küresel finansal kriz ve sonrasında krizden kurtarma paketlerinin uygulama alanında Merkez Bankası döviz rezervlerinin nedenidir. Tespit edilen diğer bir dönem ise 2018 yıllarının ortasından 2020'nin üçüncü çeyreğidir. Simetrik bulgularını sunan analizler dikkate alındığında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Merkez Bankası döviz rezervlerine etkisi, büyük değişimlerin olmadığı dönemlerde görülmüştür. Etkileşimin olduğu dönemler ise 2008 Küresel Finansal Kriz sonrası, ülke ekonomisinin Merkez Bankasının bağımsızlığını zedeleyen politikaların hayata geçirildiği ve faiz politikasının mevcut iktisadi teorilerin uzağında uygulandığı dönemleridir. 2008 Küresel Finansal Kriz sonrasında ülke ekonomisinin finansal piyasalarının güvenilir görünüm sergilemesi ve başta ABD ve gelişmiş ülkelerin krizden çıkış için genişletici politikaları uygulamaları bu süreçte yabancı sermaye akımlarının ülkeye yönelmesine yol açmıştır. Ancak 2015 yılından itibaren gelişmiş ülke piyasalarının daraltıcı para politikalarını uygulayacaklarının sinyalini vermesi ve bu dönemden itibaren uygulanan yanlış iktisadi politikalar, yabancı sermaye akımları için ülke ekonomisinin cazibesini yitirmesine yol açmıştır. Simetrik Analizler'de değişkenlerdeki şoklar özdeş kabul edilmektedir ancak incelenen değişkenlerin yerel ve küresel olaylardan farklı etkilenmesi ve piyasa oyuncularının söz konusu olaylara duyarlılığındaki farklılaşmalar, asimetrik etkileşimin incelenmesinin gerekliliğine kapı aralamıştır. Asimetrik Eş Bütünleşme Analizleri'nde sadece her iki değişkenin pozitif bileşenleri arasında eş bütünleşik ilişkinin var olduğuna dair sonuçlar elde edilmiştir. Bu doğrultuda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenindeki %1'lik artış, Merkez Bankası döviz rezervlerinin pozitif bileşeninde kısa ve uzun vadede pozitif ancak küçük boyutta artışa yol açmaktadır. Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi'nde ise Merkez Bankası döviz rezervlerindeki azalmayı niteleyen negatif bileşenlerinin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki artış ve azalışlarının duyarlı olduğu görülmüştür. Varyans Ayrıştırma Analizi sonuçlarına göre Merkez Bankası döviz rezervlerindeki artış ve azalışlarda kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimlerin ilk dönemlerdeki açıklama gücü oldukça sınırlı iken dönem sonlarında ortalama %20'lere yükselmektedir. Asimetrik Nedensellik Analizleri bir bütün olarak değerlendirildiğinde ise değişkenler arasında Asimetrik nedensellik ilişkisi bulunmamaktadır. Farklı frekans alanını dikkate alan Asimetrik Nedensellik Analizi'nde ise kısa vadeli yabancı akımlarının uzun ve orta dönem için Merkez Bankası Döviz rezervlerindeki değişimlerin ağırlıklı olarak nedeni olduğu tespit edilmiştir. Zamanla Değişen Nedensellik Analizi'nde ise 2012-2016 döneminde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki artışın, Merkez Bankası döviz rezervlerindeki artışa yol açtığı görülmüştür. Kısa vadeli yabancı sermaye girişlerindeki azalmalar neticesinde 2008 Küresel Finansal Kriz'in yaşandığına, bu durumun da Türkiye'de Rahip Krizi diye adlandırılan dönem içerisinde Merkez Bankası döviz rezervlerinde azalmalara yol açtığına araştırmada işaret edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının Merkez Bankası döviz rezervlerine etkisi, simetrik ve asimetrik

testlerin bulguları göz önünde bulundurularak değerlendirildiğinde ülke ekonomisi için döviz rezervlerini artırıcı politikaların yabancı sermayeye bağlı olarak gerçekleştirileceği görülmektedir. Etkileşimlerin küresel ve yerel ölçekli olayların olduğu zamanlarda belirginleşmesi ve etkilerinde farklılaşma, politika yapıcıların yabancı sermayeye alternatif alanlara yönelmesini gerektirmektedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisine etkisi özelinde irdelendiği diğer bir alan nominal döviz kurlarıdır. Eş bütünleşme analizinde kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kurunun uzun dönemde birlikte hareket etmediğini içeren sonuçlar elde edilmiştir. Etki-Tepki Fonksiyonu Analizi'ne göre ise nominal döviz kuru, sadece 3. dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında meydana gelen şoklara negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı tepki vermektedir. Varyans Ayırıştırma Analizi sonuçlarına göre kurdaki değişimin 3. dönemden itibaren yaklaşık %20'si kısa vadeli yabancı sermaye akımları tarafından açıklanmaktadır. Kurdaki değişimin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki açıklama oranı ise ilk dönemlerde bulunmazken dönem sonunda %13.6 oranına yükselmektedir. Farklı varsayımlara dayalı geliştirilen Nedensellik Analizi'nde değişkenler arasında farklı nedensellik ilişkilerin var olduğu görülmüştür. %5 anlamlılık düzeyi dikkate alındığında Granger, Toda-Yamamoto ve Fourier Granger Nedensellik Analizleri'nin sonuçları kurdaki değişiminin nedeninin kısa vadeli yabancı sermaye akımları olduğunu ileri sürmektedir. Zamanla Değişen Nedensellik Analizi'nde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının kurdaki etkisi, 2008 Küresel Finans Kriz'i sonrasında ve ülke ekonomisinde neredeyse döviz kurunun %600 arttığı dönemlerde olduğu tespit edilmiştir. Kurdan yabancı sermaye akımlarına doğru Nedensellik ilişkisinin de benzer dönemlerde vuku bulduğu testin sonuçlarında ileri sürülmektedir. Nominal döviz kurundaki değişimler kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki değişimlerin nedeni ve kısa dönemli iken kısa vadeli yabancı sermaye akımları orta ve uzun vadede nominal döviz kurunun nedeni olduğu araştırmada tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının nominal kur üzerindeki etkisinin yerel ve küresel olaylar neticesinde belirginleştiği araştırmada elde edilen sonuçlar arasındadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile nominal döviz kuru arasındaki asimetric etkileşimde ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşeni ile nominal döviz kurunun negatif bileşeni arasında eş bütünleşik ilişki tespit edilmiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında artış, nominal döviz kurunu düşürücü ulusal parayı değerlendiren etkiye sahip ama etki boyutunun sınırlı olduğu, çalışmada tespit edilmiştir. Bu sonuç sermaye girişlerinin döviz arzını artırdığı ve kuru düşürücü yönde etki ettiği anlamına gelmektedir. Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları'nda ise nominal döviz kurunun pozitif ve negatif bileşeni, yabancı sermaye akımlarının pozitif ve negatif bileşenindeki şoklara çoğunlukla denge durumunda tepki vermemektedir. Tepkinin oluşum gösterdiği dönemler ise büyük oranda istatistiksel olarak güvenilir boyutta değildir. Nominal döviz kurundaki pozitif ve negatif değişimlerin ise büyük oranda kendisinden kaynaklandığı Varyans Ayırıştırma Analizi'nde tespit edilmiştir. Hacker & Hatemi (2006) asimetrik analizinde kısa vadeli yabancı sermaye

akımlarının pozitif bileşenden kurdaki pozitif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin varlığını doğrulayan sonuç dışında %5 anlamlılık düzeyinde diğer testler asimetrik nedensellik ilişkisinin olmadığına dair sonuçlar ileri sürmüşlerdir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından nominal döviz kuruna doğru asimetrik nedensellik ilişkisinin uzun dönem itibarıyla daha belirginleştiği çalışmada elde edilen bulgular arasındadır. Alt dönemleri içeren nedensellik analizinde ise kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenden nominal döviz kurunun pozitif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin 2008-2012 dönemlerinde var olduğu görülmüştür. Nominal döviz kurunun negatif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenine doğru nedensellik ilişkisi, Küresel Finansal Kriz'e etki gösterdiği ve çalışmada ele alınan son 3 yılında var olduğu görülmüştür.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımların TÜFE üzerindeki etkisinin irdelenmesi çalışmanın diğer bir parçasını meydana getirmektedir. Eş Bütünleşme Analizlerinin değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin olmadığını belirtmesi sonrasında standart etki-tepki ve Varyans Ayırıştırma Analizleri uygulanmıştır. Etki-Tepki Analizleri bulgularına göre TÜFE, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki şoklar karşısında tepkisiz kalmaktadır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımları ise 3. dönemde pozitif yönde 4. dönemde ise negatif yönde TÜFE'deki değişimlere tepki vermektedir. Varyans Ayırıştırma Sonuçları ise TÜFE'deki değişimler üzerinde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının 3. dönem itibarıyla hatırı sayılır etkisi olduğunu ve dönem sonunda ise açıklama gücünün neredeyse %50'e yükseldiğini işaret etmektedir. Granger ve Toda-Yamamoto Nedensellik Analiz sonuçları ise TÜFE'den yabancı sermaye akımlarına doğru nedensellik ilişkisinin var olduğunu göstermektedir. Zamanla değişen Nedensellik Analizi'nde ise özellikle 2012-2016 dönemlerinde karşılıklı nedensellik ilişkisinin var olduğu tespit edilmiştir. Breitung-Candelon Nedensellik Analiz sonuçlarına göre kısa vadeli yabancı sermaye akımlarından TÜFE'ye doğru nedensellik ilişkisi, farklı frekans dönemlerinde de bulunmamaktadır. Ancak TÜFE'nin kısa ve orta dönemde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının nedeni olduğu araştırmada bulunan sonuçlar arasında yer almıştır. Saklı Eş Bütünleşme Analizleri, kısa vadeli yabancı sermaye akımları ile TÜFE arasında saklı eş bütünleşik ilişkinin olmadığını işaret etmiştir. Bu durum sonrasında kurulan Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları ise TÜFE'nin kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve negatif bileşenlerindeki şokların istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ifade eden sonuçlar ortaya konmuştur. Varyans Ayırıştırma Sonuçları da benzer yöndedir. TÜFE'nin pozitif ve negatif bileşenlerindeki değişimlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının rolünün küçük boyutta olduğu çalışmada bulunan sonuçlar arasındadır. Hacker&Hatemi-J, Fourier Granger ve Toda-Yamamoto Asimetrik Analizleri, değişkenler arasında asimetrik etkileşimin olmadığını doğrulayan sonuçlar ileri sürmüştür. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif bileşenleri 2010:Q2-2011:Q3 ve 2019:Q3 alt dönemlerinde TÜFE'nin pozitif bileşenini etkilediği ve negatif bileşenini ise TÜFE'nin negatif bileşeninin özellikle 2018:Q3- 2020:Q4 alt dönemlerindeki değişiminin nedeni olduğu test sonuçları ile ifade edilmektedir. Breitung-Candelon (2006),

Nedensellik Analizi'nde ise TÜFE'nin pozitif bileşeninden kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının pozitif ve negatif bileşenine doğru kısa dönemli nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir.

Çalışmada son olarak kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının GSYH'ye etkisi araştırılmıştır. Eş bütünleşme testlerinde uzun dönemli ilişkinin olmadığını ifade eden sonuçlar elde edildikten sonra standart etki-tepki ve Varyans Ayırıştırma Analizi uygulanmıştır. Varyans Ayırıştırma Analizi bulguları, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının GSYH'de yaşanan değişimlerde rolünün sınırlı olduğunu yönündedir. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarındaki şokların GSYH'deki yansımalarının istatistiksel olarak güvenilir boyutta olmadığı Tepki-Tepki Fonksiyonları Analizleri yardımıyla tespit edilmiştir. Nedensellik Analizlerine dayanarak değişkenler arasında nedensellik ilişkisinin olmadığını ifade eden sonuçlar elde edilmiştir. Zamanla değişen Nedensellik Analizi'ne göre kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerindeki değişimlerin ise GSYH'deki değişimlerin nedeni olduğu savının 2009:Q1-2009:Q3 ve 2011:Q3-2012:Q3 alt dönemler için geçerli olduğu görülmüştür. Bu durum 2008 Finansal Kriz sonrasında dünyada yaşanan likidite bolluğunun ülke ekonomisine yönelmesi sonucu yaşanan yüksek büyüme performansını doğrulayıcı niteliktedir. Farklı frekans dönemlerinde ise güçlü nedensellik ilişkisine rastlanmamıştır ve bu sonuç, Nedensellik Analizlerinin bulgularının birbirlerini destekleyici nitelikte olduğunu göstermektedir. Çalışmada son olarak GSYH ile kısa vadeli yabancı sermaye akımları arasındaki asimmetrik etkileşim araştırılmıştır. Saklı eş bütünleşme testlerine göre saklı eş bütünleşik ilişkinin olmadığı görüldükten sonra Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları Analizi uygulanmıştır. Asimetrik Etki-Tepki Fonksiyonları sonuçlarına göre kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında pozitif ve negatif şokların GSYH'deki yansıması bulunmamaktadır. Varyans Ayırıştırma Sonuçları da asimmetrik etki-tepki fonksiyonlarını destekleyici yöndedir ve GSYH'deki değişimlerde kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının rolü oldukça sınırlı olduğu çalışmada tespit edilmiştir. Asimetrik Nedensellik Analizleri kapsamında irdelenen dönemin tamamı dikkate alındığında değişkenler arasında Asimetrik Nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin pozitif bileşeninden GSYH'nin pozitif bileşenine doğru nedensellik ise 2008:Q2-2009:Q4 döneminde söz konusu analizin bulgularını işaret etmektedir. Zamanla Değişen Asimetrik Nedensellik Analizi sonuçları, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının negatif bileşenden GSYH'nin negatif bileşenine doğru nedensellik ilişkisinin bulunmadığını belirtmektedir. Son olarak farklı frekans alanındaki Nedensellik Analizi sonuçları, GSYH'nin negatif bileşenin orta ve uzun frekans alanındaki nedeninin kısa vadeli yabancı sermaye akımları olduğu yönündedir.

Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenlere etkisi incelendiğinde bu çalışmada, Türkiye ekonomisinin serbestleşme ve kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını olumlayan görüşler doğrultusunda bir süreç yaşanmadığı görülmüştür. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarıyla enflasyon, nominal döviz kuru, enflasyon ve GSYH'deki beklenen iyileştirmelerin

kalıcı olmadığı tespit edilmiştir. Değişkenler arasındaki etkileşimin, özellikle simetrikten daha ziyade asimetrik alanda daha belirgin olduğu araştırmada ayrıca elde edilen bulgular arasında yer almıştır.. Araştırmanın bulguları tarafından kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının belirli dönemlerde belirginleştiği gösterilmiştir. Özellikle 2008 Küresel Finans Kriz'inin patlak verdiği ve krizden çıkış için genişletici para ve maliye politikaların uygulandığı zaman aralıklarında kısa vadeli yabancı sermaye akımlarıyla seçili makroekonomik değişkenler arasında etkileşimin daha yoğun şekilde gerçekleştiği uygulanan testler sonucunda tespit edilmiştir. Diğer bir önemli zaman aralığı ise 2016 yılından sonraki yıllardır. 2016'dan günümüze kadar yerel ve küresel ölçekli birçok siyasi ve ekonomik olaylar meydana gelmiştir. Ortadoğu'daki gerilimler, gelişmiş ülke piyasalarının daraltıcı iktisat politikalarının uygulaması, Rahip Krizi, özellikle maliye ve para politikası uygulamalarının temel makroekonomik göstergelerin ve teorilerin göz ardı edilerek uygulanması gibi durumlar, Türkiye ekonomisinden sermaye çıkışlarını hızlandıran ve ekonomik performansı zedeleyen olaylar arasındadır. Bu ölçütler özelinde politika yapıcılarının, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına bağlı bir ekonomi politikalarından ziyade uzun vadeli özellikle üretime ve verimliliğe doğrudan katkı sunacak doğrudan yabancı sermaye akımlarını ülkeye yönlendirecek uygulamaları hayata geçirmesi önemli olacaktır. Kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik performansa iyileştirici özelliğinin çalışmada tespit edilememesinden dolayı yurt içi tasarrufları artıracak politikaların uygulanmalar çalışmada önerilen diğer bir önemli politika önerisidir. Enflasyonist sürecin olduğu zamanlarda yatırımcıların fonları spekülative alanlarda değerlendirme gerçeği ve reel yatırımların enflasyonist süreç nedeniyle ertelenmesi durumu, iktisat teorisiyle uyumlu para ve maliye politikaları ve Merkez Bankası bağımsızlığı ülke ekonomisi için önemini artırmaktadır. Bunun yanında kamunun döviz kazancı sağlayacak, dış piyasalarda dinamik karşılaştırmalı üstünlük sağlayacak sektörlerle öncelik veren teşvik uygulamalarını hayata geçirmesi, önemli politika uygulamaları arasında yer alacaktır. 2002-2013 yıllarında olduğu gibi sermayenin bol olduğu dönemlerde politika uygularcılarının gelen fonları doğrudan istihdama katkı sunmayan inşaat sektörü yerine istihdamı, üretkenliği, verimliliği ve ithal yatırım mallarına bağımlılığı azaltacak alanlarda kullanması önerilen diğer bir politika önerisidir.

Bu araştırma, belirli kısıtlara tabi olmuştur. Önemli kısıtlardan biri, belirli makroekonomik değişkenler dikkate alınarak çalışma gerçekleştirilmesidir. Gelecek çalışmalarda farklı makroekonomik göstergeler özelinde araştırmayı genişletmeleri, Türkiye ekonomisi için kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının etkisinin daha kapsamlı incelenmesine olanak sağlayabilir. Ayrıca kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının makroekonomik göstergelere etkisinin doğrudan araştırılması, çalışmadaki diğer bir kısıt meydana getirmektedir. Belirli varsayımlar altında sınırlı aktarım mekanizmaların oluşturulmasının kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomisindeki rolünü tespit etmekte yararlı olacağı düşünülmektedir. Ayrıca ekonometrik uygulamalarda farklılaşmaya giderilmesi, literatürün genişlemesinde önemli rol oynayacaktır.

KAYNAKÇA

- Acar, M. (2016). “Doğrudan Yabancı Sermayenin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği”. **Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 13(3), 92-105.
- Acosta, P. ve Loza, A. (2005), “Short And Long Run Determinants Of Private Investment In Argentina”, **Journal Of Applied Economics**, 8(2), 389-406.
- Aka, K., (2020), “Cari Açığı Belirleyen Faktörler: Türkiye Ekonomisi Üzerine Ampirik Bir Uygulama”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 8(5), 1571-1584.
- Akdemir, N. B. (2017), **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri: 2001 Türkiye Krizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Medeniyet Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Akkaya, A. T. (2010), **Uluslararası Borç Krizi ve Türkiye Borçlarının Sürdürülebilirliği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akkuzu, İ. (2003). **Türkiye’de Finansal Liberalleşme ve Şubat 2001 Krizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aklan, N. A. (2007), “Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, 7(13), 222-251.
- Aklan, N. ve Nargeleçekenler, M. (2008), “Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, (39), 109-132.
- Aksaraylı, M. veTuncay, Ö. (2009), “Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24(1), 105-122.
- Aksoy, Z. T. ve Özer,A. (2023), “2000-2020 Yılları Arasında Türkiye’deki Sermaye Kaçışları İle Seçilmiş Makroekonomik Faktörler Arasındaki İlişki”, **Alanya Akademik Bakış**, 7(1), 111-128.
- Aktan, C. C. (1998), “Globalleşme, Bölgeselleşme ve Yerelleşme”, **Dış Ticaret Dergisi**, 3(10), 1-5.
- Aktan, C. C. ve Şen, H. (2001), “Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri”, **Yeni Türkiye Dergisi**, 2(42)
- Aktan, E. (2015), “Yeni Ekonomik Sistemde Elektronik Pazarlama”, **Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 1(38), 122-142.

- Akyüz, Y. (1994), “Ekonomide Liberalleşme ve Sanayileşme Latin Amerika Deneyimi”, **İktisat İşletme ve Finans**, 9(96), 5-20.
- Alagöz, E. (2019), **Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ülke Ekonomileri Üzerindeki Etkileri ve Tobin Vergisinin Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Albayrak, H. ve İpek, E. (2022), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 40(4), 700-720.
- Albayrak, H. (2019), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Faiz Oranları Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bandırma Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Alçingi, S. (2021), **Ekonomik Küreselleşme ve Ekonomik Krizler: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aliber, R. Z. (1973), “The Interest Rate Parity Theorem: A Reinterpretation”, **Journal Of Political Economy**, 81(6), 1451-1459
- Alkın, Emre (2001). **Büyüme İstikrar Yabancı Sermaye İlişkisi**, TCMB, Ankara.
- Alp, Ali (2000). **Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Yapı Kredi Kültür Sanat Yayıncılık, İstanbul.
- Alpay, Yalın ve Alkın Emre (2017). **Olaylarla Türkiye Ekonomisi: Yirminci Yüzyıl Türkiye Ekonomi Tarihi**, Hümanist Kitap, İstanbul.
- Alper, C. E. (2001), “The Turkish Liquidity Crisis Of 2000: What Went Wrong”, **Russian & East European Finance and Trade**, 37(6), 58-80.
- Apak, S., Uçak, A. ve Uzunoğlu, S. (2006), Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. **TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı**.
- Apaydın, Ş. (2015), **Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Apaydın, Ş. ve Şahin, H. (2017), “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının İktisadi Dalgalanmalar Üzerindeki Etkileri: Bir Uzun Dönem Kısıtlı SVAR Modeli”, **Politik Ekonomik Kuram**, 1(1), 22-72.
- Appadurai, A. (Ed.). (2001). **Globalization** (Vol. 2), Duke University Press, North Carolina.
- Appleyard, Dennis ve Field Alfred (1992). **International Economics**, Richard Irwin INC., USA.
- Arai, Y. ve Kurozumi, E. (2007), “Testing For The Null Hypothesis Of Cointegration With A Structural Break”, **Econometric Reviews**, 26(6), 705-739.

- Aral, A. (2015). **Türkiye'de Döviz Kuru ve Dış Ticaret İlişkisi: 1992-2013 Dönemi Eşbütünleşme Analizi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ardıç, H. (2004), **1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.
- Ariyoshi, A. vd. (2000), “Country Experiences With The Use And Liberalization Of Capital Controls”, **IMF Occasional Paper**, 190.
- Arslanturk, Y. vd. (2011), “Time-Varying Linkages Between Tourism Receipts And Economic Growth In A Small Open Economy”, **Economic Modelling**, 28(1-2), 664-671.
- Aslan, M. B. (2020), “Uluslararası Sermaye Akımlarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, **Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi**, 4(1), 1-22.
- Aslan, N. (1997). **Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri**, 2. Baskı, Türkmen Kitabevi İstanbul
- Aslan, N. vd. (2014), “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru ile İlişkisi”, **Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, 5(10).
- Ataç, B. (2002), “Maliye Politikası”, **Anadolu Üniversitesi Eğitim Sağlık Ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları**, No: 118, 6. Baskı, Eskişehir.
- Atamtürk, B. (2007). “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 23(2).
- Ateş, B. A. ve Kendir, E. (2022), “Bankalar ile Bankalarca Sağlanan Kredilerin Enflasyon Deflatörüne Etkisi: OCED Örneği”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 27(3), 339-356.
- Atış, A. G. (2008), **Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ay, A. ve Mangir, F. (2007), “Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi”, **Maliye Dergisi**, 153, 123-141.
- Aydemir, C. ve Kaya, M. (2007), “Küreselleşme Kavramı ve Ekonomik Yönü”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(20), 260-282.
- Aydeniz, N. Slinir, M. ve Karhan, G. (2012). “Küreselleşme Olgusuna Temel Yaklaşımlar”, **Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi**, 1(1), 1013-1023.
- Aydın, C. (2021), **Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye’de Ekonomik Krizler İle İç-Dış Borçlanma İlişkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Aydın, M. F. ve Us, V. (2007), “Carry Trade: Gelişmeler ve Riskler, **TİSK Akademi**, 2(3), 174-185.
- Ayhan, F. (2019), “Türkiye İçin Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Reel Döviz Kurunun Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerine İlişkin Uygulamalı Bir Araştırma”, **Yaşar Üniversitesi E-Dergisi**, 14(54), 106-118.
- Aysu, A. (2007), **Dış Borçlanma ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Aysu, Y. (2011), **1980 Sonrası Türkiye'nin Dış Borç Sorunu ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Babaoğlu, D. (2005), **Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.
- Bacchetta, P. ve Van Wincoop, E. (2000), “Does Exchange-Rate Stability Increase Trade And Welfare?”, **American Economic Review**, 90(5), 1093-1109.
- Badurlar, İ. Ö. ve Badurlar, İ. Ö. (2009), “Türkiye’de Carry Trade Yatırım Stratejisi ve Belirleyicileri Arasındaki İlişki: 2001-2007”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10(1), 53-74.
- Bağcı, S. A. (2016), “Kasım 2000 ve Şubat 2001 Ekonomik Krizlerinin Dış Ticarete Etkileri”, **Aksaray Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 8(3), 46-54.
- Baharumshah, A. Z. ve Thanoon, M. A. (2000), “Foreign Capitals, Savings and Economic Growth: A Dynamic Panel Study On The East Asian Countries”, **Mimeographed, Department Of Economics, Universiti Putra Malaysia**, Nd.
- Bailliu, J. (2000), “Private Capital Flows, Financial Development and Economic Growth In Developing Countries, (No. 2000-15), **Bank Of Canada. Bank Of Canada Working Paper**, 1-20.
- Bailliu, J. ve King, M. R. (2005), “What Drives Movements In Exchange Rates?”, **Bank Of Canada Review**, 27-39.
- Bal, E. (2019), **Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkilerinin Analizi: 2005-2018**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bal, H. (2001), Uluslararası Finansman, Dış Borç Yönetimi ve Türkiye, **TBB**, Yayın No:222, İstanbul.
- Balay, R. (2004), “Küreselleşme”, **Bilgi Toplumu ve Eğitim. Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi**, 37(2), 61-82.
- Balcılar, M. vd. (2010), “Economic Growth and Energy Consumption Causal Nexus Viewed Through A Bootstrap Rolling Window”, **Energy Economics**, 32(6), 1398-1410.

- Balseven, H. (2003), **Sermayenin Vergilendirilmesinin Sermaye Akımları Üzerindeki Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Balseven, H. ve Erdoğan, M. (2005), “Mali Kriz Riski Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye’de Uygulanabilir Bir Versiyonu”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 20(1), 297-319.
- Banerjee, A. vd. (1998), “Error-Correction Mechanism Tests For Cointegration In a Single-Equation Framework”, **Journal Of Time Series Analysis**, 19(3), 267-283.
- Banerjee, P. vd. (2017), Fourier ARDL Cointegration Test To Approximate Smooth Breaks With New Evidence From Crude Oil Market, **Economic Modelling**, 67, 114-124.
- Baran, D. (2017), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir Katip Çelebi Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Baran, D. ve Tuncay, Ö. (2017), “Gelişmekte Olan Ekonomilerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Optimizasyonu”. **Kesit Akademi Dergisi**, (7), 190-207.
- Barbaros, M. ve Kalaycı, S., (2019), “Finansal Serbestleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri: 1992 Q1-2002 Q4 ve 2003 Q2-2018 Q2 Dönemlerinin Analizi”. **Paradoks Ekonomi Sosyoloji ve Politika Dergisi**, 15(2), 211-228.
- Barışık, S. ve Açıkgöz, E. (2007), “Türkiye’de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi:(1992-2005 Dönemi Var Analizi)”, **TİSK Akademi**, 2(3), 198-218.
- Barro, R. J. (1989), “The Ricardian Approach To Budget Deficits”, **Journal Of Economic Perspectives**, 3(2), 37-54.
- Barro, R. J. (1990), “Government Spending In A Simple Model Of Endogeneous Growth”, **Journal Of Political Economy**, 98 (5, Part 2), S103-S125.
- Bartal, R. (2019), **Türkiye’nin 2007 – 2017 Dönemi Dış Borcunun Ekonomik Büyüme ve Enflasyon Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uşak Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Başoğlu, U. (2000), “Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3(4), 87-99.
- Bath, V. (2012), “Foreign Investment, The National Interest And National Security-Foreign Direct Investment In Australia and China”, **Sydney Law Review**, The, 34(1), 5-34.
- Bauman, Z. (1998). **Globalization: The Human Consequences**, Columbia University Press, Colombia.
- Bayar, F. (2008), “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye”, **Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi**, 32(4), 25-34.

- Becermen, C. (2001), “Küreselleşme ve Postmodernite”, **Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 3,17.
- Becker, R. vd. (2006), A Stationarity Test in the Presence of an Unknown Number Of Smooth Breaks, **Journal Of Time Series Analysis**, 27(3), 381-409.
- Belton Jr, W. J. ve Cebula, R. J. (1995), “International Capital Inflows, Federal Budget Deficits and Interest Rates, 1971—1984”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, 3-13.
- Berikol, B. Z. (2008), “Yeni Ekonominin Finansal Krizler Üzerine Etkileri: Türkiye Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri”, **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 12(2), 1-15
- Berksoy, T. (2001), “Kur Faiz Kısılacı”, **Görüş Dergisi**, 8, 54-55.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. (1998), **Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın İstanbul.
- Berlung, L. G., Kaufman, J. W., Landstrom, U. ve Savolainen, K. M. (2001). **Industrial ventilation design guidebook**. Industrial Ventilation Design Guidebook, 181-184.
- Bilgi, D. (2009), **Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Lisans Tezi, Akdeniz Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bilgin, M. H. (2004), “Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (8), 80-94.
- Blaug, M. (1990), “On The Historiography of Economics”, **Journal Of The History Of Economic Thought**, 12(1), 27-37.
- Bloomfield, A. I. (1946), “Postwar Control Of International Capital Movements”, **The American Economic Review**, 36(2), 687-709.
- Boratav, K. (2001), “2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, **İktisat İşletme ve Finans**, 16(186), 7-17.
- Boratav, K. (2017), **Emperyalizm, Sosyalizm ve Türkiye**, Vol. 108, Yordam Kitap, İstanbul.
- Boswijk, H. P. (1994), “Testing For An Unstable Root İn Conditional And Structural Error Correction Models”, **Journal Of Econometrics**, 63(1), 37-60.
- Bosworth, B. P. vd. (1999), “Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. Brookings Papers On Economic Activity, 1999(1), 143-180.
- Bozkurt, V. (2000), “Küreselleşme: Kavram-Gelişim ve Yaklaşımlar”, **The Journal of Industrial Relations and Human Resources**, 2(1).
- Bozkurt, Y. (2016), “Yeni Toplumsal Hareketler Çerçevesinde Çevreci Hareket ve Gezi Parkı Olayları”, **Journal of Management and Economics Research**, 14(2), 276-293.
- Bozkurt, H. (2007), **Zaman Serileri Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa

- Branson, W. H. ve Henderson, D. W. (1985), “The Specification and Influence of Asset Markets”, **Handbook of International Economics**, 2, 749-805.
- Branson, William H., (1977), “Asset Market and Relative Prices In Exchange Rate Determination”, **Institute For International Economic Studies**, Reprint Series, No. 98, 70–89.
- Breitung, J., & Candelon, B. (2006). Testing for short-and long-run causality: A frequency-domain approach. *Journal of econometrics*, 132(2), 363-378.
- Breuer, J. B. (2004), “An Exegesis On Currency and Banking Crises”, **Journal Of Economic Surveys**, 18(3), 293-320.
- Brooks, C. ve Hinich, M. J. (1998), “Episodic Nonstationarity In Exchange Rates”, **Applied Economics Letters**, 5(11), 719-722.
- Buchanan, J. M. (1958), “Public Principles Of Public Debt: A Defense And Restatement”, **Hassell Street Press**.
- Buchanan, J. M. ve Wagner, R. E. (1967), “Public Debt In A Democratic Society”, **American Enterprise Institute For Public Policy Research**.
- Buiter, W. H. (1985), “A Guide To Public Sector Debt and Deficits”, **Economic Policy**, 1(1), 13-61.
- Bulut, Ö. U. (2016), **Finansal Liberalizasyon ve Kriz Öncü Göstergelerinin Analizi**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Calvo, G. A. vd. (1993), “Capital Inflows And Real Exchange Rate Appreciation In Latin America: The Role Of External Factors”. **Staff Papers**, 40(1), 108-151.
- Calvo, G. A. vd. (1996), “Inflows Of Capital To Developing Countries In The 1990s”, **Journal Of Economic Perspectives**, 10(2), 123-139.
- Candan, E. (2007), “Dünya Bankası Kredi Kullanımlarında Ve Projelerin Tatbikinde Yaşanan Sorunlar”, **Sayıştay Dergisi**, (64), 69-109.
- Carrion-Í-Silvestre, J. L., ve Sansó, A. (2007), “The KPSS Test With Two Structural Breaks”, **Spanish Economic Review**, 9, 105-127.
- Carvalho, D. ve Fidora, M. (2015), “Capital Inflows and Euro Area Long-Term Interest Rates”, **Journal Of International Money And Finance**, 54, 186-204.
- Caspi, I. (2017), “Rtadf: Testing For Bubbles With Eviews”. **Journal Of Statistical Software**, 81, 1-16.
- Castles, S. (2001), “Development, Social Transformation And Globalisation”, **Centre For Asia Pacific Social Transformation Studies**, University Of Wollongong.
- Cebula, R. J. (1997), “The Impact Of Net International Capital Inflows On Nominal Long-Term interest Rates In France”, **Atlantic Economic Journal**, 25, 179-190.

- Cerutti, M. E. vd. (2015), "Push Factors And Capital Flows To Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals", **International Monetary Fund Working Paper**.
- Chase-Dunn, C., Kawano ve Brewer, (2000). Trade Globalization Since 1795: Waves Of Integration In The World-System. **American Sociological Review**, 65(1), 77-95.
- Childe, G. V. (2009). **Tarihte Neler Oldu?**, Kırmızı Yayınları, İstanbul
- Chuhan, P. vd. (1996), "International Capital Flows: Do Short-Term Investment And Direct Investment Differ?", **World Bank Publications**.
- Chuhan, P. ve Claessens, C. A. (1993), "Equity And Bond Flows To Asia And Latin America: The Role Of Global And Country Factors", No. 1160, **The World Bank**.
- Cicioğlu, Ş.(2009), "The Financial Deepening In Turkish Economy: An Analyze From The Selected Indicators", **Researches In Economics Econometrics & Finance**, 95.
- Claessens, S. vd. (2000a), "Corporate Distress In East Asia: Assessing The Impact of Interest and Exchange Rate Shocks". **Emerging Markets Quarterly**, 3, 8-14.
- Claessens, S. vd. (2000b), "Corporate Performance In The East Asian Financial Crisis", **The World Bank Research Observer**, 15(1), 23-46.
- Collins, J. (2017), "An Analysis Of John Maynard Keynes's The General Theory Of Employment, Interest And Money", **Macat Library**.
- Combes, J. L. vd. (2011), "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility and The Real Exchange Rate". Exchange Rate Flexibility and The Real Exchange Rate.
- Cömert, F. (2000), "İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye", **Hazine Dergisi**, 13(2), 29-34.
- Crowley, P. and Lee, J. (2003). "Exchange Rate Volatility and Foreign Investment: International Evidence", **The International Trade Journal**, 17(3), 227-252.
- Cural, M. (2012), **Kalkınmanın Finansmanında Kamu İç-Dış Borç Yapısı**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Çağlar, Ü. (2003), **Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**. Alfa Yayınları, İstanbul.
- Çelen, M. ve Zülfüoğlu, Ö. (2008), "Klasik Kamu Borçlanma Teorisinin Oluşumu", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 25(2), 289-308.
- Çelik, İ. E. ve Yavuz, M. S. (2021), "Factors Responsible For Current Account Deficits In Turkey: Short-Term Capital Inflows, Energy Imports Or Gold Imports?", **19 Mayıs Sosyal Bilimler Dergisi**, 2(3), 757-769.
- Çençin, U. (2019). **Küreselleşmenin İşsizlik Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hatay Mustafa Kemal Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Çeviş, İ. (2005), “Para Krizlerine Ampirik Bir Yaklaşım”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları**, 187.
- Çeviş, İ. and Kadılar, C. (2001), “The Analysis Of The Short-Term Capital Movements By Using The Var Model: The Case Of Turkey”. **The Pakistan Development Review**, 187-201.
- Çiğdem, G. (2019), “Is There A Relationship Between Short-Term Capital Movements And Balance Of Foreign Trade? An Empirical Study On Turkey”, **Akademik Hassasiyetler**, 6(11), 353-366.
- Çimenoglu, A. ve Yentürk, N. (2002), “Impacts Of International Capital Inflows On The Turkish Economy”, **IN ERCMETU VI. International Conference In Economics Symposium Proceedings**, 1-28.
- Çoban, O. (2003), “Education, Human Capital and Economic Growth In Interaction: An Econometric Review On Turkey (1980-1997)”, **II. National Knowledge, Economy And Management Conference Proceedings**, 17-18.
- Çokgezen, J. Y., (2010). **1980'den Günümüze Türkiye Ekonomisi**, Beta Yayınları, İstanbul
- Dağdemir, Ö. ve Küçükcalay, A. M. (1999), “Türkiye’de 1960-1980 Müdahale Dönemi Ekonomileri: İktisat Politikaları ve Makro Ekonomik Göstergeler Açısından Bir Karşılaştırma”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 3.
- Danışoğlu, A. (1999), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Türkiye Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Darıcan, M. F. (2013). “Ekonomik Krizler ve Türkiye”, **İstanbul Aydın Üniversitesi Dergisi**, 5(17), 39-46.
- Davidson, L. (1999), “The Case For Regulating İnternational Capital Flows. In Uncertainty, International Money, Employment And Theory”, **Palgrave Macmillan**, London.
- Değirmen, S. ve Elmas, F. (2008), “Türkiye’de Faiz ve Kur Politikalarının İhracat Üzerindeki Etkisi, **Ekonomik Yaklaşım**, 19(69), 47-66.
- Delipalla, S. ve Keen, M. (1992), “The Comparison Between Ad Valorem and Specific Taxation Under İmperfect Competition”, **Journal Of Public Economics**, 49(3), 351-367.
- Demir, M. ve Sever, E. (2009), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, 8(29), 214-239.
- Demirel, B. (2019), Küresel Likidite Bolluğu Döneminde, Gelişen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Belirleyicileri: Türkiye Örneği. **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 21(3), 462-486.
- Denys, L. A. (2001), “European Union: Tobin-Spahn Tax On Financial Transactions and Article 56 Ec: An Opinion”, **European Taxation**, 41(11), 430-435.

- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) (2000), “Küreselleşme Özel İhtisas Komisyon Raporu”, **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, DPT:2544-ÖİK:560
- Dewey, M. (2007), “English As a Lingua Franca And Globalization: an Interconnected Perspective”, **International Journal Of Applied Linguistics**, 17(3), 332.
- Diatkine, D. (2016). **David Hume (1711–1776). In Handbook On The History Of Economic Analysis**, Edward Elgar Publishing, United Kingdom.
- Direkçi, T. B. ve Kaygusuz, S. (2013), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler İle Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (Akad)**, 5(9), 28-42.
- Doğan, S. ve Yamak, N. (2021), “Kripto Para Fiyatları ile Dolar Endeksi Arasındaki Nedensellik İlişkisi”, **Bankacılar Dergisi**, 118, 105-123.
- Doğanalp, N. (2005). **Kamu Borçlanma Teorisi ve Borçlanmanın Reel Kesim Üzerindeki Etkileri**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erciyes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğukanlı, H.(2001). **Uluslararası Finans**, Nobel Kitabevi, Ankara.
- Dolado, J. J. ve Lütkepohl, H. (1996). “Making Wald Tests Work For Cointegrated VAR Systems”. **Econometric reviews**, 15(4), 369-386.
- Domowitz, I. vd. (1997), “Market Segmentation And Stock Prices: Evidence From An Emerging Market”, **The Journal Of Finance**, 52(3), 1059-1085.
- Dornbusch, R. vd. (2011). **Macroeconomics**, Mcgraw-Hill, New York.
- Dornbusch, R. ve Fischer, S. (1980), “Exchange Rates And The Current Account”, **The American Economic Review**, 70(5), 960-971.
- Drucker, P. F. (2017). **The New Realities**. Routledge, England.
- Dursun, B. (2019), **Türkiye’de Dış Borç Gelişimi Ve Ekonomik Etkileri**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sivas Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dutt, A. K. (1990), “Interest Rate Policy In LDCS: A Post Keynesian View”, **Journal Of Post Keynesian Economics**, 13(2), 210-232.
- Efron, B. (1992). **Bootstrap Methods: Another Look At The Jackknife. In Breakthroughs In Statistics: Methodology Aand Distribution**, Springer, New York.
- Eğilmez, M. (2011). **Küresel Finans Krizi**. Remzi Kitabevi. İstanbul
- Eğilmez, M. (2020). **Türkiye Ekonomisi**. Remzi Kitabevi. İstanbul
- Eichengreen, B. ve Rose, A. (2014), “Capital Controls In The 21st Century”, **Journal Of International Money and Finance**, 48, 1-16.

- Ekinci, İ. (2019), **Küreselleşme, Ülkeler Arası Gelir Dağılımı Eşitsizliği ve Kof Küreselleşme Endeksi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Gelişim Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Enders, W. (2008). **Applied Econometric Time Series**, John Wiley & Sons, New York.
- Enders, W. ve Jones, P. (2016), “Grain Prices, Oil Prices, And Multiple Smooth Breaks In A VAR”, **Studies In Nonlinear Dynamics & Econometrics**, 20(4), 399-419.
- Enders, W. ve Lee, J. (2012), “The Flexible Fourier Form and Dickey–Fuller Type Unit Root Tests”, **Economics Letters**, 117(1), 196-199.
- Engin, İ. (2022), “1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Uygulanan Ortodoks İstikrar Programları: 24 Ocak ve 5 Nisan Kararları”, **Fiscaoeconomia**, 6(3), 1173-1193.
- Engle, R. F. ve Granger, C. W. (1987), “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing”, **Econometrica: Journal Of The Econometric Society**, 251-276.
- Erataş, F. ve Öztekin, D. (2010), “Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2(2), 57-64.
- Erdoğan, B. (2006), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler Ve Finansal Kriz Modelleri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Erdoğan, S. ve Tatar, H. E. (2021), “Türkiye’de Uluslararası Portföy Yatırımlarının İçsel Faktörleri Üzerine Ardl Analizi, **Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Bilimleri Akademik Araştırmalar Dergisi**, 5(12), 1-17.
- Erdoğan, S. (2006), **Küreselleşme Sürecinde Uluslararası Sendikacılık**, Ankara: İmge Kitabevi Yayınları.
- Ergül, Ö. (2012), **Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği**, Uzmanlık Yeterlik Tezi-Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Errunza, V. (2001), “Foreign Portfolio Equity Investments, Financial Liberalization and Economic Development”, **Review Of International Economics**, 9(4), 703-726.
- Ersin, İ. (2023), “Türkiye’de Sektörel Ticari Kredilerin Enflasyon Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 19(2), 258-274.
- Ertürk, E (1994). **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul.
- Esen, O. (2000), “Financial Openness In Turkey”, **International Review Of Applied Economics**, 14(1), 5-23.
- Esen, Ö. (2008), **Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Başlıca İktisadi Değişkenler Üzerine Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Eser, K. (1993), “Mali Baskı Altındaki Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Liberalizasyon Politikalarının Etkinliği”, **Ekonomik Yaklaşım**, 4(10), 83-100.
- Eser, K. (1996), “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makroekonomik Performans Üzerindeki Etkileri”, **Hazine Dergisi**, 1, 21-40.
- Eset, U. (1997), “Türkiye’de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi”, **İktisat Dergisi**, 75, 78.
- Eşkinat, R. (1998). **Küreselleşme ve Türkiye Ekonomisine Etkisi**. Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir.
- Faroh, A. ve Shen, H. (2015), “Impact of Interest Rates On Foreign Direct Investment: Case Study Sierra Leone Economy”, **International Journal of Business Management and Economic Research**, 6(1), 124-132.
- Feldstein, M. (1982), “Domestic Saving And International Capital Movements In The Long Run And The Short Run”, No. W0947, **National Bureau of Economic Research**.
- Felix, D. (1995), “The Tobin Tax Proposal: Background, Issues And Prospects”, **Futures**, 27(2), 195-208.
- Fernandez-Arias, E. ve Montiel, P. J. (1996), “The Surge In Capital Inflows To Developing Countries: An Analytical Overview”, **The World Bank Economic Review**, 10(1), 51-77.
- Fischer, B. ve Reisen, H. (1992), **Towards Capital Account Convertibility**, No. 4, OECD Publishing, Paris.
- Fischer, S. (2001), “Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?”, **Journal Of Economic Perspectives**, 15(2), 3-24.
- Fischer, S. (2003), “Globalization And Its Challenges”, **American Economic Review**, 93(2), 1-30.
- Fleming, J. Marcus, 1958, "Exchange Depreciation, Financial Policy And The Domestic Price Level," Staff Papers, **International Monetary Fund**, Vol. 6 (April), Pp. 289-322
- Flood, R. P. ve Garber, P. M. (1984), “Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples”, **Journal of International Economics**, 17(1-2), 1-13.
- Förster, M. vd.. (2014), “The Dynamics Of International Capital Flows: Results From A Dynamic Hierarchical Factor Model”, **Journal of International Money and Finance**, 48, 101-124.
- Frankel, J. (2000). **Globalization Of The Economy. In Governance In Globalizing World**, Brookings Institution Press, Washington, Dc.
- Frankel, J. A. (1992), “Measuring International Capital Mobility: A Review”, **The American Economic Review**, 82(2), 197-202.
- Friedman, T. L. (2000), “The Lexus And The Olive Tree: Understanding Globalization”, **Farrar, Straus And Giroux**.

- Fukuyama, F. ve Dicleli, Z. (2011), **Tarihin Sonu ve Son İnsan**, Profil Yayıncılık, İstanbul.
- Gallant, A. R. (1981), “On The Bias In Flexible Functional Forms And An Essentially Unbiased Form: The Fourier Flexible Form”, **Journal Of Econometrics**, 15(2), 211-245.
- Gaytancıoğlu, S. (2010), “Rasyonel Beklentiler Teorisi Çerçevesinde Türkiye’de 1994 Krizi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2(1), 139-146.
- Geçer, T. (2017), “Eximbank" Teminat Mektubu" Toplama Bankası Mı?”, **Uluslararası Ticaret ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 1(2), 81-86.
- Gedikli, A. (2011), **Küreselleşmenin Tarihi Mi, Tarihinde Küreselleşmesi Mi? Küreselleşen Ekonomi Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Detay Yayıncılık, Ankara, 1-36.
- Gençler, A. (2003), “Küreselleşme-Çok Uluslu Şirketler ve Sendikalar”. **The Journal Of Industrial Relations and Human Resources**, 5(2).
- Gerber, J. (2014), **International Economics: Pearson New International Edition**, Pearson Education Limited, London.
- Gerger, H. (2012). **Türk Dış Politikasının Ekonomi Politikası: Soğuk Savaştan Yeni Dünya Düzenine**, Yordam Kitap, İstanbul.
- Gerlach, S. ve Gerlach- Kristen P. (2006), “Monetary Policy Regimes And Macroeconomic Outcomes: Hong Kong And Singapore”, **Bank For International Settlements Working Papers**, Sayı: 204.
- Geweke, J. (1982). Measurement of linear dependence and feedback between multiple time series. *Journal of the American statistical association*, 77(378), 304-313.
- Ghosh, J. (2005), “The Economic And Social Effects Of Financial Liberalization: A Primer For Developing Countries”, **Un Department Of Economic And Social Affairs Working Papers**, No.4.
- Gibson, H. D. ve Tsakalotos, E. (1994), “The Scope and Limits Of Financial Liberalisation In Developing Countries: A Critical Survey”, **The Journal Of Development Studies**, 30(3), 578-628.
- Goldin, I. ve Reinert, K. A. (2010), “Ideas, Development and Globalization”, **Canadian Journal Of Development Studies/Revue Canadienne D'études Du Développement**, 29(3-4), 329-348.
- Goldstein, N. (2010). **Globalization And Free Trade**, Infobase Publishing.
- Göksu, E. (2005), **Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkileri**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gabel, L. (1995), “Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation Of Financial Liberalization Programmes In The Third World”, **International Review Of Applied Economics**, 9(2), 127-149.

- Granger, C. W. (1969), "Investigating Causal Relations By Econometric Models and Cross-Spectral Methods", **Econometrica: Journal Of The Econometric Society**, 424-438.
- Granger, C. W. ve Yoon, G. (2002), "Hidden Cointegration. U Of California, **Economics Working Paper**, (2002-02).
- Gregory, A. W. ve Hansen, B. E. (1996), "Practitioners Corner: Tests For Cointegration In Models With Regime and Trend Shifts", **Oxford Bulletin Of Economics And Statistics**, 58(3), 555-560.
- Gujarati, D. N. ve Porter, D. (2009), **Basic Econometrics**, Mc Graw-Hill International Edition, Boston.
- Gurgul, H. ve Lach, Ł. (2014), "Globalization And Economic Growth: Evidence From Two Decades Of Transition In Cee". **Economic Modelling**, 36, 99-107.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. (2002), "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya Ve Türkiye Krizleri", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, (27), 107-134.
- Günay, G. (2007), **Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Krizlere Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gündoğan, N. (2002), "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve İstihdam Üzerine Etkileri.", **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, (26).
- Güney, A. ve Tunali, H. (2017), "Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı Üzerine Bir Değerlendirme", **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)**, 9(16), 35-48.
- Gürbüz, R. (2006), **Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Güriş, B. ve Kıran, B. (2007), "Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı", **İktisat İşletme ve Finans**, 22(255), 85-94.
- Gürsoy, Ş. ve Çapcıoğlu, İ. (2006), "Din-Kimlik İlişkisi Üzerine", **Toplum Bilimleri**, 1-3.
- Güvenoğlu, H. ve Karahan, Ö. (2021), "Farklı Para Politikası Stratejileri Altında Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki", **Journal Of Academic Value Studies (Javstudies)**, 6(4), 391-405.
- Güzeltik, E. (1999). **Küreselleşme ve İşletmelerde Değişen Kurum İmajı**. Sistem Yayıncılık, İstanbul.
- Hacker, R. S. ve Hatemi-J, A. (2006), "Tests For Causality Between Integrated Variables Using Asymptotic And Bootstrap Distributions: Theory And Application", **Applied Economics**, 38(13), 1489-1500.
- Hardin, G. (1968), "The Tragedy Of The Commons", **Science** 162 (3859) 1243-1248
- Hatemi-J, A. (2003), "A New Method To Choose Optimal Lag Order In Stable And Unstable Var Models", **Applied Economics Letters**, 10(3), 135-137.

- Hatemi-J, A. ve Irandoust, M. (2012), "Asymmetric Interaction Between Government Spending And Terms Of Trade Volatility: New Evidence From Hidden Cointegration Technique", **Journal Of Economic Studies**, 39(3), 368-378.
- Haynes, J. (Ed.). (2016), **Religion, Globalization And Political Culture in The Third World**, Springer, Berlin, Heidelberg.
- Heath, A. Galati, G., McGuire, P. (2007), "Evidence Of Carry Trade Activity", **BIS Quarterly Review**, September.
- Held, D. ve McGrew, A. (Ed). (2000). **The global transformations reader** (Vol. 294). Cambridge, London
- Held, D., & McGrew, A. (2007). "Globalization/Anti-Globalization: Beyond The Great Divide", **Polity**.
- Helleiner, G. K. (1997), "Capital Account Regimes And The Developing Countries", **International Monetary and Financial Issues For The 1990s**, 8, 956.
- Hepsağ, A. (2009), "Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin Mckinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği", **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi**, 3(1), 63-80.
- Herlihy, D. (Ed.). (1971). **The History Of Feudalism**. Springer, Berlin, Heidelberg.
- Hosoya, Y. (1991). The decomposition and measurement of the interdependency between second-order stationary processes. *Probability theory and related fields*, 88(4), 429-444.
- Hoti, S. (2005), "Trends And Volatilities In International Capital Flows For Developing Countries", **Working Paper**, University Of Western Australia, Perth.
- Howard, M. (2001), "Financial Liberalization In Jamaica/Libéralisation Financière En Jamaïque", **Savings And Development**, 457-473.
- Hume, David [1752] (1985), "Essays: Moral, Political and Literary", (Ed. Miller), **Liberty Fund**, Indianapolis.
- Hyusein, S.S. (2004), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu, Dış Borçlar ve Büyüme Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği (1990-2001)**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Igan, D. vd. (2020), "The Real Effects Of Capital Inflows In Emerging Markets", **Journal Of Banking & Finance**, 119, 105933.
- IMF (1998). "Financial Crises, Characteristics and Indicators of Vulnerability", **World Economic Outlook**, 1998, 75.
- IMF, S. (2000), "Globalization: Threat Or Opportunity?", **IMF**, Issue Briefs.

- Iwata, M. S. ve Tanner, M. E. (2003), “Pick Your Poison: The Exchange Rate Regime And Capital Account Volatility İn Emerging Markets”, **International Monetary Fund**, IMF Working Paper May 2003.
- İnandım, Ş. (2005), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.
- İnsel, A. ve Sungur, N. (2003), “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999: IV”, (No. 2003/8), **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Discussion Paper.
- Jia, X. ve Ren, Y. (2017), “The Impact Of Institutional Factors And Capital Market Openness On Short-Term International Capital Flow”, **In 2017 4th International Conference On Industrial Economics System And Industrial Security Engineering (IEIS)**, 1-6.
- Johansen, S. (1988), “Statistical Analysis Of Cointegration Vectors”, **Journal Of Economic Dynamics And Control**, 12(2-3), 231-254.
- Johansen, S. (1991), “Estimation And Hypothesis Testing Of Cointegration Vectors In Gaussian Vector Autoregressive Models”, **Econometrica: Journal Of The Econometric Society**, 1551-1580.
- John, O. N., vd. (2023), “Effect Of Fraud And Corruption On Capital Market Performance In Nigeria”, **Journal of Economics, Management and Trade**, 29(1), 40-53.
- Jongwanich, J., ve Kohpaiboon, A. (2013), “Capital Flows And Real Exchange Rates In Emerging Asian Countries”, **Journal Of Asian Economics**, 24, 138-146.
- Jume, T. M. (2020), “An Assessment Of The Effectiveness Of Central Bank Sterilization On Capital Inflows In Nigeria”, **CBN Journal Of Applied Statistics**, 11(2), 201-230.
- Kaçar, E. (2019), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Seçili Makroekonomik Değişkenler Üzerinde Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kadioğlu, Y. (2007), **Türkiye Ekonomisinde Dış Borç Sorunu ve Sürdürülebilirliği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kahvecioğlu, F. (2014), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ekonomilere Sosyo-Ekonomik Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Orfu Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kal, S. H. (2019), “2003-2018 Dönemi Türk Ekonomisinde Dolarizasyon, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Kur Oynaklığı İlişkisi”, **İstanbul İktisat Dergisi**, 69(2), 357-377.
- Kalenderoğlu, M. (2007). **Kamu Maliyesi Bütçesi ve Borçlanma**, 6. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Kandil, M. ve Trabelsi, M. (2015), “On Capital Flows And Macroeconomic Performance: Evidence Before And After The Financial Crisis In Turkey”, **Borsa İstanbul Review**, 15(4), 249-258.

- Kara M. ve Kaplan, M. (2004), “Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 1(1).
- Kara, H. (2012a), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Faiz Arasındaki İlişki**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Teknik Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kara, H. (2012b), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **TCMB Çalışma Tebliği**, 12(17), 1-25.
- Karaaba, İ. (2006), **Küreselleşme ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Ekonomik Krizlere Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karaatlı, M. Demirci, E. ve Baykaldı, E. (2020), “Ticari Kredi Faiz Oranlarının YSA NARX ve VAR Modelleri ile Öngörülmesi”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 12(3), 2327-2343.
- Karagül, M. (2016), **Dünya Ekonomisi**, Nobel Yayınevi, Ankara.
- Karahan, Ö. ve İpek, E. (2015), “Türkiye’ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi”, **Yakın Doğu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 8(2), 181-206.
- Karataş, H. ve Söylemez, A. O. (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, **Türkiye İş Bankası Raporu**.
- Karluk, R. (2003), **Uluslararası Ekonomi Teori ve Politika**, 7. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul.
- Karpuz, F. ve Kızıltan, A. (2014), “Türkiye’de Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar ile Reel Döviz Kuru Arasındaki İlişki”, **Ekev Akademi Dergisi**, (60), 197-209.
- Kavcıoğlu, Ş. (2013), “Yurt Dışı Kaynaklı Krediler ve Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri”, **Marmara Üniversitesi Avrupa Araştırmaları Enstitüsü Avrupa Araştırmaları Dergisi**, 21(1), 139-166.
- Kaya, Y. T. (1998), **Sermaye Hareketleri Ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği**, Uzmanlık Tezi, No. 2487, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları.
- Kaygusuz, S. (2014), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kaymakçı, O. (2007), **Küreselleşme Üzerine Notlar**, Nobel Yayınları, Ankara.
- Kazancı, F. (2022), “Borç/Alacak Satışına Dayalı Dış Ticaret Uygulamaları ve Faizsiz Finans Prensiplerine Uyumu”, **International Journal Of Islamic Economics and Finance Studies**, 8(1), 1-23.
- Kazgan, G. (1994). **Yeni Ekonomik Düzen’de Türkiye’nin Yeri**, Altın Kitaplar Yayınevi, İstanbul.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2005). **Türkiye Ekonomisi**, Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Keskin, N. (2008), **Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Keyder, Ç. (1983), **Toplumsal Tarih Çalışmaları**. İletişim Yayınları, Ankara.
- Keyder, N. (1996), **Para Teori-Politika-Uygulama**, 1.Basım, ODTÜ Yayıncılık, Ankara.
- Keynes, J. M. (1936), **The General Theory Of Employment, Interest, And Money**, Palgrave Macmillan, London.
- Keynes, J. M. (1978), **The Collected Writings Of John Maynard Keynes**, Royal Economic Society, London.
- Kholdy, S. ve Sohrabian, A. (2008), “Foreign Direct Investment, Financial Markets and Political Corruption”, **Journal Of Economic Studies**, 35(6), 486-500.
- Kıdemli, M. (2018). **Özel Sektör Dış Borçlanması Üzerinde Etkili Olan Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin Analizi: Türkiye Örneği**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Nuh Naci Yazgan Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kılıçarslan, E. (2016), **Döviz Kuru ve Makroekonomik Etkileri**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kıran, B. (2007), “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi**, 22(1), 269-283.
- Kırdar, Ü. (2004), **İnsan Boyutu Büyütecinden Globalleşen Dünya’da Türkiye’nin Yeri**, Kadir Has Üniversitesi 1. Kadir Has Ödülleri Kitabı, 99-125, İstanbul.
- Kırpık, N. (2015), Türkiye’de Ekonomik Büyüme, Cari İşlemler Bilançosu Açıkları, Dış Borçlanma İlişkisinin Analizi (1980- 2013). Yayımlanmamış, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kafkas Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kıvılcım, F. (2013), “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi**, 5(1), 219-230.
- Kikuchi, Y. ve Tamai, T. (2023), “Unemployment And Endogenous Choice On Tax Instruments In A Tax Competition Model: Unit Tax Versus Ad Valorem Tax”, **International Tax And Public Finance**, 1-19.
- Kim, Y. (2000), “Causes Of Capital Flows İn Developing Countries”, **Journal Of International Money And Finance**, 19(2), 235-253.
- Kızır, A. (2011), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru İlişkisi; Türkiye Uygulaması**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Koepke, R. (2019), “What Drives Capital Flows To Emerging Markets? A Survey Of The Empirical Literature”, **Journal Of Economic Surveys**, 33(2), 516-540.

- Kofoğlu, İ. H. vd. (2018), “Faiz Oranları, Döviz Kurları Ve Çekirdek Fiyat Endeksleri Arasındaki Dinamik İlişkiler: Türkiye Örneği”. **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 6(6), 1111-1118.
- Korucu Gümüsoğlu, N. ve Alçın, S. (2019), “The Impact Of Capital Flows On Current Account Deficit For Turkey”, **Journal Of Life Economics**, 6(1), 21-34, Doi: 10.15637/Jlecon.6.003.
- Krol, R. (2001), “The Case For Open Global Capital Markets”, **Center For Trade Policy Studies**, Cato Institute.
- Krugman, P. (1979), “A Model Of Balance-Of-Payments Crises”, **Journal Of Money, Credit And Banking**, 11(3), 311-325.
- Krugman, P. (2010), “The Accidental Theorist: And Other Dispatches From The Dismal Science”, WW Norton & Company.
- Kumhof, M. (2004), “Sterilization Of Short-Term Capital Inflows-Through Lower Interest Rates?” **Journal Of International Money And Finance**, 23(7-8), 1209-1221.
- Kuran, G., 2006, **Türkiye’de Ekonomik Krizler ve İstikrar Programları**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Şanlıurfa Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kurozumi, E. (2002), “Testing For Stationarity With A Break”, **Journal Of Econometrics**, 108(1), 63-99.
- Küçükaksoy, İ. (2006), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kürkçü, D. D. (2013), “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşmeye Yönelik Yaklaşımlar”, **Turkish Online Journal Of Design, Art & Communication**, 3(2).
- Kwiatkowski, D. vd. (1992), “Testing The Null Hypothesis Of Stationarity Against The Alternative Of A Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have A Unit Root?”, **Journal Of Econometrics**, 54(1-3), 159-178.
- Lang, L. H. ve Stulz, R. M. (1994), “Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance”, **Journal Of Political Economy**, 102(6), 1248-1280.
- Lee, J. Y. (1996), “Implications Of A Surge In Capital Inflows: Available Tools And Consequences For The Conduct Of Monetary Policy”, **International Monetary Fund**.
- Li, J. S. (2003), “Relation-Based Versus Rule-Based Governance: An Explanation Of The East Asian Miracle and Asian Crisis”, **Review Of International Economics**, 11(4), 651-673.
- Linders, A., ve Kalander, M. (2010). **A Precarious Balance Of Interests: Unions And The Unemployed In Europe. In The Contentious Politics Of Unemployment In Europe: Welfare States And Political Opportunities**, Palgrave Macmillan Uk., London.

- Liu, C. ve Zhao, Y. (2023), “Analysis Of The Non-Linear Relationship Between Interest Rate Distortions In China’s Shadow Banking System And Short-Term Capital Flows”, **Emerging Markets Finance and Trade**, 59(4), 1042-1061.
- Liu, Q. vd. (2024), “International Capital Flow In A Period Of High Inflation: The Case Of China”, **Research In International Business and Finance**, 67, 102070
- Liu, W. (2007), “Short-Term Foreign Funds, A Comparative Study Between China And Victim Countries Of 1997 Asian Financial Crisis”, **Global Journal Of Finance And Banking Issues**, 1(1).
- Lizondo, J. S. (1993). Real exchange rate targeting under imperfect asset substitutability. **Staff Papers**, 40(4), 829-851.
- Lopez-Mejia, A. (1999), “Large Capital Flows: A Survey Of The Causes, Consequences, And Policy Responses”, **A Quarterly Magazine Of The IMF**, Vol.36, No.3.
- Ma, H. (2018), “A Study On The Influence Factors Of Short-Term International Capital Flows, The Evidence From Emerging Market”, **Modern Economy**, 9(4), 758-774.
- Mahlebiciler, Ö. (2006), **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Rezerv Yönetim Politikaları Ve Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesaplarının Analizi**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB.
- Malthus, T. R., ve Winch, D. (1992), **Malthus: 'An Essay On Tbrede Principle Of Population'**, Cambridge University Press, Cambridge.
- Mangır, F. (2008), “Küreselleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Makroekonomik Etkileri: 2001-2006 Türkiye Örneği”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, 10(1-2), 237-262.
- Mangır, F. (2006), “Finansal Deregülasyonun 1989–2001 Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (16), 459-472
- Mankiw, N. G. ve Scarth, W. M. (2010). **Macroeconomics (Canadian Edition)**. Macmillan. New York.
- Markowitz, H., (1952), “Portfolio Selection”, **The Journal Of Finance**, 7(1), 77-91.
- Markowitz, H., 1959, **Portfolio Selection: Efficient Diversification Of Investments**, Cowles Foundation Monograph, Kindle Edition.
- Matsumoto, H. (2022), “Foreign Reserve Accumulation, Foreign Direct Investment, And Economic Growth”, **Review Of Economic Dynamics**, 43, 241-262.
- Mcalister, E. (2005), “Globalization And The Religious Production Of Space”, **Journal For The Scientific Study Of Religion**, 44(3), 249-255.
- Mckinnon, R. I. (1991), “Financial Control In The Transition From Classical Socialism To A Market Economy”, **Journal Of Economic Perspectives**, 5(4), 107-122.

- Mckinnon, R. I. ve Oates, W. E. (1966), "The Implications Of International Economic Integration For Monetary", **Fiscal, And Exchange-Rate Policy**.
- Mckinnon, R.I. (1973). **Money and Capital Economic Development**, Brookmgs Instttutton, Washington, Dc.
- Mclean, B. vd. (2002), "International Financial Liberalisation And Economic Growth (Vol. 3)", **Reserve Bank Of Australia**.
- Mcluhan, M. (1960), "Effects Of The Improvements Of Communication Media", **The Journal Of Economic History**, 20(4), 566-575.
- Meyer, K. E. (2017), "International Business In An Era Of Anti-Globalization", **Multinational Business Review**, 25(2), 78-90.
- Michael, B. (2003), "Theorising The Politics Of Globalisation: A Critique Of Held Et Al.'S" Transformationalism", **Journal Of Economic & Social Research**, 5(1).
- Miles, M. A. (1978), "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, And Monetary Independence", **The American Economic Review**, 68(3), 428-436.
- Mill, J. S. (1998). **On Liberty And Other Essays**, Oxford University Press, USA.
- Mishkin, F. S. (2001), "Financial Policy And The Prevention Of Financial Crises In Emerging Market Countries", **IMF Working Paper**, Wp/99/102.
- Mohanty, M. S. ve Turner, P. (2005), "Intervention: What Are The Domestic Consequences?". **BIS Papers**.
- Montiel, P. ve Reinhart, C. (2001), "The Dynamics Of Capital Movements To Emerging Economies During The 1990s", **Short-Term Capital Flows And Economic Crises**, 3-28.
- Montiel, P. ve Reinhart, C. M. (1999), "Do Capital Controls And Macroeconomic Policies Influence The Volume And Composition Of Capital Flows? Evidence From The 1990s", **Journal Of International Money And Finance**, 18(4), 619-635.
- Munck, R. (2005). **Globalization And Social Exclusion: A Transformationalist Perspective** Kumarian Press, U.S.
- Mundell, R. A. (1993). **Debts And Deficits In Alternative Macroeconomic Models**. In **Debt, Deficit And Economic Performance**, Palgrave Macmillan, London.
- Mundell, Robert A., (1957a), "International Trade And Factor Mobility," **American Economic Review**, Vol. 47 (June), Pp. 321-35.
- Mundell, Robert A., (1957b), "Transport Costs In International Trade Theory," **Canadian Journal Of Economics And Political Science**, Vol. 23 (August), Pp. 331-48.

- Munemo, J. (2017), "Foreign Direct Investment And Business Start-Up In Developing Countries: The Role Of Financial Market Development", **The Quarterly Review Of Economics And Finance**, 65, 97-106.
- Nadaroğlu, H. (2000), **Kamu Maliyesi Teorisi**, Beta Yayınları, İstanbul.
- Naveed, S. ve Mahmood, Z. (2016), "External Financial Liberalization And Economic Growth: The Evidence From Pakistan", **Journal Of Business & Economics**, 8(1), 68.
- Nazlıoğlu, S. vd. (2016), "Oil Prices And Real Estate Investment Trusts (Reits): Gradual-Shift Causality And Volatility Transmission Analysis", **Energy Economics**, 60, 168-175.
- Neely, C. J. (1999), "An Introduction To Capital Controls", **Federal Reserve Bank Of St. Louis Review**, 81.
- Nguyen, P. T., vd. (2018). **The Efficient Sterilization Of Central Bank: Suitable Estimation Method. In Econometrics For Financial Applications**, Springer International Publishing. Berlin, Heidelberg.
- Nicolas, T. (2022), "Short-Term Financial Constraints And SMES Investment Decision: Evidence From The Working Capital Channel", **Small Business Economics**, 58(4), 1885-1914.
- Ning, Y. vd. (2017). "Measurement And Multifractal Properties Of Short-Term International Capital Flows In China". **Physica A: Statistical Mechanics And Its Applications**, 468, 714-721.
- Nişancı, M. ve Kabadayı, B. (2011). **Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörler ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erzincan Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Nonnenberg, M. B. vd. (2004), "The Determinants Of Foreign Direct Investment In Developing Countries", **In Anais Do XXXII Encontro Nacional De Economia**, Proceedings Of The 32nd Brazilian Economics Meeting, No. 061.
- Nurkse, R. (1952), "Some International Aspects Of The Problem Of Economic Development". **The American Economic Review**, 42(2), 571-583.
- Nurkse, R. (1971). **The Theory Of Development And The Idea Of Balanced Growth. In Developing The Underdeveloped Countries**, Palgrave Macmillan, London.
- O'rouke, K. H. (2000). **Globalization In Historical Perspective. In Globalization And Unemployment**, Springer, Berlin, Heidelberg.
- Obstfeld, M. (1998), "The Global Capital Market: Benefactor Or Menace?". **Journal Of Economic Perspectives**, 12(4), 9-30.
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1995), "The Intertemporal Approach To The Current Account", **Handbook Of International Economics**, 3, 1731-1799.

- Obstfeld, M. ve Taylor, A. M. (2003), **Globalization And Capital Markets. In Globalization In Historical Perspective**, University Of Chicago Press, Chicago.
- Obuobi, N. K. vd. (2022), “Trade Liberalization Policies And Foreign Direct Investment Inflows in Africa: Evidence From New Measures Of Trade Liberalization”. **The Journal Of International Trade & Economic Development**, 31(3), 394-409.
- Olcay, A. (2013), **Türkiyenin Dış Borç Sorunu ve Kriz Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çorum Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Olsen, R. F. ve Ellram, L. M. (1997), “A Portfolio Approach To Supplier Relationships”, **Industrial Marketing Management**, 26(2), 101-113.
- Ongun, T. (2012). “1980’lerden Küresel Krize Dünya Ekonomisi”. **Ekonomik Yaklaşım**, 23(Special), 39-76.
- Organ, I. ve Berk, E. (2016), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması (No. 16005)”, **WERI-World Economic Research Institute**.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2006). **İktisada Giriş**, Avcı Ofset, İstanbul.
- Oruç, B. (2002), “Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri-Türk Sermaye Piyasaları”, **Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü**.
- Ougaard, M. (2004), **Political Globalization**, Hampshire Und Palgrave Macmillan, New York.
- Öçal, T., Çolak Ö. F., Togay S. ve Eser K., (1997), **Para Banka Teori ve Politika**. Gazi Kitabevi, Ankara.
- Öçal, T. ve Çolak, Ö. F. (1999), **Finansal Sistem ve Bankalar**, Nobel, Ankara.
- Önel, G. (2004), **Türkiye’de Dış Borçların Sürdürülebilirliği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özatay, F. ve Sak, G. (2002), “The 2000-2001 Financial Crisis In Turkey”, **In Brookings Trade Forum**.
- Özdemir, A. (2013), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği (2003-2012)**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Özer, H. G. (2006), “Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Kriz İlişkisi: (1990 Sonrası Asya Ve Türkiye Örneği)”, **Sermaye Piyasası Kurulu**.
- Özgen, F. B. (1998), “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları”, **Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Piyasaların Gelişimi Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniv. Yayını, 47-49.
- Özkıvrak, Ö. ve Dileyci, D. (2001), “Globalleşme, Bölgeselleşme, Mega Rekabet ve Türkiye”, **Dış Ticaret Dergisi**, 20, 134-162.

- Öztürk, M. ve Zeren, F. (2019), “Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: D-8 Ülkeleri Örneği”, **Artuklu İnsan ve Toplum Bilim Dergisi**, 4(2), 60-73.
- Öztürk, N. (2007), **Finansal Küreselleşme ve Küresel Sermaye Akımları**, (Derl.Oğuz Kaymakçı), Nobel Dağıtım, Ankara.
- Öztürk, N. ve Bayraktar, Y. (2010), “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 11(1), 157-191.
- Öztürk, Y. K. ve Kuşçu, S. (2010), “Finansal Serbestleşme: İlk Deneyimler ve Kriz”, **Reforma**, 1(49), 11-21.
- Padhi, S. P. (2024), “Determinants Of Foreign Direct Investment: Employment Status And Potential Of Food Processing Industry In India”, **International Journal Of Emerging Markets**, 19(3), 605-623.
- Palley, T. I. (2003), “The Economic Case For The Tobin Tax. Debating The Tobin Tax. New Rules For Global Finance”, **New Rules For Global Finance Coalition**, 5-26.
- Pamuk, S. (2006), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Parasız, İ., (1998), **Türkiye Ekonomisi: 1923’ten Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, Ezgi Kitabevi, Bursa
- Pata, K. ve Ela, M. (2020), “Türkiye’de Finansal Gelişmenin Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkileri: Fourier Eşbütünleşme ve Nedensellik Testleri”, **Mali Çözüm Dergisi**, 30, 171-188.
- Pata, U. K. (2018), “Türkiye’de Kadın İstihdamı ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Simetrik Ve Asimetrik Nedensellik Testleri İle Sektörel Bir Analiz”. **Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi**, (21), 135-150.
- Pata, U. K. (2020), “Finansal Gelişmenin Gelir Eşitsizliği Üzerindeki Etkileri: Finansal Kuznets Eğrisi Hipotezi Türkiye İçin Geçerli Mi?”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi**, 34(3), 809-828.
- Pata, U. K. ve Ela, M., (2021), “Türkiye’de Beşeri Sermaye Ve Küreselleşmenin Kayıt Dışı Ekonomi Üzerindeki Etkileri: Fourier-Adl Yaklaşımı”, **Bingöl Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 5(2), 125-152.
- Paul, B. Ve Dutt, A. K. (1991), “Interest Rate Policy, Effective Demand, And Growth In Ldcs”. **International Review Of Applied Economics**, 5(2), 127-153.
- Paya, M. M. (2001). **Makro İktisat**, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- Pelgrin, F. ve Schich, S. (2008), “International Capital Mobility: What Do National Saving–Investment Dynamics Tell Us?”, **Journal Of International Money And Finance**, 27(3), 331-344.

- Pesaran, M. H. ve Timmermann, A. (2005), "Small Sample Properties Of Forecasts From Autoregressive Models Under Structural Breaks", **Journal Of Econometrics**, 129(1-2), 183-217.
- Phillips, P. C. ve Hansen, B. E. (1990), "Statistical Inference In Instrumental Variables Regression With Processes", **The Review of Economic Studies**, 57(1), 99-125.
- Phillips, P. C. ve Perron, P. (1988), "Testing For A Unit Root In Time Series Regression", **Biometrika**, 75(2)
- Plihon, D. (1995). **Döviz Kurları**, (Çeviren: Mehmet Bolak vd.), İletişim Yayınları: Cep Üniversitesi, İstanbul.
- Pukelienė, V. ve Deksnytė, I. (2010), "Currency Crises: Models And Their Possibility In Lithuania". **Ekonomika Ir Vadyba**, (15), 206-211.
- Quartey, P. (2008). **Financial Sector Development, Savings Mobilization And Poverty Reduction In Ghana. In Financial Development, Institutions, Growth And Poverty Reduction**, Palgrave Macmillan, London.
- Raffer, K. (1998), "The Tobin Tax: Reviving A Discussion", **World Development**, 26(3), 529-538.
- Ralhan, M. (2006), "Determinants Of Capital Flows: A Cross-Country Analysis", **Econometrics Working Paper**, ewp0601.
- Reisen, H. ve Soto, M. (2001), "Which Types Of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?". **International Finance**, 4(1), 1-14.
- Ricardo, D. (1955), **The Works And Correspondence Of David Ricardo: Volume 10, Biographical Miscellany** (Vol. 10)., Cambridge University Press, Cambridge.
- Ricardo, D. (2009), **On The Principles Of Political Economy and Taxation**, Kessinger Publishing, Montana.
- Rishad, A. vd. (2022), "An Assessment Of The Effectiveness Of Sterilization Of Central Bank Interventions: Empirical Evidence From India", **Prague Economic Papers**, 31(5), 417-440.
- Rodrik, D. (1997), "Globalization, Social Conflict And Economic Growth", **In Conferencia De Raúl Prebisch**, Ginebra.
- Rodrik, D. ve Velasco, A. (1999), "Short-Term Capital Flows". **National Bureau Of Economic Research Working Paper** 7364.
- Roine, J. ve Waldenström, D. (2015), **Long-Run Trends In The Distribution Of Income And Wealth**, Handbook Of Income Distribution, 2, 469-592.
- Sabır, H. (2002), "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Gelişmekte Olan Ülkelere Yönlendirici Politikalar", **Dış Ticaret Dergisi**, 21, 70-87.

- Sağın, A. (2018), **Türkiye Ekonomisinde Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Ekonomik Büyümeye Etkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Salisu, M. (2005), “The Role Of Capital Flight And Remittances In Current Account Sustainability In Sub-Saharan Africa”, **African Development Review**, 17(3), 382-404.
- Samut, S. ve Yamak, R. (2018), “Kripto Paralarda Fiyat-Hacim İlişkisi: Rolling Window Nedensellik Testi”, **Sosyal Bilimler Üzerine Araştırmalar**, 133-151.
- Sancak, E. ve Demirbaş, E. (2011), “Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye Konut Sektörüne Etkileri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 16(3), 171-190.
- Sara, O. (2005), “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 1(1), 127-152.
- Sarıtaş, T. (2017), **Türkiye’de Ekonomik, Sosyal Ve Politik Küreselleşme Süreci İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sashikala, V. ve Chitramani, P. (2018), “The Impact Of Behavioural Factors On Investment Intention Of Equity Investors”. **Asian Journal Of Management**, 9(1), 183-188.
- Savaş, V. F. (2007), **Keynezyen İktisat Yıkılırken**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Savsar, C. ve Yener, R. (2023), “Türkiye’de Kamusal Finansman Aracı Olarak İç Borçlanma ve Ekonomik Etkileri”. **Uluslararası Finansal Ekonomi ve Bankacılık Uygulamaları Dergisi**, 4(1), 76-100.
- Sawalha, N. N. vd. (2016), “Foreign Capital Inflows And Economic Growth In Developed And Emerging Economies: A Comparative Analysis”. **The Journal Of Developing Areas**, 237-256.
- Schadler, S. (1994), “Surges In Capital Inflows: Boon Or Curse?”. **Finance & Development**, 31(001).
- Schmukler, S. L. (2008), “The Benefits And Risks Of Financial Globalization”, **Capital Market Liberalization and Development**, 48-75
- Schumpeter, J. A. (1946), “John Maynard Keynes 1883-1946”. **The American Economic Review**, 495-518
- Schwert, G. W. (1996), “Markup Pricing In Mergers And Acquisitions”. **Journal Of Financial Economics**, 41(2), 153-192.
- Sert, S. (2021), **Faiz ve Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişkinin Mckinnon Shaw Hipotezi Bağlamında İncelenmesi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sevüktekin, M. ve Nargeleçekenler, M. (2007). **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 2. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

- Seyidoğlu, H. (1999). **Ansiklopedik Ekonomik Terimler Sözlüğü**. Kurtiş Matbaacılık, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2001). **Uluslararası İktisat**, 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, H. (2003), “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”. **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4(2), 141-156.
- Seyidoğlu, H. (2017). **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama**, 21. Baskı. Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Seyrek, İ. (2002), “Küreselleşme Sürecinde İktisat Politikaları ve Yakınsama Tezi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 4(2), 167-187.
- Shaw, E. S. (1973), **Financial Deepenmg M Economic Development**, Oxford Universtty Press, New York.
- Shin, Y. (1994), “A Residual-Based Test Of The Null Of Cointegration Against The Alternative Of No Cointegration”. **Econometric Theory**, 10(1), 91-115.
- Siampan, E. (2012), **Kısa Süreli Sermaye Hareketlerinin Gelişen Ekonomiler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Skousen, M. (2014). **İktisadi Düşünce Tarihi: Modern İktisadın İnşası**, (Çev. Mustafa Acar vd.), Liberte Yayıncılık, Ankara.
- Smith, A. (1937), **The Wealth Of Nations [1776]**, (Vol. 11937). NA, London.
- Smith, A., ve Sutherland, K. (1995), **Adam Smith's Wealth Of Nations: New İnterdisciplinary Essays**, (Vol. 1). Manchester University Press, Manchester.
- Smith, J. G. (1997), “Exchange Rate Instability and The Tobin Tax”. **Cambridge Journal Of Economics**, 21(6), 745-752.
- Snowdon, B. ve Vane, H. R. (2012), **Modern Makroekonomi Temelleri, Gelişimi ve Bugünü**, Efil Yayınevi, Ankara.
- Sodan, S. vd. (2023), “Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Fon Akımlarının Konut Fiyatları Üzerindeki Etkisi”. **Journal Of Banking And Financial Research**, 10(1), 33-52.
- Solimano, A. ve Watts, N. (2005), “International Migration, Capital Flows And The Global Economy: A Long Run View”, **ECLAC**.
- Sönmez, M. (2003), **İşte Eseriniz! 100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi** (Vol. 86), İletişim Yayınları, İstanbul.
- Söylemez, A. O. ve Yılmaz, A. (2012), “Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi”. **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 34(2), 47-66.

- Spahn, M. P. B. (1995), “International Financial Flows And Transactions Taxes: Survey And Options”, **International Monetary Fund**.
- Stallings, B. (2001). **Globalization And Liberalization: The Impact On Developing Countries**. Eclac, United Nations Publication, Santiago, Chile.
- Stein, J. L. (1965), “International Short-Term Capital Movements”, **The American Economic Review**, 55(1/2), 40-66.
- Steinberg, M. I. Ve Lansdale Jr, D. L. (1995), “Regulation S And Rule 144a: Creating A Workable Fiction İn An Expanding Global Securities Market”. **International Lawyer**. (Vol. 29, P. 43)
- Stiglitz, J. E. (2002), “The Role Of The State İn Financial Markets”. **The World Bank Economic Review**, 7(Suppl_1), 19-52.
- Stiglitz, J. E. ve Walsh, C. E. (2006), **Principles Of Microeconomics**, Norton, New York.
- Stock, J. H. ve Watson, M. W. (1993), “A Simple Estimator Of Cointegrating Vectors İn Higher Order Integrated Systems”. **Econometrica: Journal Of The Econometric Society**, 783-820.
- Stulz, R. M. (2005), “The Limits Of Financial Globalization”. **The Journal of Finance**, 60(4), 1595-1638.
- Sung, Y. W. (1994), “Foreign Investment And Trade”, **China Review**, 12-1.
- Susam, N. (2004), **Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kamu Açığı ve Cari İşlemler Açıklarının İlişkilendirilmesi (İkiz Açıklar): Türkiye Üzerine Bir Deneme**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Süer, A. (2009), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Merkez Bankası’nın Para Politikası Uygulama Sorunları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sümer, L. (2009), **Sermaye Hareketleri Liberalizasyonunun Çıktı Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şahin, H. (2002), **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 7.Baskı., Bursa.
- Şahin, Ü. (2014), **Kısa Vadeli Finansman ve Kırılganlık İlişkisi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ufuk Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şarkgüneşi, A. (2007), **Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Karaelmas Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şeker, M. (2006), “Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri”, **Sosyoekonomi**, 3(3).
- Şen, H. ve Kaya, A. (2015). “The relative effectiveness of Monetary and Fiscal Policies on growth: what does long-run SVAR model tell us?”, **Munich Personal RePEc Series**, 65903.

- Şeren, G. Y. (2011), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Finansal Krizlere Etkileri Işığında Tobin Vergisinin Değerlendirilmesi ve Uygulanabilirliği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şimşek, O. (2017). **Küreselleşme ve Yeni Devlet Kapitalizminin Yükselişi**. Türk Metal Sendikası Araştırma ve Eğitim Merkezi Yayınları.
- Şimşek, A.R. (2007), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şimşek, M. (1995), “Türkiye’deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Amplırlık Bir Yaklaşım”. **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, (12), 25-37.
- Tağraf, H. (2002), “Küreselleşme Süreci ve Çokuluslu İşletmelerin Küreselleşme Sürecine Etkisi”. **CÜ İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 3(2), 33-47.
- Tang, C. F. (2008), “Wagner’s Law Versus Keynesian Hypothesis: New Evidence From Recursive Regression-Based Causality Approaches”. **The IUP Journal Of Public Finance**, 6(4), 29-38.
- Tarı, R. ve Kumcu, F. S. (2005), “Türkiye’de İstikrarsız Büyümenin Analizi (1983-2003 Dönemi)”. **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, (9), 156-179.
- Taylor, M (1983), **Lance, Structuralist Macroeconomics**, Basic Books, New York.
- Taylor, M. P. ve Sarno, L. (1997), “Capital Flows To Developing Countries: Long-And Short-Term Determinants”. **The World Bank Economic Review**, 11(3), 451-470.
- Sarno, L. ve Taylor, M. P. (1999). Hot Money, Accounting Labels and The Permanence of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical Investigation. **Journal of Development Economics**, 59(2), 337-364.
- Telatar, E. (2002), **Fiyat İstikrarı: Ne? Nasıl? Kimin İçin?**, İmaj Yayınevi, Ankara.
- Temiz, M. ve Konat, G. (2019), “A Research On The Relationship Between Short-Term Capital Movements And Macroeconomic Variables In Turkey”. **A New Perspective In Social Sciences, Frontpage Publications**, 45-51.
- Tezcanlı, M. V. (1994), Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye. **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**.
- Thompson, G. (2000), “Economic Globalization?”. **A Globalizing World**, 85-126.
- Thornton, D. L. (1989), “Tests Of Covered Interest Rate Parity”. **Federal Reserve Bank Of St. Louis Review**, 71(4), 55-66.
- Tobin, J. (1965), “The Theory Of Portfolio Selection”, **The Theory Of Interest Rates**, 364, 364.
- Tobin, J. (1969), “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”. **Journal Of Money, Credit And Banking**, 1(1), 15-29.

- Tobin, J. (1985), "Neoclassical Theory In America: Jb Clark And Fisher". **The American Economic Review**, 75(6), 28-38.
- Tobin, J. (1999), "Interview With James Tobin: Reigning In The Markets". **Courier**, 1, 46-50.
- Tobin, J. (2000), "Financial Globalization", **World Development**, 28(6), 1101-1104.
- Toda, H. Y. ve Yamamoto, T. (1995), "Statistical Inference In Vector Autoregressions With Possibly Integrated Processes", **Journal Of Econometrics**, 66(1-2), 225-250.
- Tokat, A. (2010), **Uluslararası Sermaye Akımlarının Makro Ekonomik İstikrara Etkileri ve Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Toktay, S. (2011), Dış Borçlar ve İktisadi Büyüme İlişkileri: Türkiye Üzerine Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Toprak, D. (2010), "Türkiye’de Kriz Dönemlerinde Borçların Seyri: 1994 ve 2001 Krizi", **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi**, 2(2), 1-14.
- Torun, N. (2015), **Birim Kök Testlerinin Performanslarının Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tsong, C vd. (2016), "The Fourier Approximation And Testing For The Null Of Cointegration". **Empirical Economics**, 51, 1085-1113.
- Turgut, M. (2010). **Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ulusal Ekonomiye Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Türel, O. (2010), "Türkiye’de 1994, 2001 ve 2008-9 Ekonomik Krizlerinin Karşılaştırmalı Analizi", **Ekonomik Yaklaşım**, 21(75), 27-75.
- Uçan, O. (2014). **Döviz Kuru Dinamikleri-Euro-Dolar Nasıl Değişir?**, Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Uçan, O. ve Öztürk, Ö. (2010). "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği". **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 19(3), 309-318.
- Ulusoy, A. (2011). **Devlet Borçlanması**, Aksakal Kitabevi, Trabzon.
- Ulusoy, A. ve Karakurt, B. (2004), "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri Nedenleri Ve Etkileri". **İktisat İşletme ve Finans**, 19(223), 103-116.
- Uluatam, Ö., Ege, Y., Sönmez, S., Temel, A., Sak, G., Boratav, K. ve Oyan, O. (2001). " Plan, Program, Bütçe ve İstikrar Bağlantıları" Bilimsel Toplantı. **Mülkiye Dergisi**, 25(226), 75-156.
- United Nations (2024). **Globalization And The State: Challenges For Economic Growth And Human Development**, Department Of Economic And Social Affairs Division For Public Administration And Development Management, New York.

- Uyar, G. (2019), **Türkiye'de Dış Borçların Ekonomik Büyümeye Etkisi: 1970-2017**, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uygur, E. ve Basu, P. (1993), **Financial Liberalization And Economic Performance In Turkey**, UNCTAD, Cenevre.
- Uygur, E. (2001), Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, **Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni**, Nisan: 1-36.
- Uzunoğlu, S. (1996), **Bankacılık**. Ekonomik Araştırmalar Merkezi, Ankara.
- Uzunoğlu, S. vd. (1995), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye”, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**.
- Ünsal, E. M. (2005), **Uluslararası İktisat: Teori, Politika Ve Açık Ekonomi Makro İktisadı**, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- Ünsal, E. M. (2017), **Makro İktisat**, 11. Baskı, Murat Yayınları, Ankara.
- Üzümcü, A. vd. (2010), “Küresel Kriz, Küresel Yoksulluk ve İşsizlik Sorunu: Sistem İçi Restorasyon Yeterli Mi?” **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 47(545), 9-20.
- Üzümcüoğlu, Ö., (2000), “Finansal Kararlara Genel Denge Yaklaşımı”, **Hazine Dergisi**, 13.
- Van Wijnbergen, S. (1982). Stagflationary Effects of Monetary Stabilization Policies: A Quantitative Analysis of South Korea. **Journal of Development Economics**, 10(2), 133-169.
- Vergil, H., ve Karaca, C. (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi” **Ege Akademik Bakış**, 10(4), 1207.
- Vives, X. (1995), “Short-Term Investment And The Informational Efficiency Of The Market”. **The Review Of Financial Studies**, 8(1), 125-160.
- Vlados, C. (2019), “The Classical And Neoclassical Theoretical Traditions And The Evolutionary Study Of The Dynamics Of Globalization”. **Journal Of Economics And Political Economy**, 6(3), 257-280.
- Wang, C. H. Vd. (2016), “Do Short-Term International Capital Inflows Drive China's Asset Markets?”. **The Quarterly Review Of Economics And Finance**, 60, 115-124.
- Wang, K. vd. (2019), “Time-Varying Character For Short-Term Capital Flow From The Interest Rate Aspect In China”. **Economic Research-Ekonomska İstraživanja**, 32(1), 2761-2779.
- Westerlund, J. ve Edgerton, D. L. (2007), “New Improved Tests For Cointegration With Structural Breaks”. **Journal Of Time Series Analysis**, 28(2), 188-224.
- Williamson, J. ve Mahar, M. (2002), **A Review Of Financial Liberalization Garnish**, Liberte Publications, Ankara

- Williamson, O. E. (2002). The Theory of The Firm As Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal Of Economic Perspectives**, 16(3), 171-195.
- Wolf, M. (2014), "Shaping Globalization". **Finance And Development**, 51(3), 22-25
- Wong, C. H. ve Carranza, L. (1999), "Policy Responses To External Imbalances In Emerging Market Economies: Further Empirical Results". **IMF Staff Papers**, 46(2), 225-237.
- World Trade Organization (WTO) (2008), "World Trade Report 2008 Trade In A Globalizing World", https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/anrep_e/world_trade_report08_e.pdf (22.05.2023).
- Xiong, Y. vd. (2024), "CBISI-LSTM Deep Learning Model For Short-Term Cross-Border Capital Flow Prediction". **Tehnički Vjesnik**, 31(1), 215-221.
- Yalçın, C., ve A., Çulha (2005), "The Determinants of The Price Cost Margins of Manufacturing Firms in Turkey, **Research and Monetary Policy Department Working Paper**, No: 05/15.
- Yalta, A. Y. (2011), **Para Teorisi ve Politikası Ders Notları**, Türkiye Bilimler Akademisi, Ankara.
- Yamak, N. vd. (2019), "Causal Relationship Between Bitcoin Price Volatility And Trading Volume: Rolling Window Approach". **Financial Studies**, 23(3 (85), 6-20.
- Yamak, N. ve Küçükale, Y. (1997), "Türkiye'de Kamu Harcamalarının Ekonomik Büyüme İlişkisi". **İktisat İşletme ve Finans**, 12(131), 5-15.
- Yamak, R. ve Abdioğlu, Z. (2012). "Ampirik Bağlamda Toplam ve Alt Kalemler Bazında Kamu Harcamaları ve Kamu Gelirleri Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği". **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 30(1), 173-192.
- Yamak, R., Abdioğlu, Z. ve Mert, N. (2012). "Türkiye'de İşgücüne Katılımı Belirleyen Faktörler: Mikro Ekonomik Analiz". **Anadolu University Journal of Social Sciences/Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 12(2).
- Yamak, N., Tanrıöver, B. ve Güneysu, F. (2012). "Turizm-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Sektör Bazında bir İnceleme". **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 26(2), 205-220.
- Yamak, R. ve Korkmaz, A. (2005). "Reel döviz kuru ve dış ticaret dengesi ilişkisi". **İstanbul University Econometrics and Statistics e-Journal**, (2), 16-38.
- Yar, F. (2008), **Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yaşgöl, Y. S. (2003), **Finansal Liberalizasyon Sonrası Temel Makro Ekonomik Değişkenlerin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yeldan, E. (2001), **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul.

- Yeldan, E. (2002), “Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler”. **Praksis**, 7, 19-34.
- Yeldan, E. (2016). **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim Ve Büyüme**, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Yentürk, N. (1997), “Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”. **Ekonomik Yaklaşım**, 8(2), 131-156.
- Yentürk, N. (2005). **Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Yetim, M. ve Yamak, R. (2019), “Türkiye’de Döviz Kurundan Fiyatlara Geçişkenlik Etkisi: Hatemi-J Asimetrik Nedensellik Testi”. **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 21(1), 203-221.
- Yılancı, V. vd. (2019), “The Asymmetric Effects Of Foreign Direct Investment On Clean Energy Consumption İn Brics Countries: A Recently Introduced Hidden Cointegration Test.” **Journal Of Cleaner Production**, 237, 117786.
- Yılancı, V. ve Bozoklu, Ş. (2014). “Price And Trade Volume Relationship in Turkish Stock Market: A Time-Varying Asymmetric Causality Analysis”. **Ege Academic Review**, 14(2), 211-220.
- Yıldırım, N., ve Taştan, H. (2012), “Capital Flows And Economic Growth Across Spectral Frequencies: Evidence From Turkey”. **Panoeconomicus**, 59(4), 441-462.
- Yıldırım, Z. (2008), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Akımlarının Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Harran Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Yıldırım, H. (2003), “Yabancı Sermaye ve ABD’ye Yönelik Portföy Yatırımları”. **Endüstri İlişkileri Ve İnsan Kaynakları Dergisi**, 5(2).
- Yıldız, H. (2005). **Küreselleşmenin Vergileme Üzerine Etkileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme**, Seçkin Yayınevi, Ankara.
- Yılmaz, A. (2005), “Türkiye Ekonomisinde Ücretler, Karlar ve Kriz”. **Marmara Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi**, 21(1), 35-52.
- Yılmaz, A. (2006), **Küreselleşme Sürecinde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve İktisadi İstikrar**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yılmaz, E. Y. (2010), **Devlet Borçları**, İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, İstanbul.
- Yılmaz, H. A. (2024), “The Asymmetric Impacts Of Economic, Social, And Political Globalization On Inflation”. **Journal Of Economic Policy Researches**, 11(1), 63-74

- Yılmaz, O. (2012), **Gelişmekte Olan Ülkelerde Yaşanan Bankacılık Krizleri ve Türkiye Modeli**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Yılmaz, T. (2014). **Finansal Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Yılmaz, T. (2023), “Türkiye’de Sıcak Para Hareketleri İle Borsa Getirisi Ve Likiditesi Arasında Asimetrik Ve Nedensellik İlişkinin Analizi”. **Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 10(1), 530-559.
- Yii, K. J. vd. (2021), “Hot Money And Stock Market In China: Empirical Evidence From Ardl And Nardl Approaches”. **International Journal Of Business And Society**, 22(2), 713-733.
- Yücel, A. G. F. ve Yanar, A. G. R. (2005), “Türkiye’de Cari İşlem Açıkları Sürdürülebilir Mi? Zaman Serileri Perspektifinden Bir Bakış”. **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 14(2), 483-492.
- Yünel, B., (2022), **Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Portöy Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Zengin, A. ve Erdal, B. (2003), “Türkiye Ekonomisi Açısından Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Bir Değerlendirme”. **İktisat İşletme ve Finans**, 18(203), 52-68.



EK1: Ödemeler Dengesi Analitik Sunum (6. El Kitabı)

-	CARI İŞLEMLER HESABI
II -	SERMaye HESABI
III -	FINANS HESABI
3.	Diğer Yatırımlar
3.1.	Efektif ve Mevduatlar
3.1.1.	Net Varlık Edinimi
3.1.1.1.	Bankalar
3.1.1.1.1.	Yabancı Para
3.1.1.1.2.	Türk Lirası
3.1.1.2.	Diğer Sektörler
3.1.2.	Net Yükümlülük Oluşumu
3.1.2.1.	Merkez Bankası (+)
3.1.2.1.1.	Kısa Vade
3.1.2.1.2.	Uzun Vade
3.1.2.2.	Bankalar (+)
3.1.2.2.1.	Yurtdışı Bankalar
3.1.2.2.1.1.	Yabancı Para
3.1.2.2.1.2.	Türk Lirası
3.1.2.2.2.	Yurtdışı Kişiler
3.2.	Krediler
3.2.1.	Net Varlık Edinimi
3.2.1.1.	Merkez Bankası
3.2.1.2.	Bankalar
3.2.1.3.	Genel Hükümet
3.2.2.	Net Yükümlülük Oluşumu
3.2.2.1.	Merkez Bankası
3.2.2.1.1.	Uluslararası Para Fonu Kredileri
3.2.2.1.1.1.	Kullanım
3.2.2.1.1.2.	Geri Odeme
3.2.2.1.2.	Kısa Vade (+)
3.2.2.1.3.	Uzun Vade
3.2.2.1.3.1.	Kullanım
3.2.2.1.3.2.	Geri Odeme
3.2.2.2.	Bankalar
3.2.2.2.1.	Kısa Vade (+)
3.2.2.2.2.	Uzun Vade
3.2.2.2.2.1.	Kullanım
3.2.2.2.2.2.	Geri Odeme
3.2.2.3.	Genel Hükümet
3.2.2.3.1.	Uluslararası Para Fonu Kredileri
3.2.2.3.1.1.	Kullanım
3.2.2.3.1.2.	Geri Odeme
3.2.2.3.2.	Kısa Vade (+)
3.2.2.3.3.	Uzun Vade
3.2.2.3.3.1.	Kullanım
3.2.2.3.3.2.	Geri Odeme
3.2.2.4.	Diğer Sektörler
3.2.2.4.1.	Kısa Vade (+)
3.2.2.4.2.	Uzun Vade
3.2.2.4.2.1.	Kullanım
3.2.2.4.2.2.	Geri Odeme
3.3.	Ticari Krediler
3.3.1.	Net Varlık Edinimi
3.3.1.1.	Verilen Krediler
3.3.1.2.	Geri Odeme
3.3.2.	Net Yükümlülük Oluşumu
3.3.2.1.	Kısa Vade (+)
3.3.2.1.1.	Kullanım
3.3.2.1.2.	Geri Odeme
3.3.2.2.	Uzun Vade
3.3.2.2.1.	Kullanım
3.3.2.2.2.	Geri Odeme
3.4.	Diğer Varlıklar ve Yükümlülükler
3.4.1.	Net Varlık Edinimi
3.4.1.1.	Merkez Bankası
3.4.1.2.	Genel Hükümet
3.4.1.3.	Diğer Sektörler
3.4.2.	Net Yükümlülük Oluşumu (+)
3.4.2.1.	Merkez Bankası
3.4.2.2.	Diğer Sektörler
3.5.	Özel Çekme Hakları, SDR
4.	Rezerv Varlıklar
IV -	NET HATA NOKSAN

ÖDEMELER DENGESİ ANALİTİK SUNUM (6. EL KİTABI)

A -	CARİ İŞLEMLER HESABI
B -	SERMAYE HESABI
C -	FİNANS HESABI
8.	Doğrudan Yatırımlar : Net Varlık Edinimi
9.	Doğrudan Yatırımlar : Net Yükümlülük Oluşumu
10.	Portföy Yatırımları : Net Varlık Edinimi
11.	Portföy Yatırımları : Net Yükümlülük Oluşumu
11.1.	Hisse Senetleri
11.2.	Borç Senetleri
12.	Diğer Yatırımlar(-)
12. 1	Merkez Bankası
12.2.	Genel Hükümet
12.3.	Bankalar
12.4.	Diğer Sektörler
13.	Diğer Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu
13.1.	Merkez Bankası
13.2.	Genel Hükümet
13.3.	Bankalar
13.4.	Diğer Sektörler
D -	

EK 2: Orijinal Serilerin Düzey Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	-2.323274 (0.1675)	-9.426366 (0.0000)	-7.428653 (0.0000)	-9.420052 (0.0000)	0.990361	0.051802	-1.401881 [1,5.712129]	-5.222381 [3,2.848266]	0.351860 [1,5.712129]	0.037234 [3,2.848266]
1%	-3.520307	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-3.70	0.2699	0.2103
5%	-2.900670	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.06	0.1720	0.1423
10%	-2.587691	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-2.71	0.1318	0.1141
GSYİH	2.259440 (0.9999)	4.938648 (1.0000)	2.528378 (1.0000)	5.030278 (1.0000)	1.222812	0.208965	1.435313 [1,41.31505]	-2.180901 [1,42.98491]	0.527404 [1,41.31505]	0.064304 [1,42.98491]
1%	-3.520307	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900670	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587691	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
TÜFE	2.708925 (1.0000)	6.791608 (1.0000)	3.417055 (1.0000)	5.972247 (1.0000)	1.210427	0.244481	2.014163 [1,38.64284]	-2.501634 [1,69.41323]	0.523236 [1,38.64284]	0.080625 [1,69.41323]
1%	-3.519050	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	3.990873 (1.000)	0.334016 (0.9985)	5.577833 (1.0000)	0.844057 (0.9998)	1.098303	0.309325	0.429786 [1,59.46803]	-2.267963 [1,170.0339]	0.510278 [1,59.46803]	0.076209 [1,170.0339]
1%	-3.517847	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Rezerve	-2.558546 (0.1061)	-1.872645 (0.6589)	-2.706227 (0.0776)	-1.722359 (0.7319)	0.543087	0.281502	-3.662550 [1,105.9893]	-3.810446 [1,142.9476]	0.300842 [1,105.9893]	0.068884 [1,142.9476]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir. **F-test**

İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli :4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.873(1%) (Becker vd. 2006:389)

EK 3: Orijinal Serilerin Birinci Fark Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

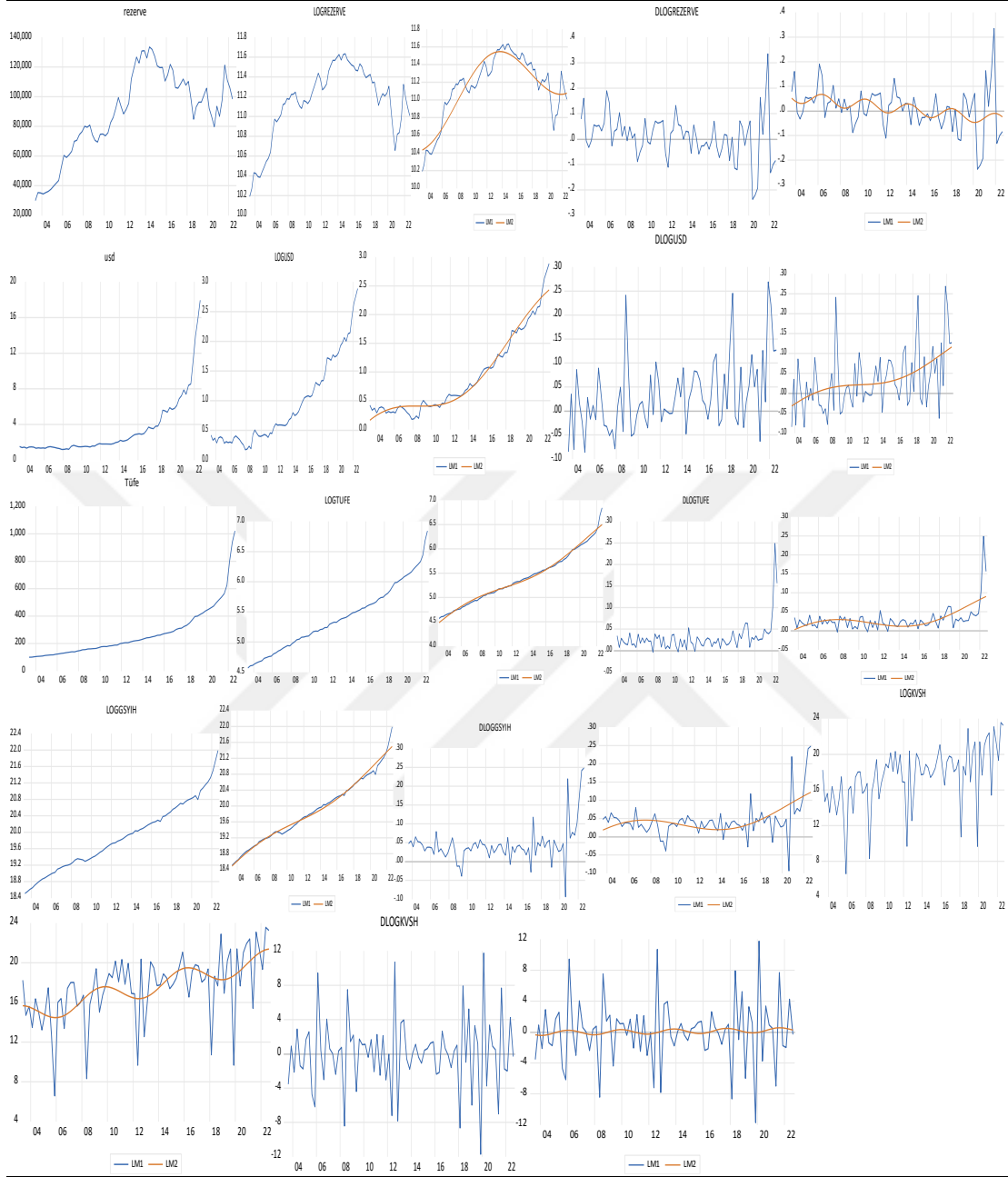
	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	-10.80206 (0.0000)	-9.426366 (0.0000)	-7.428653 (0.0000)	-9.420052 (0.0000)	0.071410	0.053292	-6.711421 [5,0.123515]	-6.632441 [5,0.103681]	0.461453 [5,0.123515]	0.412333 [5,0.103681]
1%	-4.085092	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-3.55	-3.55	0.7386	0.2177
5%	-3.470851	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-2.90	-2.90	0.4626	0.1484
10%	-3.162458	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-2.56	-2.56	0.3518	0.1201
GSYİH	-7.759763 (0.0000)	-7.730936 (0.0000)	-7.725558 (0.0000)	-7.694796 (0.0000)	0.150898	0.111262	-2.199885 [1,5.553429]	-3.073196 [1,8.549568]	0.274380 [1,5.553429]	0.073906 [1,8.549568]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
TÜFE	-3.108747 (0.0301)	-3.831508 (0.0201)	-3.065358 (0.0335)	-3.826671 (0.0203)	0.615928	0.214742	-0.946854 [1,6.113415]	-3.988625 [1,12.01439]	0.370230 [1,6.113415]	0.059582 [1,12.01439]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	-6.965349 (0.0000)	-8.219379 (0.0000)	-6.988155 (0.0000)	-8.213765 (0.0000)	0.985989	0.076365	-7.650572 [1,3.553598]	-5.969402 [1,1.007951]	0.330740 [1,3.553598]	0.046957 [1,1.007951]
1%	-3.517847	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Rezerve	-6.366305 (0.0000)	-6.719828 (0.0000)	-6.204909 (0.0000)	-6.520334 (0.0000)	0.516013	0.045594	-2.970136 [1,2.599639]	-6.174747 [5,1.396979]	0.120312 [1,2.599639]	0.059057 [5,1.396979]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-3.55	0.2699	0.2177
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-2.90	0.1720	0.1484
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-2.56	0.1318	0.1201

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir **F-test**

İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli 4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.83(1%) (Becker vd. 2006:389)

EK4: Orijinal Serilere Ait Grafikler



EK 5: Değişkenlerin Pozitif Bileşenlerinin Düzey Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	0.775334 (0.9930)	-2.278134 (0.4404)	0.696313 (0.9914)	-2.255817 (0.4524)	1.199734	0.114927	0.498901 [1,41.80622]	-2.906859 [1,20.82017]	0.498901 [1,41.80622]	0.064171 [1,20.82017]
1%	-3.519050	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
GSYİH	2.319368 (1.0000)	7.023273 (1.0000)	3.028466 (1.0000)	7.103796 (1.0000)	1.218157	0.217961	1.293559 [1, 56.40906]	-2.318305 [1, 40.43841]	0.524796 [1, 56.40906]	0.072354 [1, 40.43841]
1%	-3.520307	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900670	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587691	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
TÜFE	2.687237 (1.0000)	6.846012 (1.0000)	3.391108 (1.0000)	6.021301 (1.0000)	1.211150	0.242580	2.007420 [1,38.81367]	-2.482649 [1,66.96876]	0.523123 [1,38.81367]	0.080897 [1,66.96876]
1%	-3.519050	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.1460000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	4.077670 (1.0000)	1.290595 (1.0000)	4.055235 (1.0000)	1.567812 (1.0000)	1.185295	0.290481	0.414054 [1,46.20642]	-2.467902 [1,121.8348]	0.516251 [1,46.20642]	0.072627 [1,121.8348]
1%	-3.517847	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Rezerve	-0.946311 (0.7682)	-2.299818 (0.4287)	-0.921912 (0.7763)	-2.265148 (0.4473)	1.190819	0.178012	0.159273 [1,37.09422]	-3.8751 26 [1,53.34305]	0.510606 [1,37.09422]	0.058065 [1,53.34305]
1%	-3.517847	-4.083355	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.470032	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161982	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir **F-test**

İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli 4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.873(1%) (Becker vd. 2006:389)

EK 6: Değişkenlerin Pozitif Bileşenlerinin Birinci Fark Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

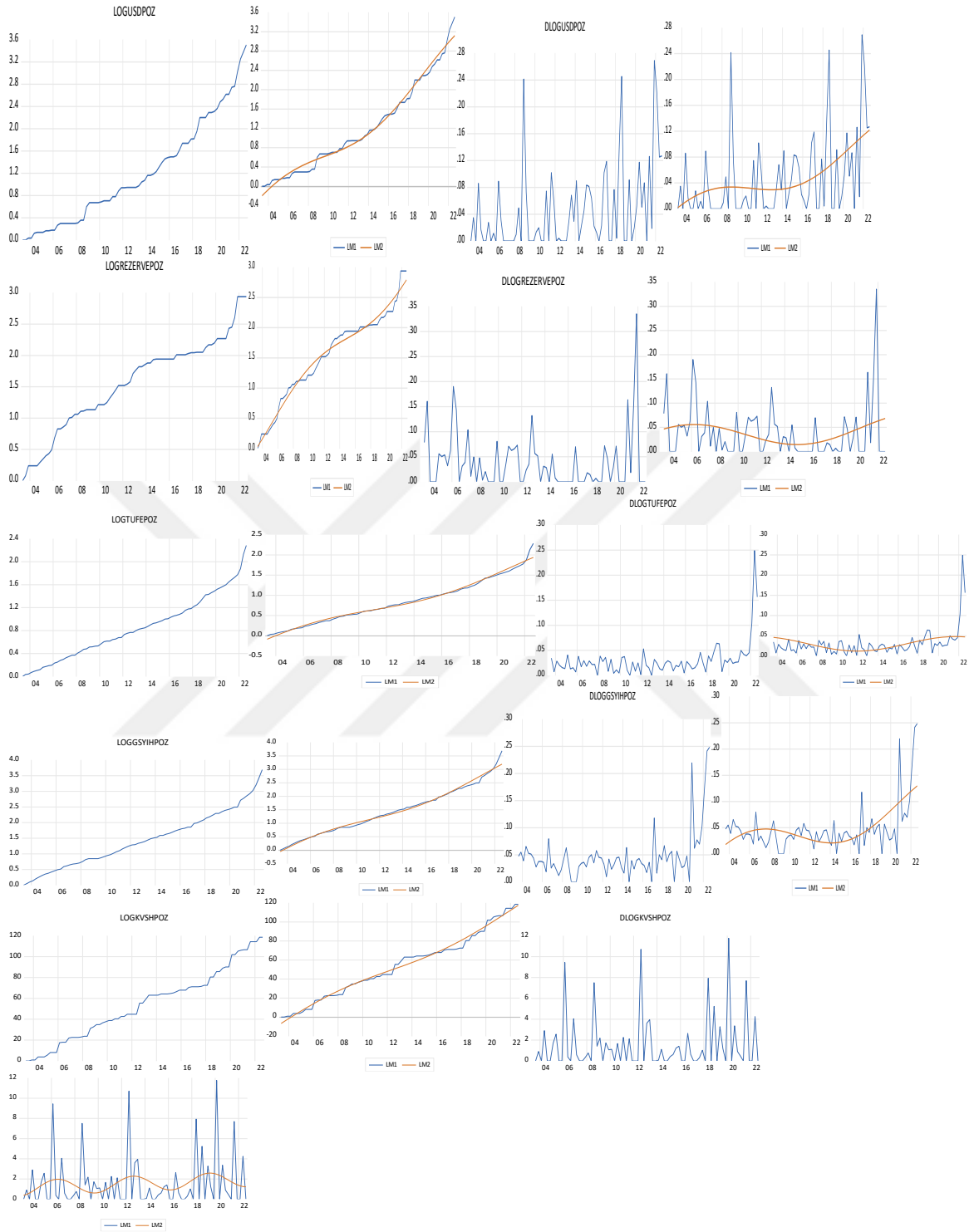
	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	-11.19404 (0.0001)	-11.23300 (0.0000)	-11.12486 (0.0001)	-11.24584 (0.0000)	0.144248	0.058071	-11.88529 [3, 1.611889]	-5.032887 [3, 1.636108]	0.155952 [3, 1.611889]	0.060807 [3, 1.636108]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-3.70	-3.70	0.6671	0.2103
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.06	-3.06	0.4152	0.1423
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-2.71	-2.71	0.3150	0.1141
GSYİH	3.125956 (1.0000)	-0.948230 (0.9443)	-3.686802 (0.0062)	-4.507146 (0.0028)	0.542403	0.231371	-1.371892 [1, 7.735931]	-2.583136 [1, 12.88372]	0.337299 [1, 7.735931]	0.081594 [1, 12.88372]
1%	-3.525618	-4.085092	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.902953	-3.470851	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.588902	-3.162458	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
TÜFE	-3.078617 (0.0324)	-3.796842 (0.0220)	-3.031243 (0.0365)	-3.789623 (0.0224)	0.612235	0.214069	-0.955522 [1, 6.043464]	-4.000830 [1, 12.12463]	0.371606 [1, 6.043464]	0.059558 [1, 12.12463]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	-6.543415 (0.0000)	-7.537320 (0.0000)	-6.605358 (0.0000)	-7.530909 (0.0000)	0.791020	0.106825	-7.202699 [1,3.750751]	-5.568299 [1,2.404651]	0.288180 [1,3.750751]	0.033359 [1,2.404651]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Rezerve	-6.907189 (0.000)	-6.870907 (0.000)	-6.907189 (0.000)	-6.870907 (0.000)	0.168462	0.137815	-2.027331 [1, 3.046882]	-2.003890 [1, 3.046882]	0.058415 [1, 3.046882]	0.047659 [1, 3.046882]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir **F-test**

İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli 4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.873(1%) (Becker vd. 2006:389)

EK 7: Serilerin Pozitif Bileşenlerinin Grafikleri



EK 8: Değişkenlerin Negatif Bileşenlerinin Düzey Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	0.362669 (0.9801)	-2.538076 (0.3096)	0.129711 (0.9661)	-2.369520 (0.3923)	1.200932	0.113167	-1.270368 [1, 42.70441]	-3.120971 [3, 20.66859]	0.499389 [1, 42.70441]	0.135958 [3, 20.66859]
1%	-3.519050	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-3.70	0.2699	0.2103
5%	-2.900137	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.06	0.1720	0.1423
10%	-2.587409	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-2.71	0.1318	0.1141
GSYİH	0.254954 (0.9744)	-1.959939 (0.6134)	0.305896 (0.9772)	-1.959939 (0.6134)	1.065002	0.147730	-0.448593 [1, 24.94992]	-2.615655 [2, 25.70695]	0.440319 [1, 24.94992]	0.172486 [2, 25.70695]
1%	-3.517847	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-3.95	0.2699	0.2022
5%	-2.899619	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.28	0.1720	0.1321
10%	-2.587134	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-2.91	0.1318	0.1034
TÜFE	-1.379107 (0.5883)	-1.201210 (0.9030)	-1.380261 (0.5877)	-1.161995 (0.9108)	1.056856	0.267550	-0.858623 [1, 110.9192]	-4.136877 [1, 161.5890]	0.474872 [1, 110.9192]	0.052497 [1, 161.5890]
1%	-3.517847	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	-4.033341 (0.0021)	-2.737270 (0.2251)	-4.762021 (0.0002)	-2.819640 (0.1950)	1.123825	0.279256	-1.061614 [1,37.88098]	-3.744892 [1,350.5378]	0.505428 [1,37.88098]	0.061674 [1,350.5378]
1%	-3.517847	-4.081666	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.899619	-3.469235	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587134	-3.161518	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Reserve	4.221632 (1.0000)	-0.190813 (0.9922)	6.187044 (1.0000)	1.606404 (1.0000)	1.086166	0.267583	-1.450477 [1,38.99095]	-2.875087 [1,124.3656]	0.486437 [1,38.99095]	0.081278 [1,124.3656]
1%	-3.522887	-4.083355	-3.517847	-4.081666	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.901779	-3.470032	-2.899619	-3.469235	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.588280	-3.161982	-2.587134	-3.161518	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir. **F-test İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli** 4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.873(1%) (Becker vd. 2006:389)

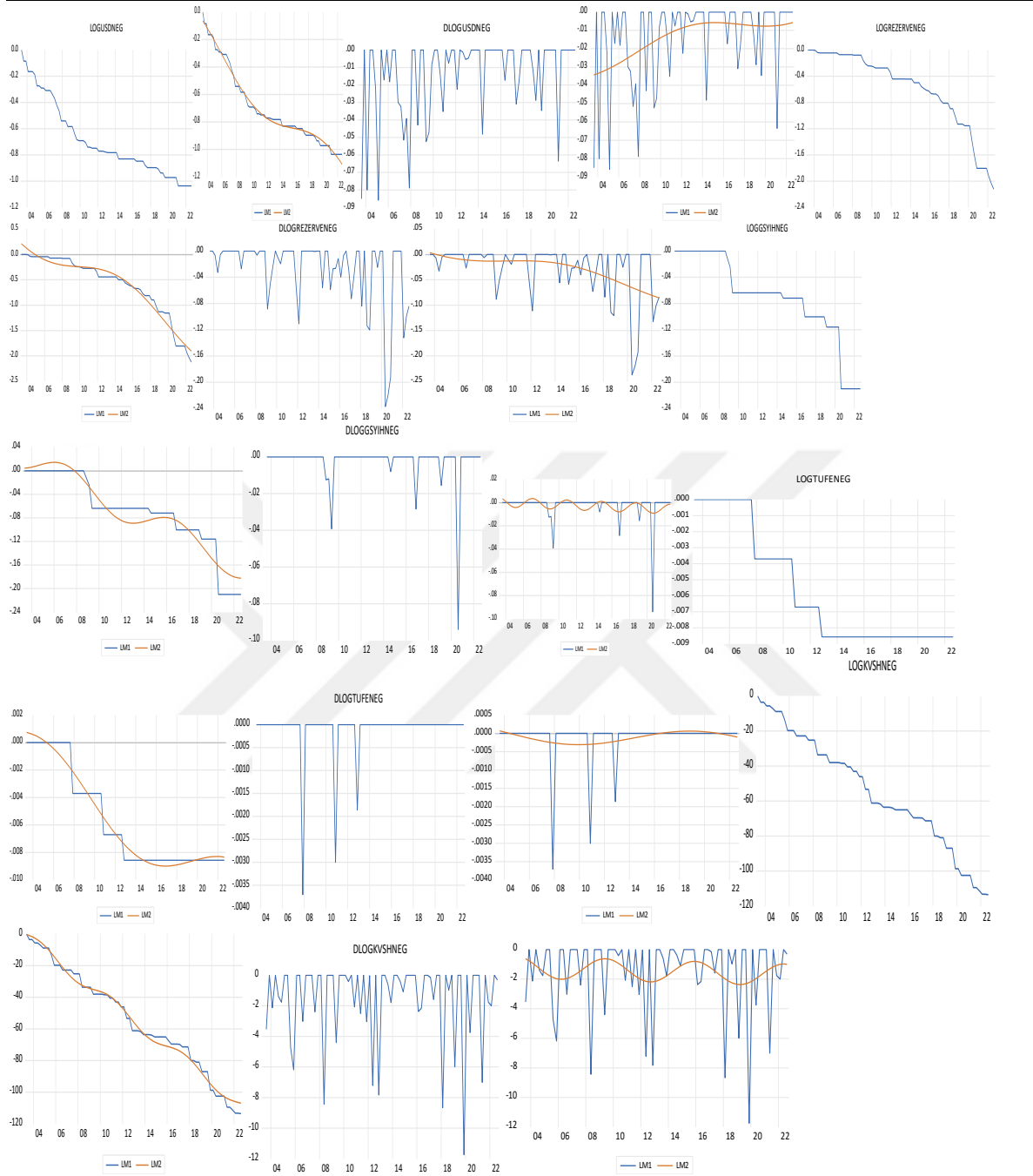
EK 9: Değişkenlerin Negatif Bileşenlerinin Birinci Fark Değerlerinin Durağanlık Test Bulguları

	ADF		PP		KPSS		FADF		FKPSS	
Veriler	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr.	sbt	Sbt-Tr	sbt	Sbt-Tr
KVSH	-11.11027 (0.0001)	-11.08029 (0.0000)	-11.11027	-11.09444 (0.0000)	0.076890	0.063636	-11.89698 [3, 1.541992]	-4.934663 [3, 1.602529]	0.163604 [3, 1.541992]	0.118339 [3, 1.602529]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-3.70	-3.70	0.7182	0.2103
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.06	-3.06	0.4480	0.1423
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-2.71	-2.71	0.3393	0.1141
GSYİH	-8.569213 (0.0000)	-8.650893 (0.0000)	-8.568749 (0.0000)	-8.653279 (0.0000)	0.164417	0.046014	-9.105011 [5, 2.207379]	-9.328807 [5, 2.367175]	0.257356 [5, 2.207379]	0.068996 [5, 2.367175]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-3.55	-3.55	0.7386	0.2177
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-2.90	-2.90	0.4626	0.1484
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-2.56	-2.56	0.3518	0.1201
TÜFE	-8.938128 (0.0000)	-9.002004 (0.0000)	-8.951361 (0.0000)	-9.059109 (0.0000)	0.211720	0.086813	-2.965939 [1, 1.844112]	-3.219953 [1, 1.525302]	0.080578 [1, 1.844112]	0.059949 [1, 1.525302]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
USD	-8.980037	-9.798726	-8.969593	-9.882055	0.924020	0.136143	-4.932549 [1,4.715715]	-3.653816 [1,1.800875]	0.226274 [1,4.715715]	0.050739 [1,1.800875]
1%	-3.519050	-4.083355	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470032	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.161982	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471
Rezerve	-5.059568 (0.0001)	-6.093926 (0.0000)	-4.756989 (0.0002)	-5.318483 (0.0002)	0.847262	0.149751	-2.530730 [1,5.030903]	-4.718855 [1,1.848347]	0.227204 [1,5.030903]	0.064154 [1,1.848347]
1%	-3.519050	-4.085092	-3.519050	-4.083355	0.739000	0.216000	-4.43	-4.43	0.2699	0.0716
5%	-2.900137	-3.470851	-2.900137	-3.470032	0.463000	0.146000	-3.85	-3.85	0.1720	0.0546
10%	-2.587409	-3.162458	-2.587409	-3.161982	0.347000	0.119000	-3.52	-3.52	0.1318	0.0471

Parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir. Kapalı parantez içerisindeki değerler sırasıyla ise optimal frekans sayısını ve F-test istatistik değerini göstermektedir . **F-test İstatistiği Tablo Kritik Değerleri: Sabitli** 4.133 (%10), 4.929(%5), 6.730(%1)

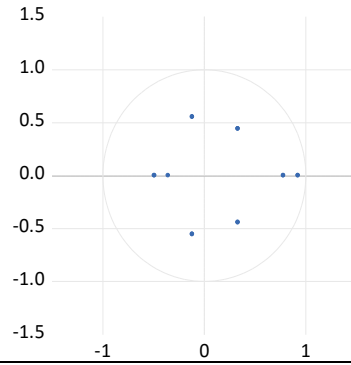
Trendli: 4.162(%10), 4.972(%5), 6.873(1%) (Becker vd. 2006:389)

EK 10: Serilerin Negatif Bileşenlerinin Grafikleri



EK 11: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Johansen Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

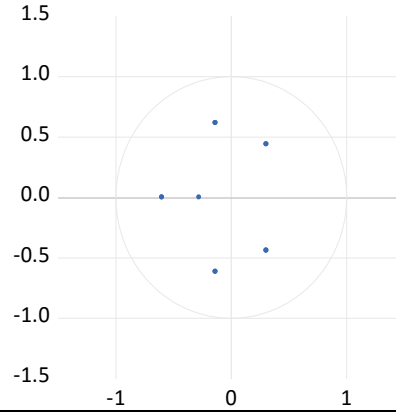
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



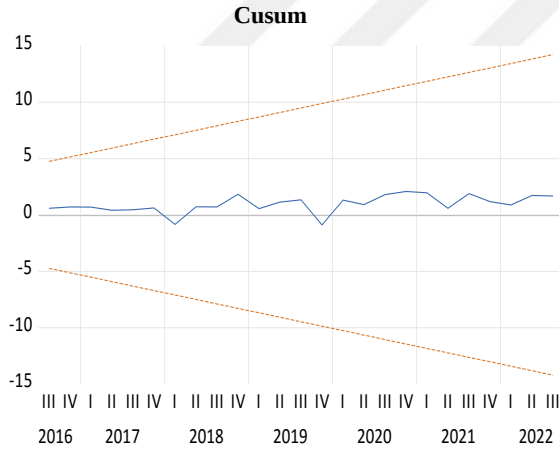
VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	5.769392	4	0.2170	1.464343	(4, 124.0)	0.2171
2	5.774956	4	0.2166	1.465788	(4, 124.0)	0.2166
3	5.976975	4	0.2009	1.518300	(4, 124.0)	0.2009
4	5.888440	4	0.2076	1.495276	(4, 124.0)	0.2077
5	5.477650	4	0.2417	1.388661	(4, 124.0)	0.2417
VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)						
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
59.24364	48	0.1281				

EK 12: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

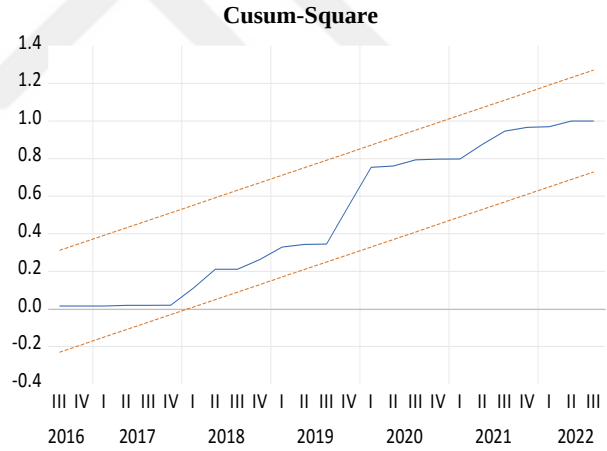
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.936341	4	0.4147	0.991507	(4, 128.0)	0.4147
2	5.670240	4	0.2252	1.437942	(4, 128.0)	0.2252
3	8.484172	4	0.0754	2.175352	(4, 128.0)	0.0754
4	8.420633	4	0.0773	2.158523	(4, 128.0)	0.0773
VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)						
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
96.79295	81	0.1113				



— CUSUM — 5% Significance



— CUSUM of Squares — 5% Significance

**EK 13: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri için
Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları**

Panel A: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGKVSH	DLOGREZERVE
1	3.332413	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	4.391505	99.25329	0.746713
		(2.19254)	(2.19254)
3	4.452105	98.18251	1.817494
		(3.83503)	(3.83503)
4	4.459137	98.18149	1.818507
		(4.48319)	(4.48319)
5	4.461208	98.16089	1.839115
		(4.49876)	(4.49876)
6	4.477278	98.16233	1.837667
		(4.51158)	(4.51158)
7	4.482733	98.15154	1.848458
		(4.56974)	(4.56974)
8	4.482788	98.14926	1.850742
		(4.61850)	(4.61850)
9	4.482925	98.14937	1.850630
		(4.63760)	(4.63760)
10	4.483002	98.14930	1.850703
		(4.64078)	(4.64078)

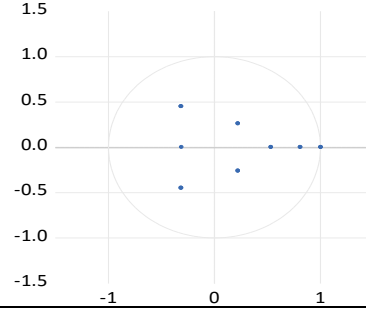
Panel B: Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGKVSH	DLOGREZERVE
1	0.083401	0.160756	99.83924
		(1.93746)	(1.93746)
2	0.088421	4.630086	95.36991
		(4.82050)	(4.82050)
3	0.089064	5.947249	94.05275
		(5.22395)	(5.22395)
4	0.091119	8.219645	91.78036
		(5.67675)	(5.67675)
5	0.091537	8.220713	91.77929
		(5.72198)	(5.72198)
6	0.091563	8.272180	91.72782
		(5.76829)	(5.76829)
7	0.091624	8.279386	91.72061
		(5.84823)	(5.84823)
8	0.091646	8.284543	91.71546
		(5.89936)	(5.89936)
9	0.091649	8.290295	91.70970
		(5.92614)	(5.92614)
10	0.091650	8.290079	91.70992
		(5.95168)	(5.95168)

EK 14: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-REZERVELOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Residual Serial Correlation LM Tests

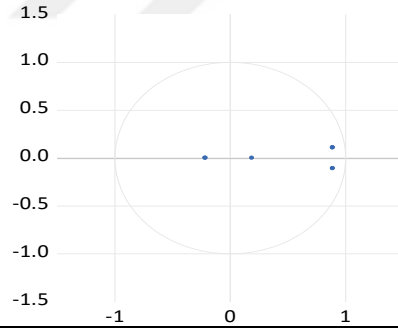
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.247597	4	0.6903	0.562446	(4, 124.0)	0.6903
2	4.971471	4	0.2902	1.257771	(4, 124.0)	0.2903
3	2.479133	4	0.6484	0.620962	(4, 124.0)	0.6484
4	0.467954	4	0.9765	0.116270	(4, 124.0)	0.9765
5	3.636669	4	0.4574	0.915142	(4, 124.0)	0.4574

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
142.9481	132	0.2430

Panel B: KVSHNEG-REZERVENEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Residual Serial Correlation LM Tests

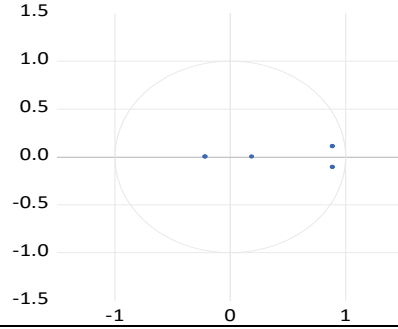
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.093479	4	0.5423	0.776925	(4, 118.0)	0.5423
2	2.560908	4	0.6338	0.641727	(4, 118.0)	0.6338
3	4.491553	4	0.3436	1.134732	(4, 118.0)	0.3436
4	1.041681	4	0.9034	0.259365	(4, 118.0)	0.9034
5	2.634549	4	0.6207	0.660386	(4, 118.0)	0.6207
6	7.047582	4	0.1334	1.799860	(4, 118.0)	0.1334

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
202.3208	195	0.3446

**Panel C: KVSHNEG- REZERVELOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme
Analizinin Diagnostik Test Sonuçları**

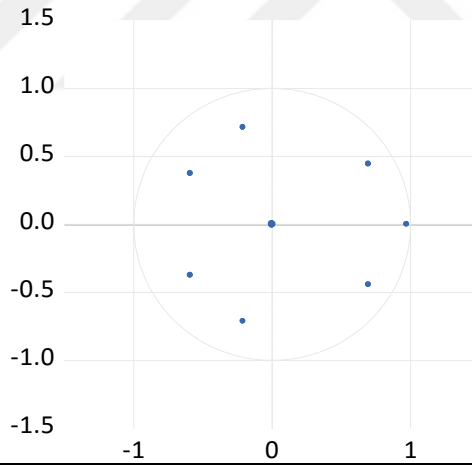
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.973283	4	0.7407	0.493264	(4, 136.0)	0.7407
2	2.886404	4	0.5770	0.723933	(4, 136.0)	0.5770
3	5.873199	4	0.2088	1.489277	(4, 136.0)	0.2088
VAR Residual Heteroskedasticity Tests						
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
53.09235	42	0.1172				

**Panel D: KVSHNPOZ-REZERVENEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme
Analizinin Diagnostik Test Sonuçları**

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

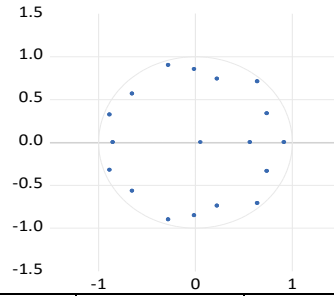


VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.403888	4	0.3541	1.114186	(4, 100.0)	0.3541
2	1.760706	4	0.7797	0.439639	(4, 100.0)	0.7797
3	5.878224	4	0.2084	1.498180	(4, 100.0)	0.2085
4	3.654903	4	0.4547	0.921247	(4, 100.0)	0.4548
5	4.760185	4	0.3128	1.206471	(4, 100.0)	0.3128
6	3.032736	4	0.5524	0.762061	(4, 100.0)	0.5524
7	3.905285	4	0.4190	0.985586	(4, 100.0)	0.4190
8	6.478582	4	0.1661	1.656158	(4, 100.0)	0.1662
VAR Residual Heteroskedasticity Tests						
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
117.9600	99	0.0940				

EK 15: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri Arasındaki Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHNEG-REZERVNEG

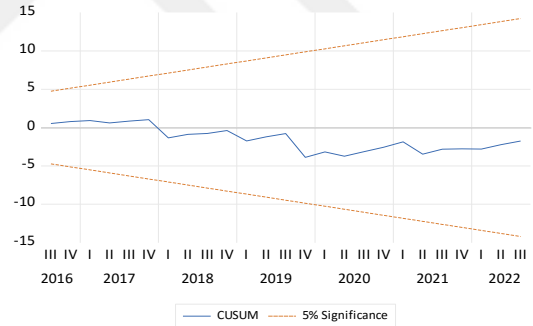
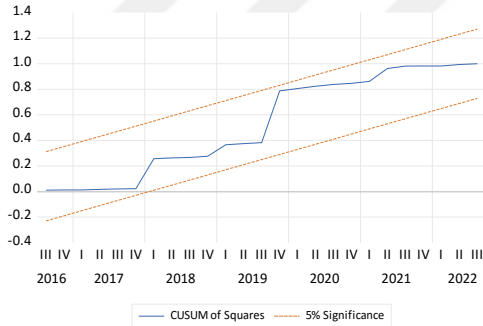
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	5.660260	4	0.2260	1.443326	(4, 92.0)	0.2261
2	3.527354	4	0.4737	0.889111	(4, 92.0)	0.4738
3	2.797490	4	0.5923	0.702363	(4, 92.0)	0.5923
4	2.694245	4	0.6102	0.676064	(4, 92.0)	0.6103
5	3.717587	4	0.4456	0.938027	(4, 92.0)	0.4456
6	5.391235	4	0.2495	1.372720	(4, 92.0)	0.2495
7	8.288604	4	0.0816	2.143992	(4, 92.0)	0.0816
8	2.148258	4	0.7085	0.537473	(4, 92.0)	0.7085
9	6.901179	4	0.1412	1.771665	(4, 92.0)	0.1413
10	0.945666	4	0.9179	0.235067	(4, 92.0)	0.9179

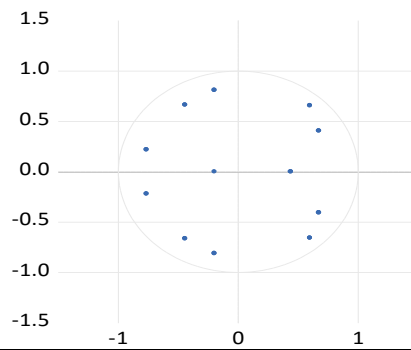
Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
108.7869	108	0.4607

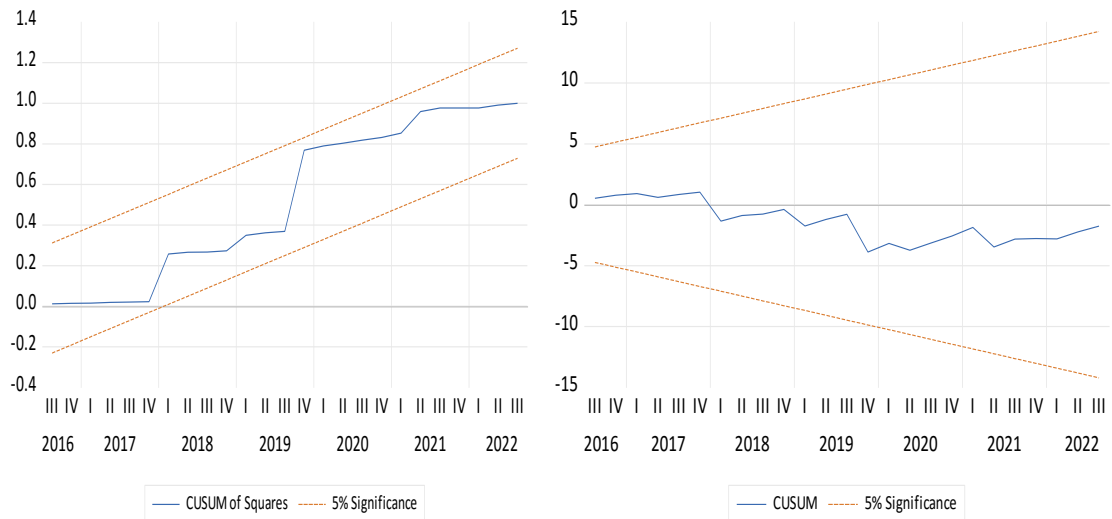


Panel B: KVSHNEG-REZERVELOZ

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

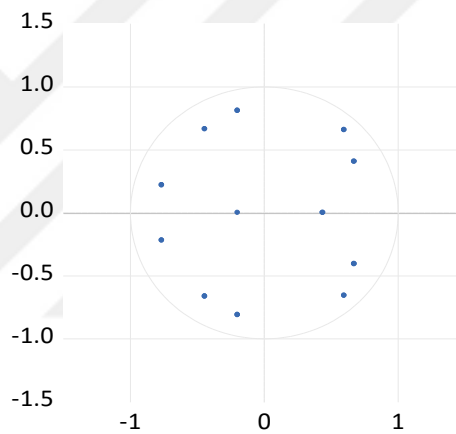


Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.120417	4	0.3900	1.037890	(4, 140.0)	0.3900
2	5.638884	4	0.2278	1.428089	(4, 140.0)	0.2278
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
13.58426	12	0.3280				

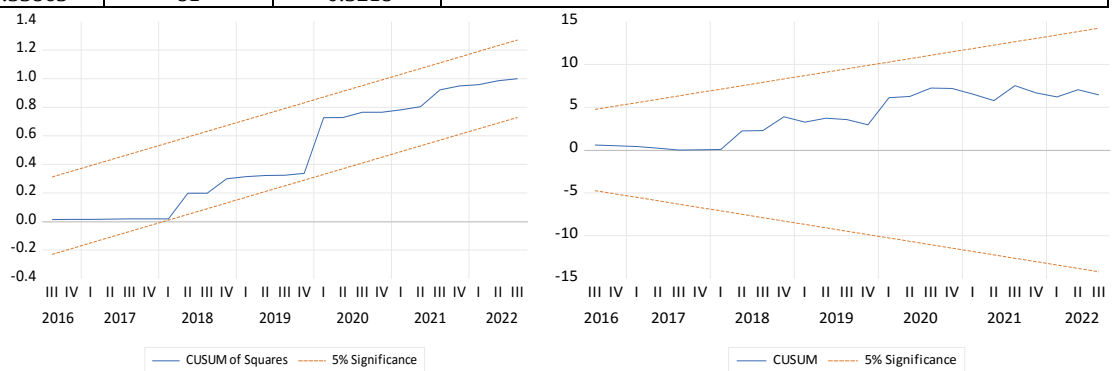


Panel C: KVSHPOZ-REZERVENEG

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.922763	4	0.4166	0.989554	(4, 106.0)	0.4166
2	0.676199	4	0.9542	0.168000	(4, 106.0)	0.9542
3	8.947567	4	0.0624	2.311277	(4, 106.0)	0.0624
4	1.630017	4	0.8034	0.406786	(4, 106.0)	0.8034
5	2.692763	4	0.6105	0.675362	(4, 106.0)	0.6105
6	7.609532	4	0.1070	1.953235	(4, 106.0)	0.1070
7	5.489545	4	0.2406	1.395040	(4, 106.0)	0.2407
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
86.33863	81	0.3218				



**EK 16: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Pozitif bileşenleri ile Merkez Bankası Döviz Rezervleri için
Asimetrik Varyans Ayırıştırma Analizi Sonuçları**

Panel A: KVSHPOZ-REZERVELOZ

Periyod	S.E.	Rezervepoz	KVSHPOZ
1	0.051815	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.080085	97.99746 (2.63859)	2.002541 (2.63859)
3	0.095123	98.04164 (3.80396)	1.958365 (3.80396)
4	0.106327	97.10577 (5.91856)	2.894232 (5.91856)
5	0.114915	95.33510 (6.19120)	4.664897 (6.19120)
6	0.122023	92.98774 (7.10985)	7.012264 (7.10985)
7	0.128385	90.05694 (8.24597)	9.943057 (8.24597)
8	0.134267	86.70910 (8.97410)	13.29090 (8.97410)
9	0.139887	83.06504 (9.63940)	16.93496 (9.63940)
10	0.145382	79.23339 (7.14207)	20.76661 (7.14207)

Periyod	S.E.	Rezervepoz	KVSHPOZ
1	2.598387	6.745516 (5.68366)	93.25448 (5.68366)
2	3.233436	5.121960 (6.23186)	94.87804 (6.23186)
3	3.852127	5.255570 (7.47529)	94.74443 (7.47529)
4	4.422895	4.991423 (7.34981)	95.00858 (7.34981)
5	4.917402	4.610226 (7.32226)	95.38977 (7.32226)
6	5.385676	4.237575 (8.47640)	95.76243 (8.47640)
7	5.827039	3.874484 (7.48305)	96.12552 (7.48305)
8	6.246215	3.543239 (7.18028)	96.45676 (7.18028)
9	6.647739	3.245675 (8.39386)	96.75433 (8.39386)
10	7.033477	2.980117 (7.98266)	97.01988 (7.98266)

Panel B: :KVSHNEG-REZERVENEG

Periyod	S.E.	Dlogrezerveneg	dlogKVSHneg
1	0.042721	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.046010	99.93165	0.068353
		(2.32423)	(2.32423)
3	0.048866	89.28829	10.71171
		(8.00351)	(8.00351)
4	0.051746	79.64928	20.35072
		(10.8158)	(10.8158)
5	0.052211	78.38590	21.61410
		(11.3110)	(11.3110)
6	0.052587	77.41496	22.58504
		(10.9616)	(10.9616)
7	0.052920	77.00519	22.99481
		(10.9944)	(10.9944)
8	0.055744	78.87938	21.12062
		(10.6436)	(10.6436)
9	0.056690	78.95427	21.04573
		(10.4976)	(10.4976)
10	0.058592	75.81282	24.18718
		(10.8677)	(10.8677)

Periyod	S.E.	Dlogrezerveneg	dlogKVSHneg
1	2.540109	0.603621	99.39638
		(2.90861)	(2.90861)
2	2.568766	0.617174	99.38283
		(3.87199)	(3.87199)
3	2.576431	0.764153	99.23585
		(4.50333)	(4.50333)
4	2.591500	1.207583	98.79242
		(5.26174)	(5.26174)
5	2.818369	12.50140	87.49860
		(8.54225)	(8.54225)
6	2.844966	12.30575	87.69425
		(8.53445)	(8.53445)
7	2.872668	13.97211	86.02789
		(9.01738)	(9.01738)
8	2.974445	18.71616	81.28384
		(9.63176)	(9.63176)
9	3.015863	20.92019	79.07981
		(10.0633)	(10.0633)
10	3.033211	21.15785	78.84215
		(10.1078)	(10.1078)

Pnael C: REZERVENEG-KVSHPOZ

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGREZERVENEG
1	0.055788	0.096346	99.90365
		(2.07998)	(2.07998)
2	0.057780	2.535675	97.46432
		(4.29381)	(4.29381)
3	0.057860	2.529725	97.47028
		(4.34657)	(4.34657)
4	0.057866	2.538476	97.46152
		(4.38624)	(4.38624)
5	0.057866	2.538480	97.46152
		(4.38979)	(4.38979)
6	0.057866	2.538514	97.46149
		(4.39127)	(4.39127)
7	0.057866	2.538515	97.46149
		(4.39152)	(4.39152)
8	0.057866	2.538515	97.46149
		(4.39161)	(4.39161)
9	0.057866	2.538515	97.46149
		(4.39163)	(4.39163)
10	0.057866	2.538515	97.46149
		(4.39164)	(4.39164)

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGREZERVENEG
1	2.500956	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	2.578515	99.76899	0.231010
		(1.86281)	(1.86281)
3	2.584276	99.76978	0.230215
		(1.88213)	(1.88213)
4	2.584647	99.76896	0.231036
		(1.90577)	(1.90577)
5	2.584674	99.76897	0.231035
		(1.90728)	(1.90728)
6	2.584676	99.76896	0.231038
		(1.90808)	(1.90808)
7	2.584676	99.76896	0.231038
		(1.90819)	(1.90819)
8	2.584676	99.76896	0.231038
		(1.90823)	(1.90823)
9	2.584676	99.76896	0.231038
		(1.90824)	(1.90824)
10	2.584676	99.76896	0.231038
		(1.90824)	(1.90824)

Panel D: REZERVENEG- KVSHPOZ Varyans Ayrıştırması

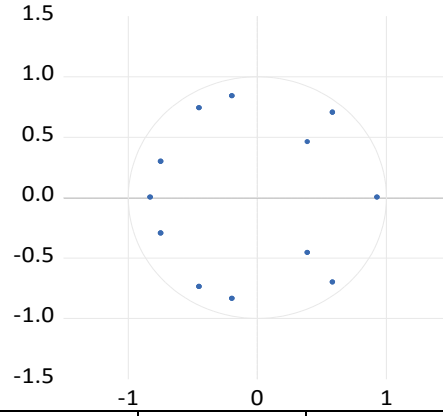
Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGREZERVENEG
1	2.671218	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	2.773505	99.92877	0.071226
		(1.98801)	(1.98801)
3	2.785800	99.56819	0.431813
		(3.21860)	(3.21860)
4	2.839349	96.47527	3.524730
		(5.19589)	(5.19589)
5	2.856031	95.72676	4.273244
		(6.18181)	(6.18181)
6	2.935974	91.77839	8.221613
		(7.75976)	(7.75976)
7	2.937090	91.74824	8.251756
		(7.85106)	(7.85106)
8	2.943010	91.68659	8.313411
		(8.08924)	(8.08924)
9	2.951830	91.49919	8.500807
		(8.29101)	(8.29101)
10	2.953433	91.40723	8.592774
		(8.47555)	(8.47555)

Merkez Bankası Döviz Rezervlerinin Negatif Bileşenleri Varyans Ayrıştırması Analizi

Periyod	S.E.	DLOGKVSHNEG	DLOGREZERVENEG
1	0.038661	0.173291	99.82671
		(2.25292)	(2.25292)
2	0.043052	14.29468	85.70532
		(8.22015)	(8.22015)
3	0.046088	25.20243	74.79757
		(10.0319)	(10.0319)
4	0.046480	24.78471	75.21529
		(9.79248)	(9.79248)
5	0.048497	26.49401	73.50599
		(10.1839)	(10.1839)
6	0.050312	26.46123	73.53877
		(10.4312)	(10.4312)
7	0.050423	26.54918	73.45082
		(10.5012)	(10.5012)
8	0.051368	27.34737	72.65263
		(10.8074)	(10.8074)
9	0.052057	27.79459	72.20541
		(10.8568)	(10.8568)
10	0.052821	29.28789	70.71211
		(11.3424)	(11.3424)

EK 17: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Johansen Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

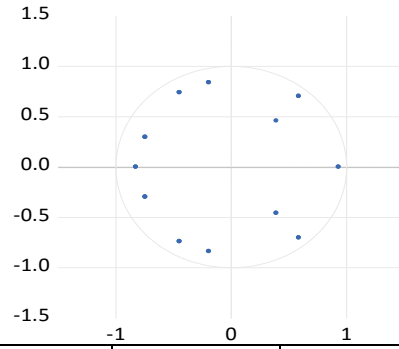
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



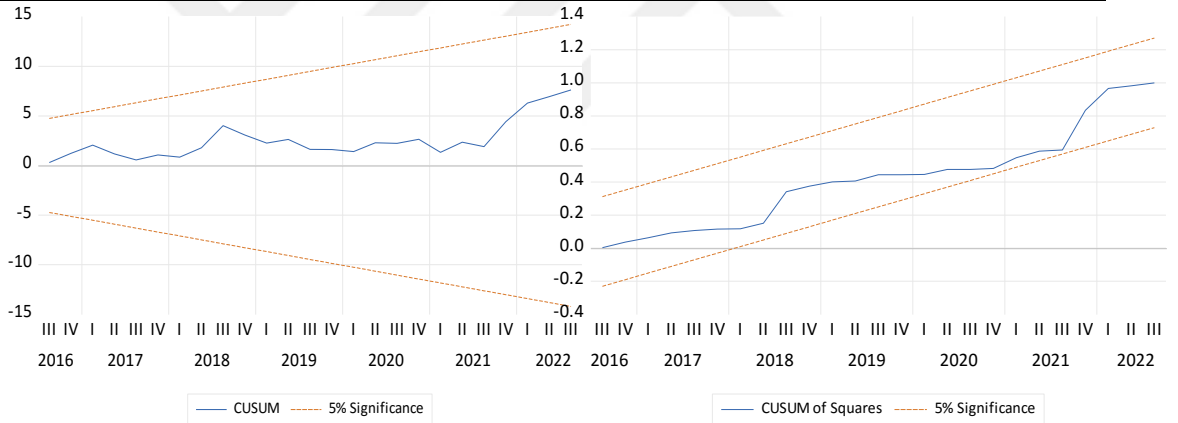
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.865034	4	0.7606	0.465962	(4, 110.0)	0.7606
2	3.240342	4	0.5184	0.814620	(4, 110.0)	0.5185
3	4.800196	4	0.3084	1.215327	(4, 110.0)	0.3085
4	1.765040	4	0.7789	0.440780	(4, 110.0)	0.7789
5	2.133074	4	0.7113	0.533575	(4, 110.0)	0.7113
6	5.534767	4	0.2367	1.405988	(4, 110.0)	0.2367
7	5.109259	4	0.2763	1.295392	(4, 110.0)	0.2763
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
82.35761	72	0.1895				

EK 18: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.865034	4	0.7606	0.465962	(4, 110.0)	0.7606
2	3.240342	4	0.5184	0.814620	(4, 110.0)	0.5185
3	4.800196	4	0.3084	1.215327	(4, 110.0)	0.3085
4	1.765040	4	0.7789	0.440780	(4, 110.0)	0.7789
5	2.133074	4	0.7113	0.533575	(4, 110.0)	0.7113
6	5.534767	4	0.2367	1.405988	(4, 110.0)	0.2367
7	5.109259	4	0.2763	1.295392	(4, 110.0)	0.2763
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
82.35761	72	0.1895				



EK 19: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru için Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları

Panel A: Nominal Döviz Kurunun Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGUSD	DLOGKVSH
1	0.063112	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.064854	98.10393	1.896065
		(3.87993)	(3.87993)
3	0.074257	78.94393	21.05607
		(8.18485)	(8.18485)
4	0.075920	78.18239	21.81761
		(8.61666)	(8.61666)
5	0.076217	77.68562	22.31438
		(8.32486)	(8.32486)
6	0.076578	76.99842	23.00158
		(8.32088)	(8.32088)
7	0.078868	78.09789	21.90211
		(8.35276)	(8.35276)
8	0.080435	78.34109	21.65891
		(8.52638)	(8.52638)
9	0.081866	78.96617	21.03383
		(8.66065)	(8.66065)
10	0.084058	77.04760	22.95240
		(9.43051)	(9.43051)

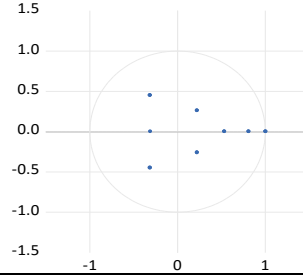
Panel B: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGUSD	DLOGKVSH
1	3.071399	0.418751	99.58125
		(2.51487)	(2.51487)
2	4.134598	1.149967	98.85003
		(2.76808)	(2.76808)
3	4.211209	2.713065	97.28693
		(4.50940)	(4.50940)
4	4.264333	4.187197	95.81280
		(5.94017)	(5.94017)
5	4.284648	4.340458	95.65954
		(5.98582)	(5.98582)
6	4.489506	11.35653	88.64347
		(7.16735)	(7.16735)
7	4.568769	14.19694	85.80306
		(8.56390)	(8.56390)
8	4.659375	13.65184	86.34816
		(8.35497)	(8.35497)
9	4.700859	13.52232	86.47768
		(8.44102)	(8.44102)
10	4.703859	13.58137	86.41863
		(8.57105)	(8.57105)

EK 20: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-USDPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

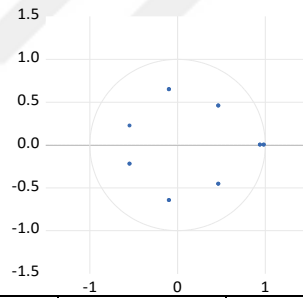
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.247597	4	0.6903	0.562446	(4, 124.0)	0.6903
2	4.971471	4	0.2902	1.257771	(4, 124.0)	0.2903
3	2.479133	4	0.6484	0.620962	(4, 124.0)	0.6484
4	0.467954	4	0.9765	0.116270	(4, 124.0)	0.9765
5	3.636669	4	0.4574	0.915142	(4, 124.0)	0.4574
VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Includes Cross Terms)						
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
142.9481	132	0.2430				

Panel B: KVSHNEG-USDNEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

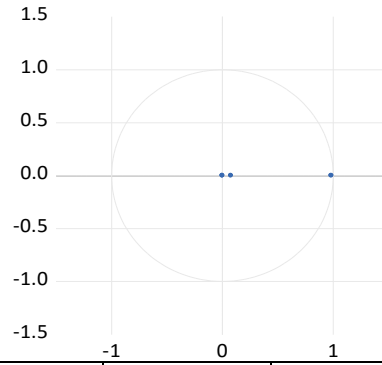
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.990765	4	0.2882	1.262997	(4, 122.0)	0.2883
2	4.450655	4	0.3484	1.123827	(4, 122.0)	0.3485
3	6.175387	4	0.1864	1.570387	(4, 122.0)	0.1865
4	1.334242	4	0.8555	0.332650	(4, 122.0)	0.8555
5	9.277400	4	0.0545	2.389475	(4, 122.0)	0.0545
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
64.49687	51	0.0970				

Panel C: KVSHNEG-USDPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme
Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

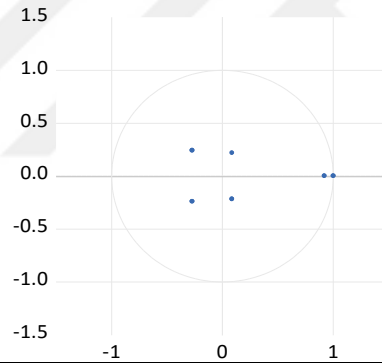
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	8.848880	4	0.0650	2.269397	(4, 134.0)	0.0650
2	8.515580	4	0.0744	2.181195	(4, 134.0)	0.0744
3	6.214752	4	0.1837	1.578228	(4, 134.0)	0.1837
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
37.18642	30	0.1718				

Panel D: KVSHPOZ-USDNEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme <
Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

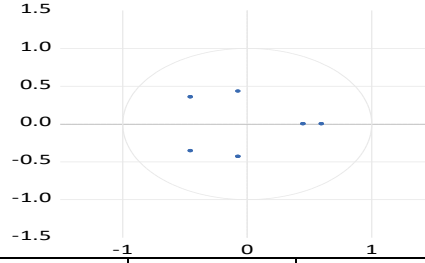


Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.580908	4	0.3331	1.156589	(4, 130.0)	0.3331
2	4.684491	4	0.3212	1.183212	(4, 130.0)	0.3213
3	3.349054	4	0.5012	0.841584	(4, 130.0)	0.5012
4	7.390817	4	0.1166	1.886311	(4, 130.0)	0.1166
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
50.10556	36	0.0593				

EK 21: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının ile Nominal Döviz Kuru Arasındaki Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ- USDPOZ

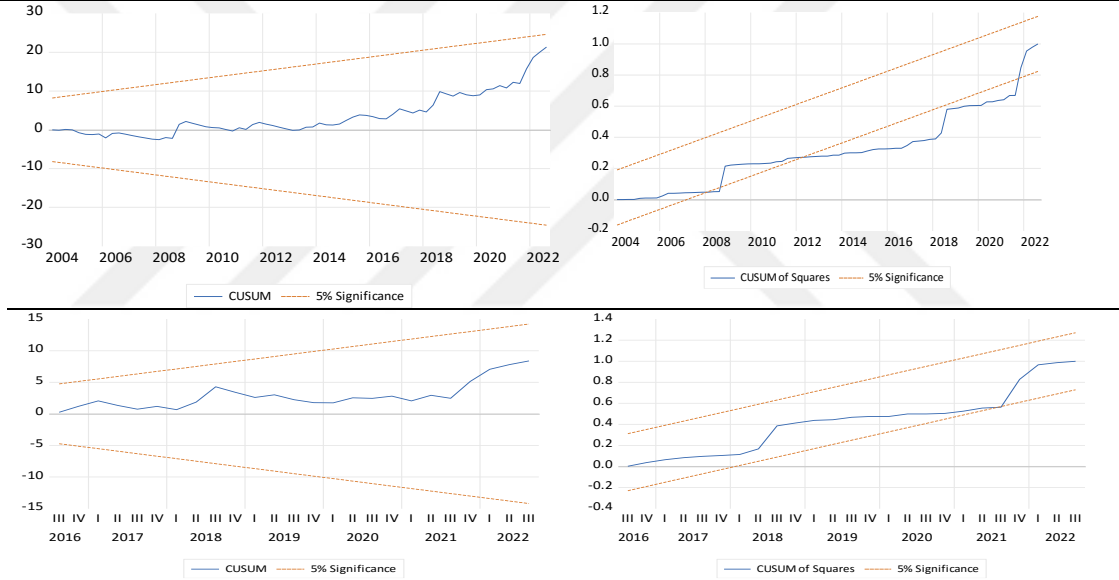
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.696664	4	0.4486	0.930267	(4, 128.0)	0.4486
2	3.154143	4	0.5324	0.792067	(4, 128.0)	0.5324
3	4.507287	4	0.3417	1.137849	(4, 128.0)	0.3417
4	2.902658	4	0.5742	0.728201	(4, 128.0)	0.5743

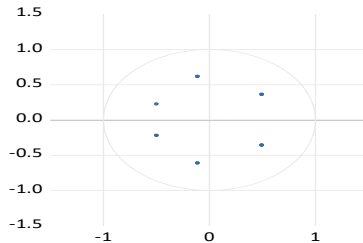
Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
100.4639	81	0.0704



Panel B: KVSHNEG- USDNEG

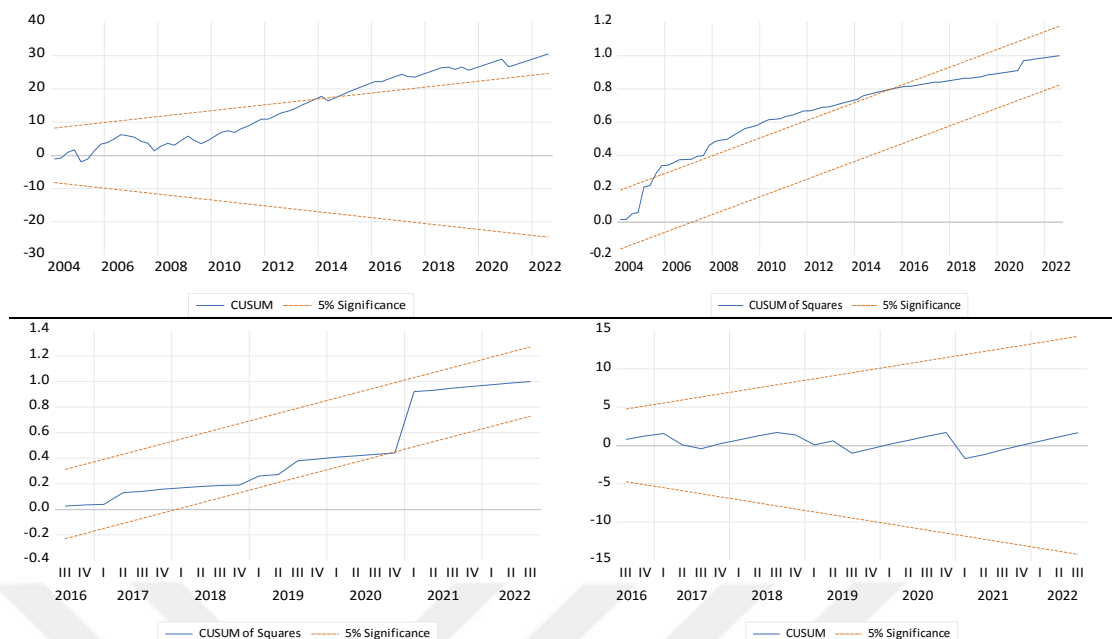
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	5.880444	4	0.2083	1.492474	(4, 128.0)	0.2083
2	5.416317	4	0.2472	1.372188	(4, 128.0)	0.2472
3	5.629841	4	0.2285	1.427472	(4, 128.0)	0.2286
4	1.494794	4	0.8276	0.372958	(4, 128.0)	0.8276

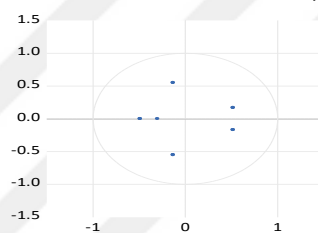
Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
80.92141	81	0.4816



Panel C: KVSHNEG- USDPOZ

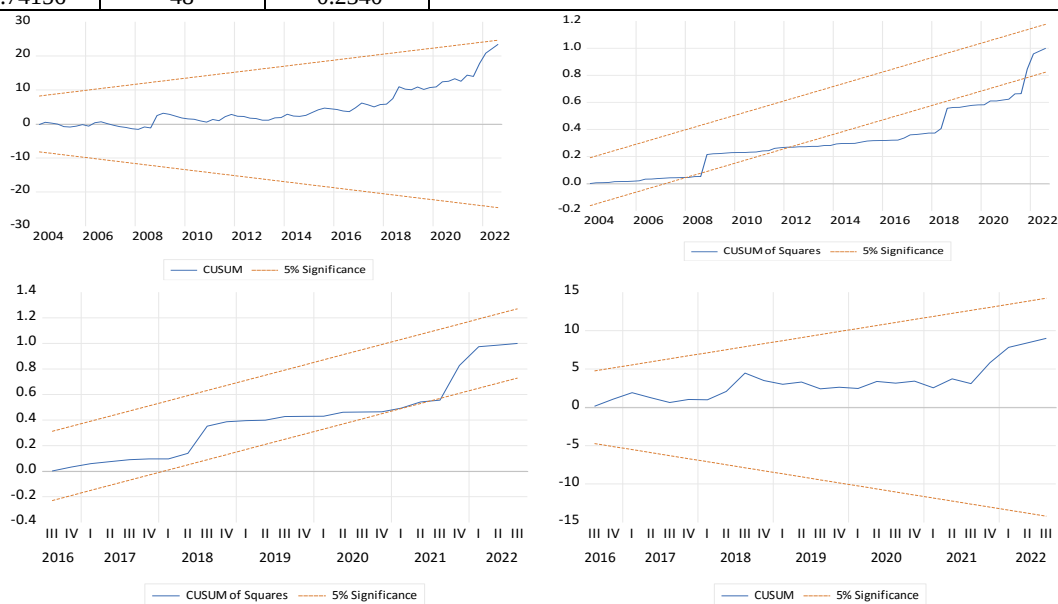
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	9.849861	4	0.0430	2.542905	(4, 122.0)	0.0430
2	8.932588	4	0.0628	2.297403	(4, 122.0)	0.0628
3	4.419528	4	0.3522	1.115826	(4, 122.0)	0.3522
4	4.567648	4	0.3346	1.153921	(4, 122.0)	0.3346
5	6.307393	4	0.1773	1.604824	(4, 122.0)	0.1774

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
54.74156	48	0.2340



**EK 22: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile Merkez Nominal Döviz Kuru İçin Asimetrik Varyans
Ayrıştırma Analizi Sonuçları**

Panel A: KVSHPOZ-USDPOZ Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları
USDPOZ Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDPOZ	DLOGKVSHPOZ
1	0.055330	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.061040	85.64727 (7.46805)	14.35273 (7.46805)
3	0.061383	85.28210 (7.38341)	14.71790 (7.38341)
4	0.061824	84.29652 (7.31890)	15.70348 (7.31890)
5	0.061874	84.17134 (7.44443)	15.82866 (7.44443)
6	0.061909	84.10874 (7.46136)	15.89126 (7.46136)
7	0.061910	84.10650 (7.48120)	15.89350 (7.48120)
8	0.061911	84.10689 (7.49334)	15.89311 (7.49334)
9	0.061912	84.10434 (7.50243)	15.89566 (7.50243)
10	0.061912	84.10375 (7.50494)	15.89625 (7.50494)

KSVSHPOZ Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDPOZ	DLOGKVSHPOZ
1	2.595069	0.050985 (2.25803)	99.94902 (2.25803)
2	2.696850	0.047602 (3.03166)	99.95240 (3.03166)
3	2.741764	2.841640 (5.03982)	97.15836 (5.03982)
4	2.747812	2.880588 (5.34781)	97.11941 (5.34781)
5	2.751026	2.906771 (5.48260)	97.09323 (5.48260)
6	2.753735	2.915114 (5.51531)	97.08489 (5.51531)
7	2.753906	2.917232 (5.53145)	97.08277 (5.53145)
8	2.753984	2.922637 (5.57453)	97.07736 (5.57453)
9	2.754026	2.922646 (5.59697)	97.07735 (5.59697)
10	2.754041	2.922636 (5.60536)	97.07736 (5.60536)

Panel B: KVSHNEG-USDNEG Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları
USDNEG Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDNEG	DLOGKVSHNEG
1	0.021826	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.021838	99.98847	0.011532
		(1.78983)	(1.78983)
3	0.021985	99.33929	0.660709
		(3.17373)	(3.17373)
4	0.021990	99.30191	0.698093
		(3.44592)	(3.44592)
5	0.021990	99.29744	0.702561
		(3.55727)	(3.55727)
6	0.021990	99.29743	0.702566
		(3.59145)	(3.59145)
7	0.021990	99.29742	0.702581
		(3.60917)	(3.60917)
8	0.021990	99.29741	0.702589
		(3.61707)	(3.61707)
9	0.021990	99.29741	0.702590
		(3.62219)	(3.62219)
10	0.021990	99.29741	0.702590
		(3.62501)	(3.62501)

KVSHNEG Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDNEG	DLOGKVSHNEG
1	2.539883	0.896229	99.10377
		(3.12089)	(3.12089)
2	2.632060	0.855381	99.14462
		(3.60225)	(3.60225)
3	2.640403	1.465202	98.53480
		(4.30324)	(4.30324)
4	2.641186	1.507694	98.49231
		(4.42148)	(4.42148)
5	2.641407	1.512750	98.48725
		(4.49134)	(4.49134)
6	2.641425	1.512755	98.48724
		(4.52027)	(4.52027)
7	2.641426	1.512766	98.48723
		(4.53691)	(4.53691)
8	2.641426	1.512774	98.48723
		(4.54743)	(4.54743)
9	2.641426	1.512775	98.48723
		(4.55418)	(4.55418)
10	2.641426	1.512775	98.48723
		(4.55884)	(4.55884)

Panel C: KVSHNEG-USDPOZ Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları
USDPOZ Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDNEG	DLOGKVSHNEG
1	0.053752	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.054680	99.99782	0.002180
		(2.09612)	(2.09612)
3	0.061019	80.79025	19.20975
		(8.16367)	(8.16367)
4	0.061223	80.46981	19.53019
		(7.93303)	(7.93303)
5	0.062899	79.66970	20.33030
		(7.74534)	(7.74534)
6	0.063278	79.88846	20.11154
		(7.82013)	(7.82013)
7	0.063764	79.70722	20.29278
		(7.91132)	(7.91132)
8	0.063824	79.61287	20.38713
		(7.96756)	(7.96756)
9	0.063953	79.68465	20.31535
		(7.99860)	(7.99860)
10	0.064060	79.62080	20.37920
		(8.06519)	(8.06519)

KVSHNEG Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	DLOGUSDNEG	DLOGKVSHNEG
1	2.531138	1.814736 (3.77199)	98.18526 (3.77199)
2	2.688376	4.912673 (4.94734)	95.08733 (4.94734)
3	2.691749	5.148831 (5.25701)	94.85117 (5.25701)
4	2.714500	6.705989 (5.75325)	93.29401 (5.75325)
5	2.745285	7.140588 (6.22020)	92.85941 (6.22020)
6	2.759194	7.213366 (6.29213)	92.78663 (6.29213)
7	2.760022	7.227211 (6.29098)	92.77279 (6.29098)
8	2.765936	7.237355 (6.34241)	92.76265 (6.34241)
9	2.766115	7.240617 (6.40680)	92.75938 (6.40680)
10	2.766450	7.246860 (6.47796)	92.75314 (6.47796)

Panel D: KVSHPOZ-USDNEG Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları
USDPOZ Varyans Ayrıştırma

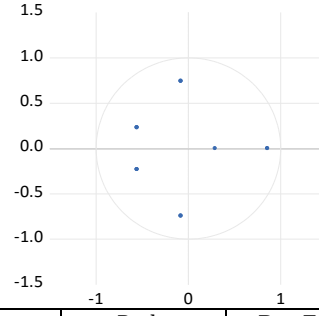
Periyod	S.E.	LOGUSDNEG	LOGKVSHPOZ
1	0.019203	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.026837	98.33821 (2.45065)	1.661793 (2.45065)
3	0.031556	97.00123 (4.17449)	2.998765 (4.17449)
4	0.035080	97.50981 (4.32087)	2.490194 (4.32087)
5	0.038170	97.63528 (4.88975)	2.364722 (4.88975)
6	0.041003	97.72510 (5.37506)	2.274903 (5.37506)
7	0.043483	97.83719 (5.70134)	2.162811 (5.70134)
8	0.045708	97.88865 (6.01708)	2.111351 (6.01708)
9	0.047732	97.94611 (6.26024)	2.053886 (6.26024)
10	0.049574	97.99034 (6.45563)	2.009663 (6.45563)

KVSHPOZ Varyans Ayrıştırma

Periyod	S.E.	LOGUSDNEG	LOGKVSHPOZ
1	2.613401	1.112790 (3.11434)	98.88721 (3.11434)
2	2.713870	1.361098 (3.46353)	98.63890 (3.46353)
3	2.732034	2.015408 (3.97585)	97.98459 (3.97585)
4	2.737320	2.047718 (4.07868)	97.95228 (4.07868)
5	2.741999	2.040921 (4.13234)	97.95908 (4.13234)
6	2.744094	2.047963 (4.15167)	97.95204 (4.15167)
7	2.744198	2.048622 (4.16610)	97.95138 (4.16610)
8	2.744269	2.051090 (4.18166)	97.94891 (4.18166)
9	2.744332	2.051590 (4.18165)	97.94841 (4.18165)
10	2.744358	2.051828 (4.18262)	97.94817 (4.18262)

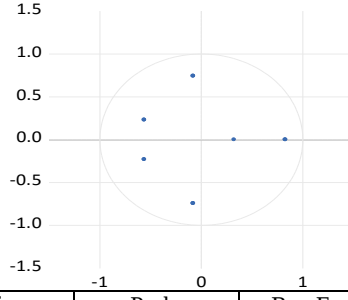
EK 23: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Johansen Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

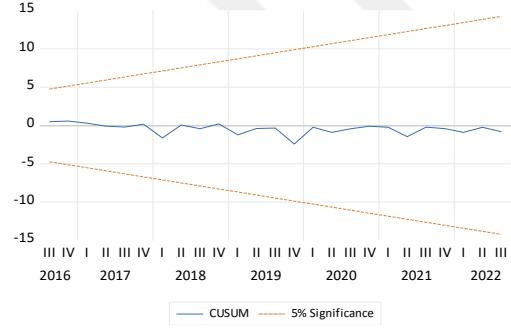
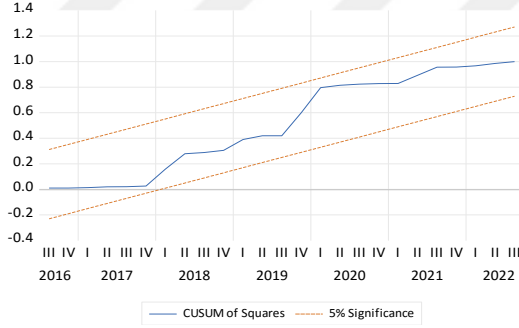
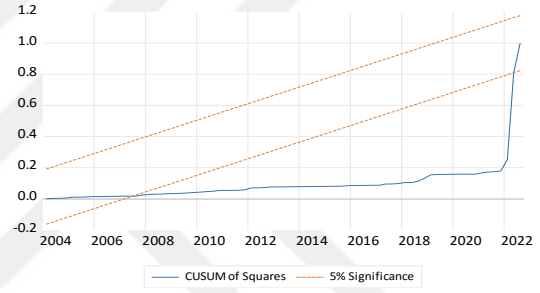
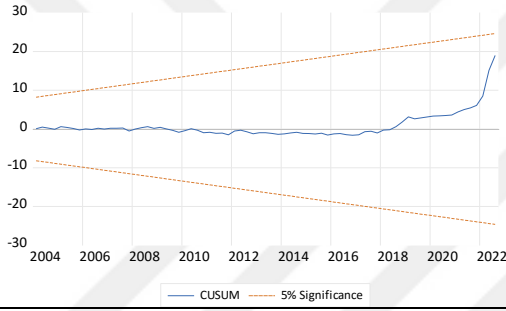


Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.014683	4	0.5554	0.757613	(4, 96.0)	0.5554
2	7.823029	4	0.0983	2.015789	(4, 96.0)	0.0983
3	5.577288	4	0.2330	1.420391	(4, 96.0)	0.2331
4	5.000281	4	0.2873	1.269626	(4, 96.0)	0.2873
5	4.559003	4	0.3356	1.154929	(4, 96.0)	0.3357
6	7.177480	4	0.1268	1.843225	(4, 96.0)	0.1268
7	7.541423	4	0.1099	1.940370	(4, 96.0)	0.1099
8	5.383897	4	0.2501	1.369760	(4, 96.0)	0.2502
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
117.1834	99	0.1025				

Ek 24: Kısa vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının ile TÜFE Arasındaki VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	5.309282	4	0.2570	1.345969	(4, 118.0)	0.2570
2	2.972931	4	0.5624	0.746270	(4, 118.0)	0.5624
3	4.915324	4	0.2961	1.244020	(4, 118.0)	0.2961
4	7.750140	4	0.1012	1.985197	(4, 118.0)	0.1012
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
214.1957	210	0.4068				



EK 25: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları**Panel A: TÜFE Varyans Ayrıştırması Analizi**

Periyod	S.E.	D LOGTUFE	DLOGKVSH
1	0.025222	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.030005	99.96790	0.032105
		(1.37809)	(1.37809)
3	0.032998	99.63815	0.361849
		(2.15169)	(2.15169)
4	0.034939	99.40773	0.592271
		(2.63056)	(2.63056)
5	0.036673	99.46006	0.539936
		(2.50298)	(2.50298)
6	0.037777	99.47201	0.527988
		(2.62570)	(2.62570)
7	0.038279	99.43302	0.566983
		(2.76301)	(2.76301)
8	0.038741	99.42644	0.573563
		(2.78073)	(2.78073)
9	0.039079	99.43581	0.564188
		(2.82660)	(2.82660)
10	0.039285	99.43584	0.564161
		(2.97989)	(2.97989)

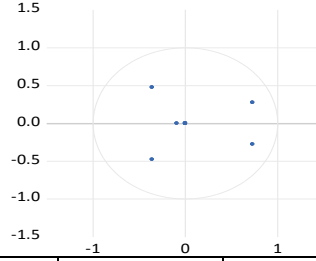
Panel B: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının Varyans Ayrıştırması Analizi

Periyod	S.E.	D LOGTUFE	DLOGKVSH
1	3.128383	1.626693	98.37331
		(3.19501)	(3.19501)
2	3.989053	2.720503	97.27950
		(4.60370)	(4.60370)
3	4.665812	28.48325	71.51675
		(14.3031)	(14.3031)
4	5.394893	46.14743	53.85257
		(15.1376)	(15.1376)
5	5.434771	46.65172	53.34828
		(15.3251)	(15.3251)
6	5.455476	46.33564	53.66436
		(15.4565)	(15.4565)
7	5.455740	46.33408	53.66592
		(15.4596)	(15.4596)
8	5.482381	46.60709	53.39291
		(15.5958)	(15.5958)
9	5.482854	46.59993	53.40007
		(15.7047)	(15.7047)
10	5.486664	46.63414	53.36586
		(15.8266)	(15.8266)

EK 26: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE Arasındaki Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-TÜFEPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

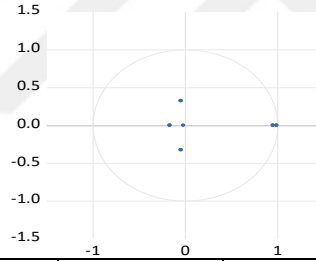
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.342421	4	0.6731	0.586437	(4, 118.0)	0.6731
2	0.677727	4	0.9540	0.168487	(4, 118.0)	0.9541
3	2.390106	4	0.6644	0.598495	(4, 118.0)	0.6644
4	2.996726	4	0.5584	0.752319	(4, 118.0)	0.5584
5	3.123578	4	0.5374	0.784584	(4, 118.0)	0.5374
6	2.179875	4	0.7027	0.545369	(4, 118.0)	0.7027
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
209.3790	192	0.1853				

Panel B: KVSHNEG-TÜFENEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

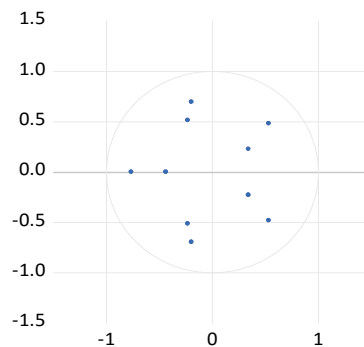
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	0.268824	4	0.9917	0.066755	(4, 128.0)	0.9917
2	1.241997	4	0.8711	0.309580	(4, 128.0)	0.8711
3	1.529672	4	0.8214	0.381712	(4, 128.0)	0.8214
4	0.974393	4	0.9137	0.242625	(4, 128.0)	0.9137
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
35.75706	39	0.6186				

Panel C: KVSHNEG-TÜFEPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

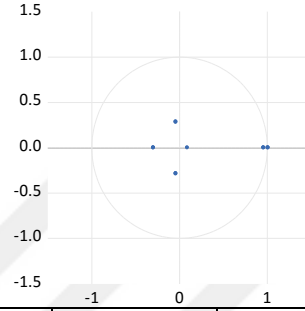
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.332878	4	0.8558	0.332244	(4, 114.0)	0.8558
2	4.300606	4	0.3668	1.085982	(4, 114.0)	0.3669
3	3.387279	4	0.4952	0.851941	(4, 114.0)	0.4953
4	5.280356	4	0.2597	1.339118	(4, 114.0)	0.2598
5	1.167907	4	0.8834	0.290913	(4, 114.0)	0.8834
6	5.184245	4	0.2689	1.314191	(4, 114.0)	0.2689
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
31.32507	63	0.9997				

Panel D: KVSHPOZ-TÜFENEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

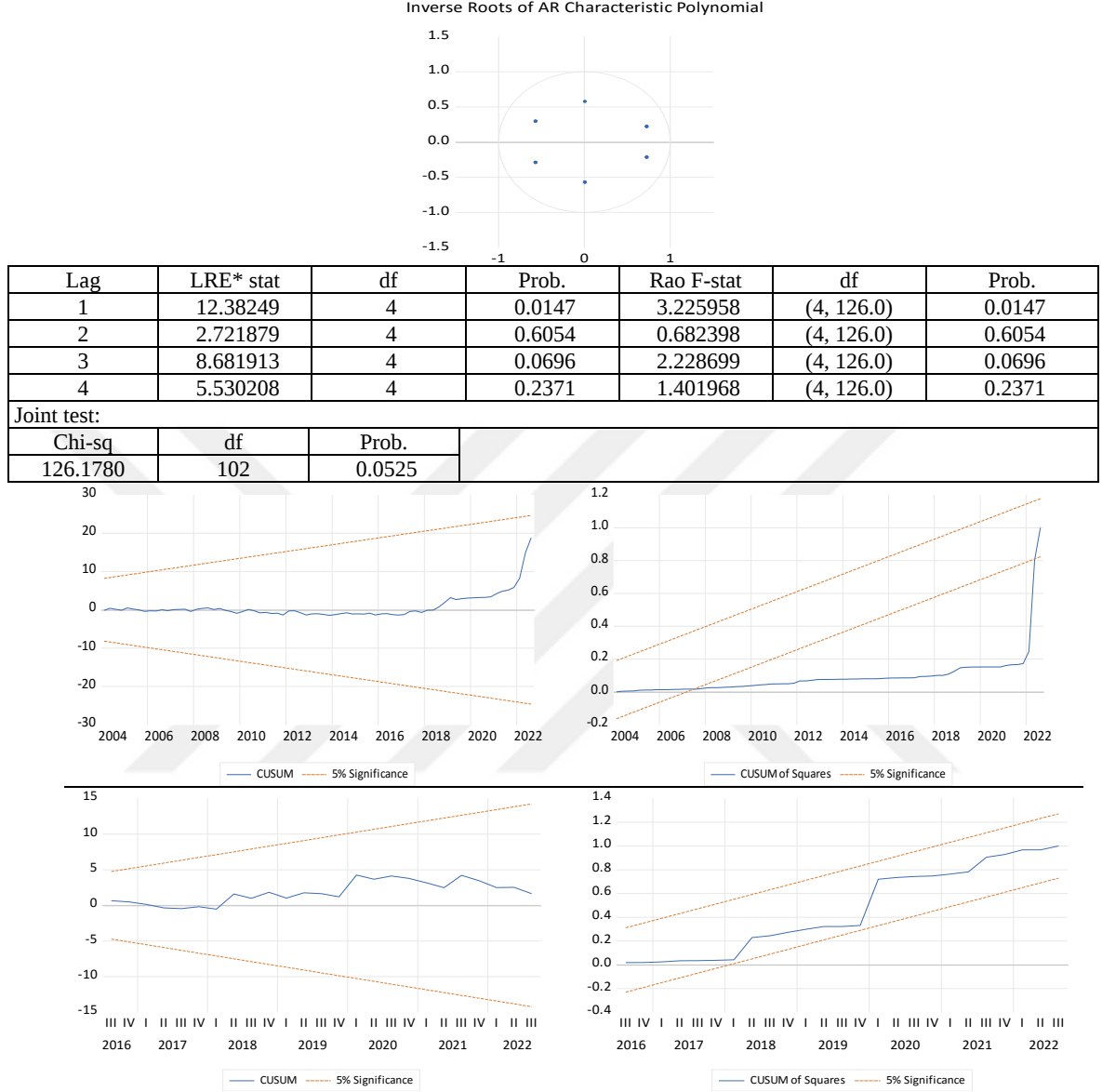
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



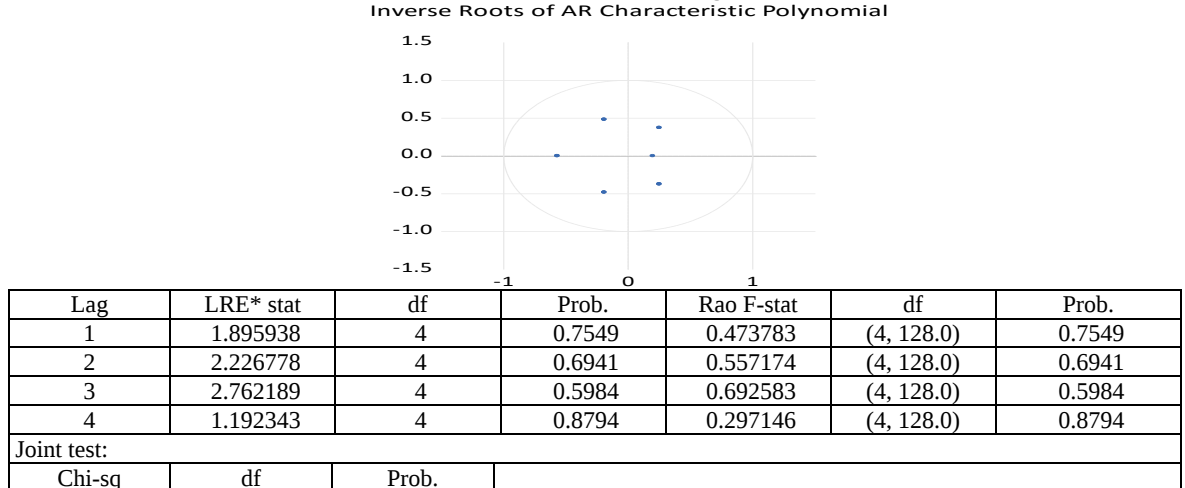
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	1.907094	4	0.7528	0.476595	(4, 130.0)	0.7529
2	1.502185	4	0.8263	0.374824	(4, 130.0)	0.8263
3	3.395330	4	0.4940	0.853364	(4, 130.0)	0.4940
4	1.070679	4	0.8989	0.266715	(4, 130.0)	0.8989
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
29.13020	36	0.7846				

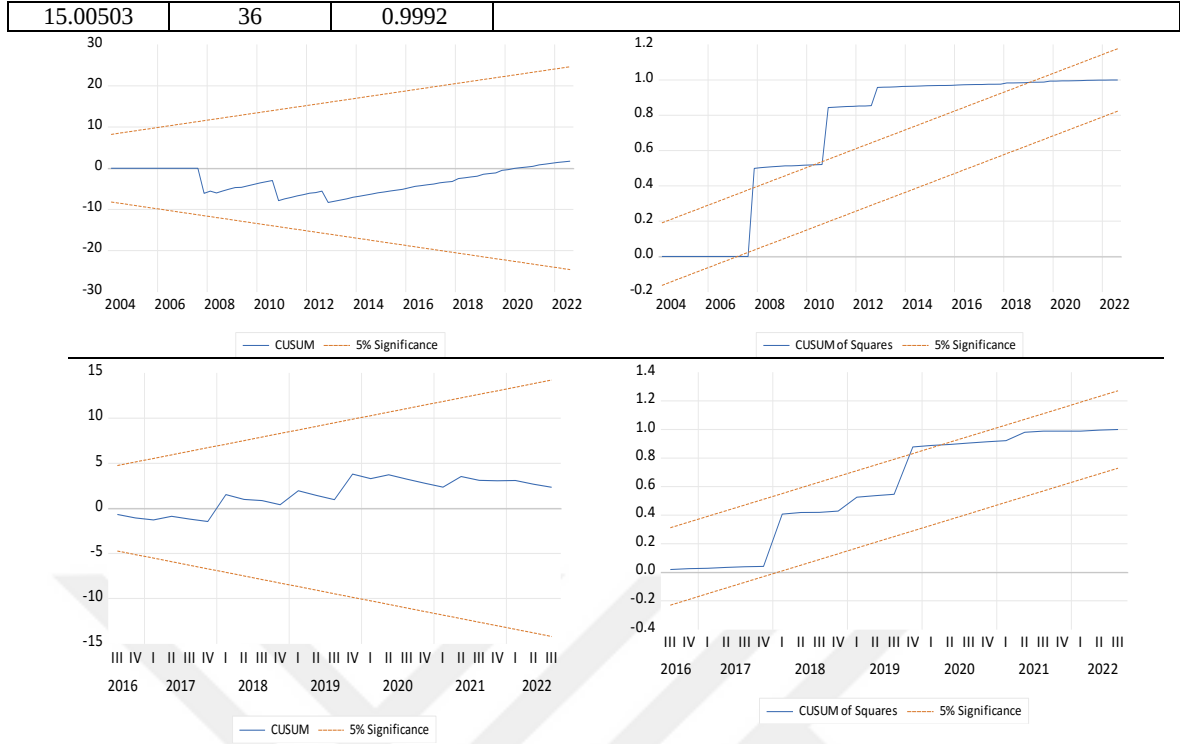
Ek 27: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının ile TÜFE Arasındaki Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-TÜFEPOZ için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları



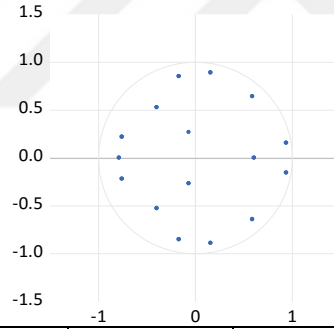
Panel B: KVSHNEG-TÜFENEG için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları



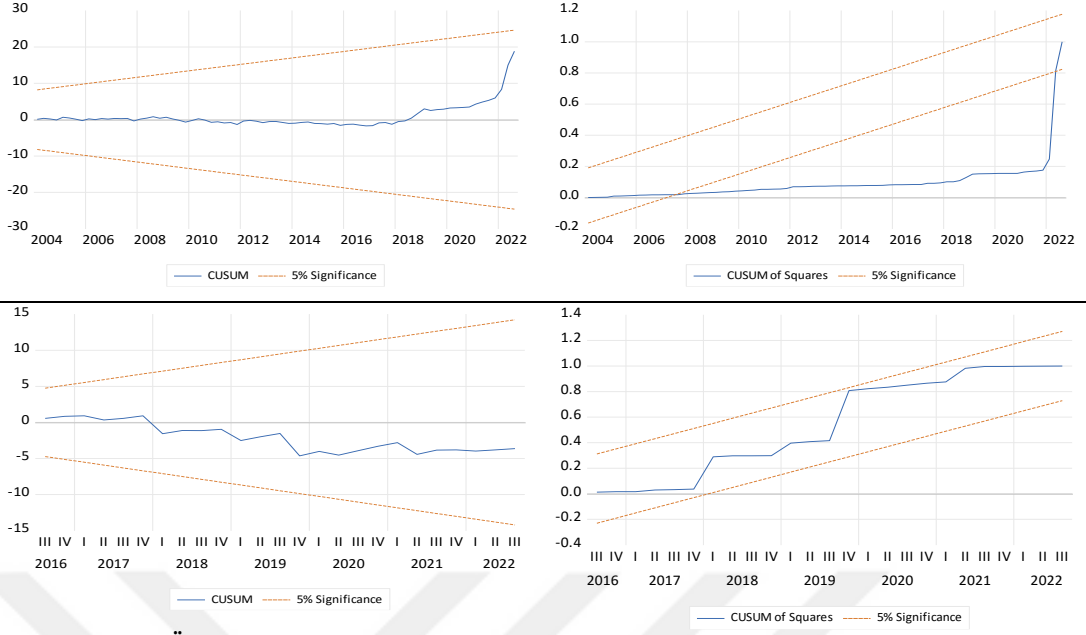


Panel C: KVSHNEG-TÜFEPOZ için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

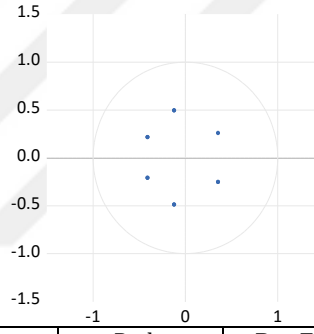
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



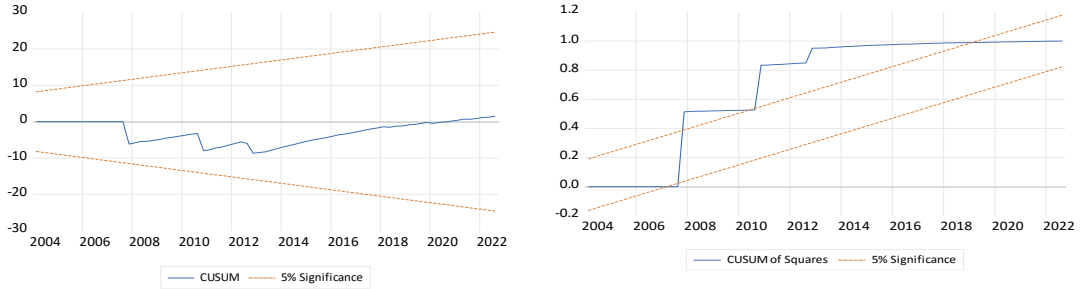
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	5.820881	4	0.2129	1.486966	(4, 88.0)	0.2130
2	7.668725	4	0.1045	1.979706	(4, 88.0)	0.1045
3	4.946197	4	0.2929	1.257268	(4, 88.0)	0.2929
4	7.429442	4	0.1149	1.915322	(4, 88.0)	0.1149
5	4.606680	4	0.3301	1.168716	(4, 88.0)	0.3301
6	5.326720	4	0.2554	1.356919	(4, 88.0)	0.2554
7	2.117727	4	0.7141	0.529761	(4, 88.0)	0.7141
8	3.333812	4	0.5036	0.839717	(4, 88.0)	0.5036
9	3.772510	4	0.4377	0.952577	(4, 88.0)	0.4377
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
127.4601	114	0.1834				

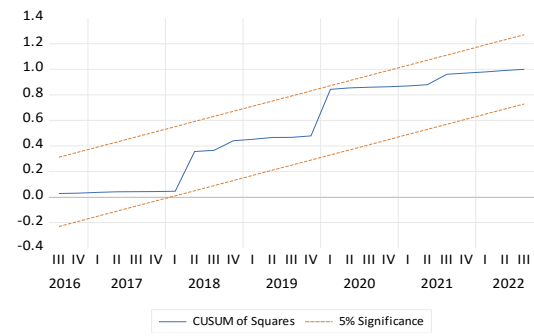
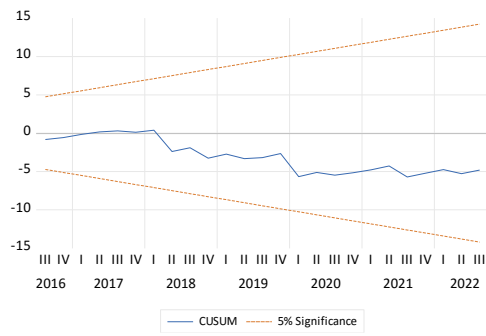


Panel D: KVSHPOZ-TÜFENEG için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	0.579141	4	0.9654	0.143973	(4, 126.0)	0.9654
2	0.858542	4	0.9304	0.213667	(4, 126.0)	0.9304
3	2.228343	4	0.6938	0.557576	(4, 126.0)	0.6939
4	2.382725	4	0.6658	0.596570	(4, 126.0)	0.6658
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
19.34788	39	0.9965				





EK 28: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile TÜFE İçin Asimetrik Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları**Panel A: KVSHPOZ-TÜFEPOZ****KVSH Pozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGTÜFEPOZ
1	2.529858	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	2.613793	99.62686	0.373136
		(2.29469)	(2.29469)
3	2.716201	92.80347	7.196534
		(8.73101)	(8.73101)
4	2.881425	82.72699	17.27301
		(10.4235)	(10.4235)
5	2.884174	82.61645	17.38355
		(11.0362)	(11.0362)
6	2.902971	81.57155	18.42845
		(11.9282)	(11.9282)
7	2.912800	81.28112	18.71888
		(12.3282)	(12.3282)
8	2.917361	81.02776	18.97224
		(12.8176)	(12.8176)
9	2.922795	80.77450	19.22550
		(13.2926)	(13.2926)
10	2.923283	80.76433	19.23567
		(13.6778)	(13.6778)

TÜFE Pozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGTÜFEPOZ
1	0.026304	0.108137	99.89186
		(1.92501)	(1.92501)
2	0.030938	1.361028	98.63897
		(3.59663)	(3.59663)
3	0.034160	1.523765	98.47624
		(3.80576)	(3.80576)
4	0.035288	3.277320	96.72268
		(4.88936)	(4.88936)
5	0.036133	3.532261	96.46774
		(5.44569)	(5.44569)
6	0.036538	3.919509	96.08049
		(5.77146)	(5.77146)
7	0.036625	4.126940	95.87306
		(6.01500)	(6.01500)
8	0.036674	4.322922	95.67708
		(6.21704)	(6.21704)
9	0.036687	4.387092	95.61291
		(6.38458)	(6.38458)
10	0.036694	4.403074	95.59693
		(6.50687)	(6.50687)

Panel B: KVSHNEG-TÜFENEG**KVSH Negatif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGTÜFENEG	DLOGKVSHNEG
1	2.518386	1.035949	98.96405
		(2.69227)	(2.69227)
2	2.602221	1.832876	98.16712
		(3.83467)	(3.83467)
3	2.687567	7.868319	92.13168
		(6.95410)	(6.95410)
4	2.698679	8.625138	91.37486
		(7.37589)	(7.37589)
5	2.699224	8.627860	91.37214
		(7.42665)	(7.42665)
6	2.700385	8.634154	91.36585
		(7.60962)	(7.60962)
7	2.700912	8.652505	91.34750
		(7.71518)	(7.71518)
8	2.700994	8.658030	91.34197
		(7.79367)	(7.79367)
9	2.701018	8.659607	91.34039
		(7.83602)	(7.83602)
10	2.701024	8.659717	91.34028
		(7.86800)	(7.86800)

TÜFE Negatif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGTUFENEG	DLOGKVSHNEG
1	0.000604	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.000606	99.99965 (2.51746)	0.000353 (2.51746)
3	0.000607	99.99472 (3.25050)	0.005281 (3.25050)
4	0.000611	99.13298 (4.06741)	0.867017 (4.06741)
5	0.000611	99.05721 (4.32343)	0.942790 (4.32343)
6	0.000612	99.05188 (4.45664)	0.948122 (4.45664)
7	0.000612	99.05080 (4.55807)	0.949198 (4.55807)
8	0.000612	99.04879 (4.63980)	0.951210 (4.63980)
9	0.000612	99.04826 (4.68162)	0.951737 (4.68162)
10	0.000612	99.04809 (4.71708)	0.951908 (4.71708)

Panel C: KVSHNEG-TÜFEPOZ**KVSH NEGATİF Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGTUFEPÖZ	DLOGKVSHNEG
1	0.026621	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.031138	99.67014 (2.28584)	0.329860 (2.28584)
3	0.036075	99.72373 (2.66829)	0.276269 (2.66829)
4	0.039972	99.58519 (3.65367)	0.414811 (3.65367)
5	0.045297	98.84053 (4.95198)	1.159468 (4.95198)
6	0.052178	98.29885 (5.18745)	1.701146 (5.18745)
7	0.062873	98.56667 (5.33234)	1.433328 (5.33234)
8	0.074901	98.86498 (5.63191)	1.135017 (5.63191)
9	0.085152	99.12053 (6.04842)	0.879466 (6.04842)
10	0.097372	99.27982 (6.20020)	0.720176 (6.20020)

TÜFE POZİTİF Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGTUFEPÖZ	DLOGKVSHNEG
1	2.513595	3.917685 (4.76529)	96.08231 (4.76529)
2	2.559966	3.813693 (5.62699)	96.18631 (5.62699)
3	2.838328	21.17902 (14.6449)	78.82098 (14.6449)
4	3.563239	49.89610 (14.5902)	50.10390 (14.5902)
5	3.587761	50.57080 (14.0336)	49.42920 (14.0336)
6	3.701358	53.35010 (13.6007)	46.64990 (13.6007)
7	3.792291	54.67633 (13.0978)	45.32367 (13.0978)
8	4.410579	61.75521 (13.4688)	38.24479 (13.4688)
9	4.443287	61.28937 (12.8658)	38.71063 (12.8658)
10	4.552972	63.04726 (13.3120)	36.95274 (13.3120)

Panel D: KVSHPOZ-TÜFENEG**KVSH Pozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

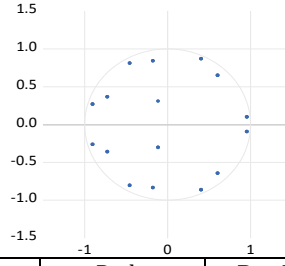
Periyod	S.E.	DLOGTUFENEG	DLOGKVSHPOZ
1	2.577657	0.264723	99.73528
		(1.88609)	(1.88609)
2	2.674409	0.502446	99.49755
		(3.04550)	(3.04550)
3	2.681957	0.710054	99.28995
		(4.00358)	(4.00358)
4	2.748372	4.769428	95.23057
		(6.11826)	(6.11826)
5	2.755148	5.131082	94.86892
		(6.46623)	(6.46623)
6	2.755243	5.130747	94.86925
		(6.56626)	(6.56626)
7	2.755332	5.136814	94.86319
		(6.68812)	(6.68812)
8	2.755351	5.137449	94.86255
		(6.72716)	(6.72716)
9	2.755366	5.137771	94.86223
		(6.75724)	(6.75724)
10	2.755366	5.137786	94.86221
		(6.78243)	(6.78243)

TÜFE POZTİF Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGTUFENEG	DLOGKVSHPOZ
1	0.000600	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.000603	99.31387	0.686129
		(2.73128)	(2.73128)
3	0.000609	97.76763	2.232370
		(4.18728)	(4.18728)
4	0.000611	97.51842	2.481575
		(4.54625)	(4.54625)
5	0.000611	97.43034	2.569658
		(4.76236)	(4.76236)
6	0.000611	97.42754	2.572457
		(4.83224)	(4.83224)
7	0.000611	97.42685	2.573147
		(4.89911)	(4.89911)
8	0.000612	97.42643	2.573571
		(4.95103)	(4.95103)
9	0.000612	97.42622	2.573777
		(4.97593)	(4.97593)
10	0.000612	97.42619	2.573809
		(4.99756)	(4.99756)

EK 29: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Johansen Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

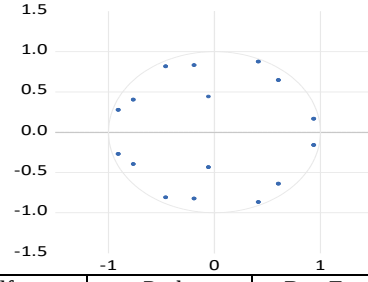
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



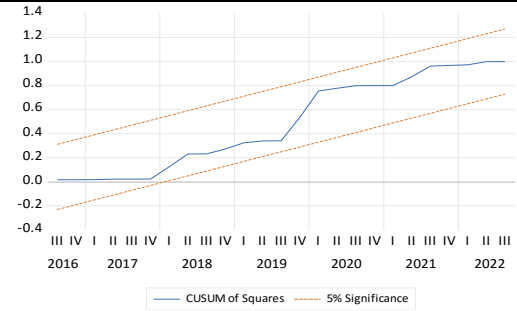
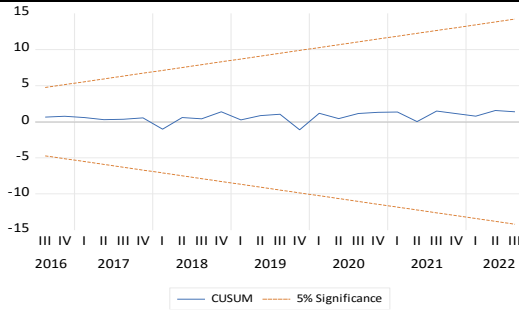
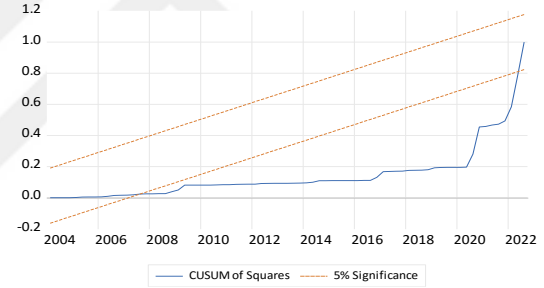
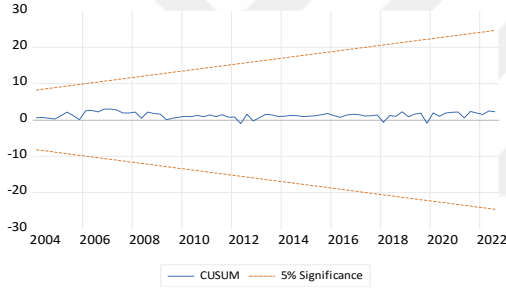
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.453195	4	0.6530	0.614688	(4, 98.0)	0.6531
2	3.683624	4	0.4505	0.928776	(4, 98.0)	0.4506
3	3.038473	4	0.5514	0.763604	(4, 98.0)	0.5514
4	6.654238	4	0.1553	1.703360	(4, 98.0)	0.1554
5	1.669659	4	0.7962	0.416702	(4, 98.0)	0.7962
6	2.835043	4	0.5858	0.711744	(4, 98.0)	0.5858
7	5.166298	4	0.2707	1.312476	(4, 98.0)	0.2707
8	4.275595	4	0.3700	1.081283	(4, 98.0)	0.3700
9	6.914419	4	0.1405	1.772315	(4, 98.0)	0.1405
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
109.0897	96	0.1704				

EK 30: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.860248	4	0.5815	0.718511	(4, 88.0)	0.5815
2	5.719786	4	0.2211	1.460302	(4, 88.0)	0.2211
3	2.728951	4	0.6042	0.685021	(4, 88.0)	0.6042
4	7.419279	4	0.1153	1.912591	(4, 88.0)	0.1154
5	1.993734	4	0.7369	0.498395	(4, 88.0)	0.7369
6	2.428916	4	0.6574	0.608674	(4, 88.0)	0.6574
7	3.658102	4	0.4542	0.923090	(4, 88.0)	0.4543
8	5.012977	4	0.2860	1.274726	(4, 88.0)	0.2860
9	4.983923	4	0.2890	1.267129	(4, 88.0)	0.2890
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
123.9119	114	0.2476				



EK 31: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları**Panel A: GSYİH'İN Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGGSYH	DLOGKVSH
1	0.044220	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	0.044810	97.69360	2.306397
		(4.48355)	(4.48355)
3	0.048436	97.28485	2.715148
		(4.62133)	(4.62133)
4	0.049744	94.67920	5.320804
		(6.56496)	(6.56496)
5	0.050928	94.13958	5.860422
		(6.96182)	(6.96182)
6	0.054645	92.72129	7.278710
		(7.55479)	(7.55479)
7	0.062224	92.97024	7.029762
		(7.00674)	(7.00674)
8	0.063823	91.85403	8.145970
		(7.73300)	(7.73300)
9	0.064417	90.21966	9.780337
		(7.87614)	(7.87614)
10	0.065569	90.49636	9.503640
		(8.02308)	(8.02308)

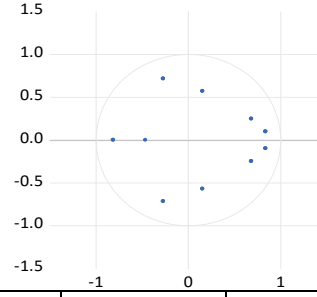
Panel B: KVSH 'İN Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGGSYH	DLOGKVSH
1	3.173968	1.919438	98.08056
		(3.79199)	(3.79199)
2	4.130230	2.702780	97.29722
		(5.43999)	(5.43999)
3	4.132277	2.722583	97.27742
		(6.06569)	(6.06569)
4	4.244837	7.797252	92.20275
		(7.62240)	(7.62240)
5	4.685030	24.27004	75.72996
		(11.2509)	(11.2509)
6	4.766066	26.16964	73.83036
		(11.7880)	(11.7880)
7	4.770501	26.24863	73.75137
		(11.8909)	(11.8909)
8	4.860660	25.62860	74.37140
		(11.6951)	(11.6951)
9	4.888711	25.55124	74.44876
		(11.8146)	(11.8146)
10	4.912785	26.26990	73.73010
		(12.1307)	(12.1307)

EK 32: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH Arasındaki Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-GSYHPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

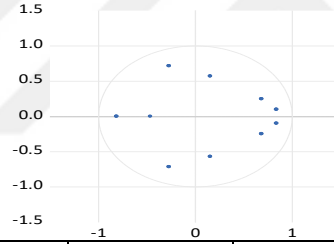
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	4.796694	4	0.3088	1.213150	(4, 120.0)	0.3088
2	2.234771	4	0.6927	0.559224	(4, 120.0)	0.6927
3	4.325406	4	0.3638	1.091813	(4, 120.0)	0.3638
4	7.740935	4	0.1015	1.981962	(4, 120.0)	0.1016
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
191.5466	174	0.1720				

Panel B: KVSHNEG-GSYİHNEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

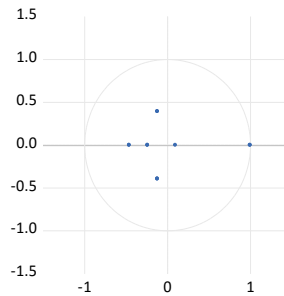
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.146929	4	0.7088	0.537063	(4, 114.0)	0.7088
2	0.914765	4	0.9224	0.227607	(4, 114.0)	0.9224
3	5.716422	4	0.2214	1.452479	(4, 114.0)	0.2214
4	6.825631	4	0.1454	1.742778	(4, 114.0)	0.1454
5	0.956134	4	0.9164	0.237943	(4, 114.0)	0.9164
6	1.736140	4	0.7841	0.433525	(4, 114.0)	0.7842
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
212.8284	195	0.1814				

Panel C: KVSHNEG-GSYİHPOZ için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş Bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

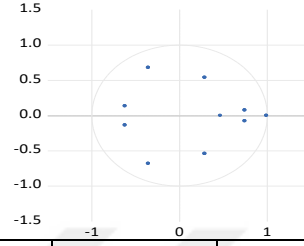
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	6.080689	4	0.1932	1.545705	(4, 122.0)	0.1932
2	4.647306	4	0.3254	1.174428	(4, 122.0)	0.3255
3	6.926941	4	0.1398	1.766943	(4, 122.0)	0.1398
4	9.060106	4	0.0596	2.331423	(4, 122.0)	0.0596
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
31.86959	36	0.6654				

Panel D: KVSHPOZ-GSYİHNNEG için Hatemi-J-Irandoust Saklı Eş bütünleşme Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

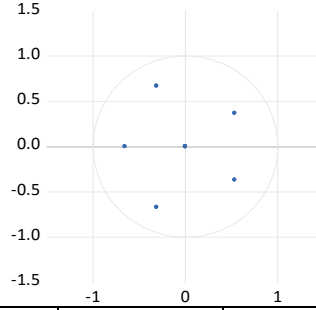


Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	0.798011	4	0.9387	0.198474	(4, 116.0)	0.9387
2	1.321029	4	0.8578	0.329290	(4, 116.0)	0.8578
3	3.610257	4	0.4613	0.908799	(4, 116.0)	0.4613
4	2.639877	4	0.6198	0.661766	(4, 116.0)	0.6198
5	2.299644	4	0.6808	0.575636	(4, 116.0)	0.6809
6	1.587675	4	0.8110	0.396209	(4, 116.0)	0.8110
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
58.34349	63	0.6427				

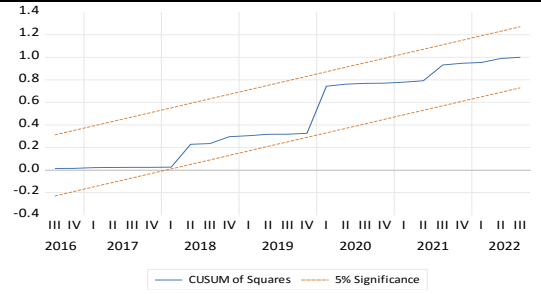
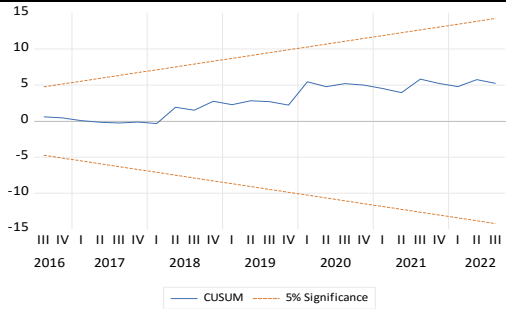
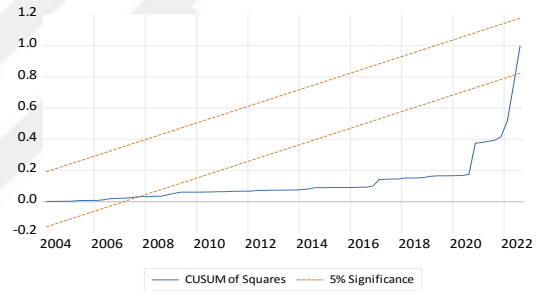
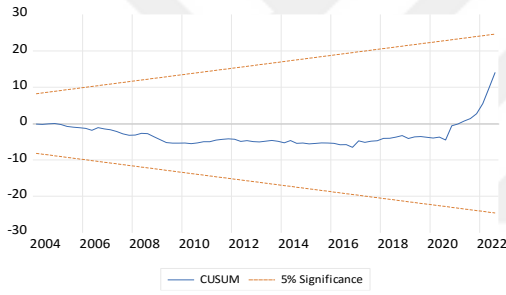
EK 33: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımlarının ile GSYH Arasındaki Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Panel A: KVSHPOZ-GSYİHPOZ için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial

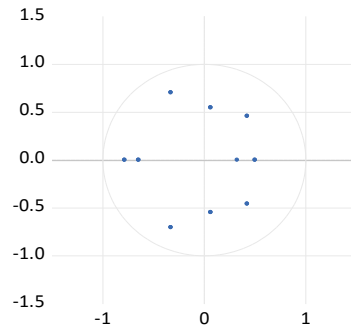


Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.123309	4	0.7131	0.531086	(4, 120.0)	0.7131
2	3.743371	4	0.4418	0.942614	(4, 120.0)	0.4419
3	6.586382	4	0.1594	1.678249	(4, 120.0)	0.1595
4	8.404335	4	0.0778	2.157789	(4, 120.0)	0.0779
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
192.1458	174	0.1645				



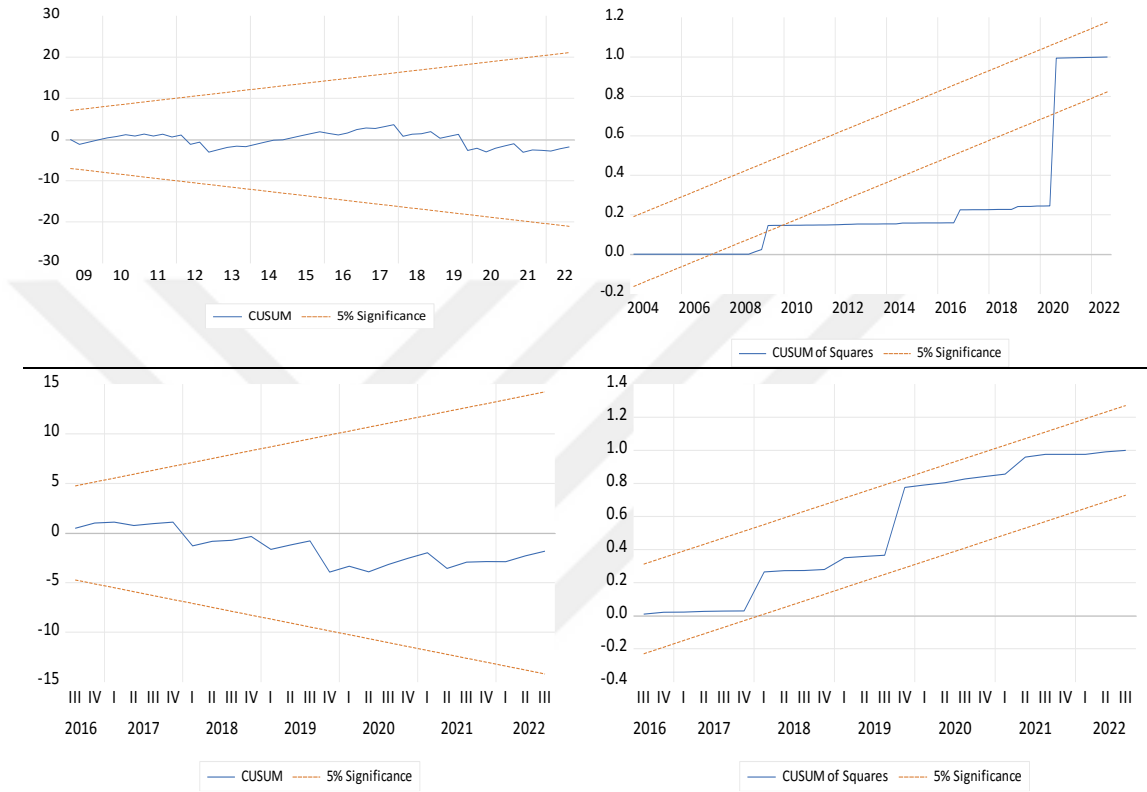
Panel B: KVSHNEG-GSYİHNEG için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



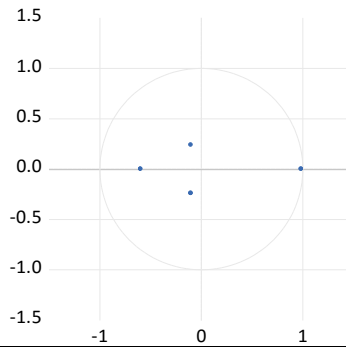
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
-----	-----------	----	-------	------------	----	-------

1	2.750772	4	0.6004	0.689932	(4, 114.0)	0.6004
2	5.031057	4	0.2841	1.274503	(4, 114.0)	0.2842
3	5.918350	4	0.2053	1.505119	(4, 114.0)	0.2054
4	6.025491	4	0.1973	1.533087	(4, 114.0)	0.1973
5	2.368884	4	0.6683	0.593160	(4, 114.0)	0.6683
6	2.522994	4	0.6405	0.632173	(4, 114.0)	0.6405
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
177.6421	159	0.1482				

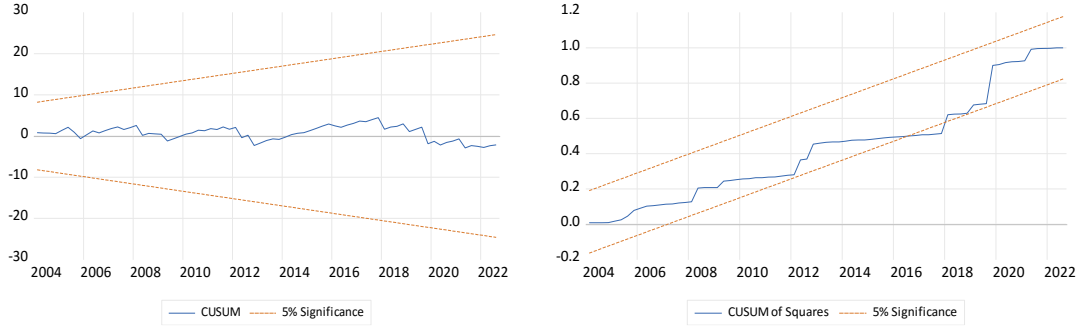


**Panel C: KVSHNEG-GSYİHPOZ için Asimetrik
VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları**

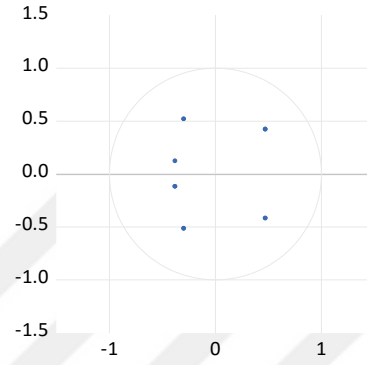
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



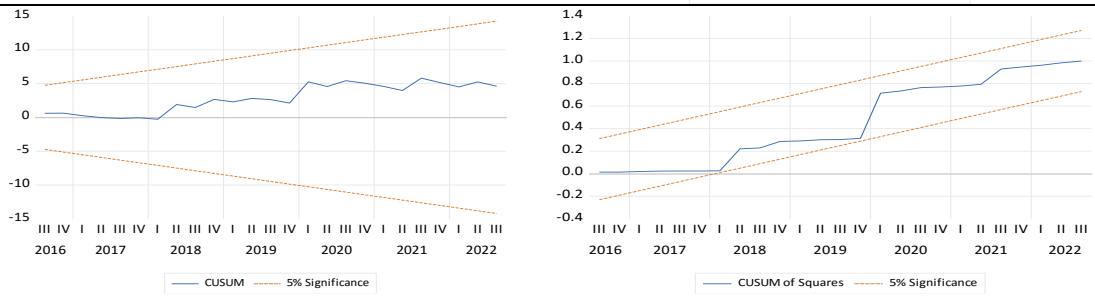
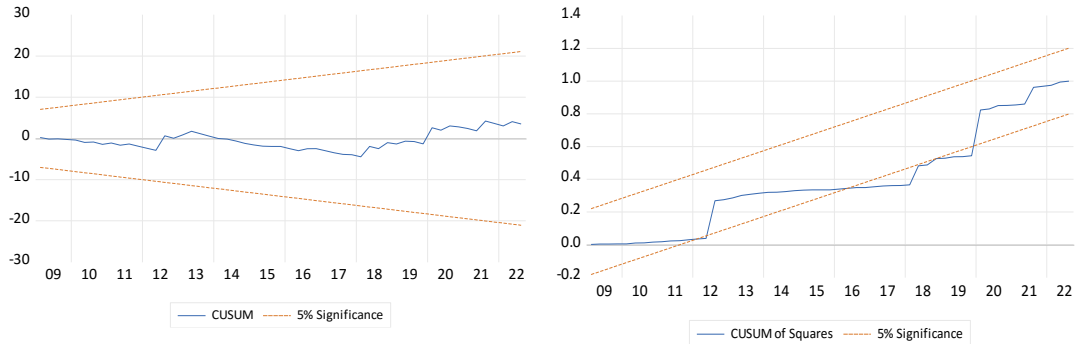
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.614260	4	0.6243	0.655046	(4, 134.0)	0.6243
2	6.365388	4	0.1735	1.617391	(4, 134.0)	0.1735
3	5.029882	4	0.2842	1.271700	(4, 134.0)	0.2843
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
20.60894	24	0.6617				



Panel D: KVSHPÖZ-GSYİHNEG için Asimetrik VAR Analizinin Diagnostik Test Sonuçları
Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	3.141489	4	0.5344	0.788905	(4, 126.0)	0.5345
2	1.292876	4	0.8626	0.322312	(4, 126.0)	0.8626
3	1.178003	4	0.8817	0.293541	(4, 126.0)	0.8817
4	4.475250	4	0.3455	1.129792	(4, 126.0)	0.3455
Joint test:						
Chi-sq	df	Prob.				
96.04062	90	0.3121				



EK 34: Kısa Vadeli Yabancı Sermaye Akımları ile GSYH İçin Varyans Ayrıştırma Analizi Sonuçları**Panel A: KVSHPOZ-GSYİHPOZ****GSYHPozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGGSYİHPOZ	DLOGKVSHPOZ
1	0.038176	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.040566	99.97173 (1.82159)	0.028268 (1.82159)
3	0.047320	99.75057 (2.15193)	0.249431 (2.15193)
4	0.052067	96.94432 (4.64909)	3.055684 (4.64909)
5	0.055838	97.21769 (4.85773)	2.782307 (4.85773)
6	0.059836	96.49265 (5.88493)	3.507353 (5.88493)
7	0.064051	96.31172 (6.19624)	3.688282 (6.19624)
8	0.067538	96.24688 (6.50956)	3.753121 (6.50956)
9	0.071510	96.07296 (6.71257)	3.927038 (6.71257)
10	0.075191	95.94597 (6.99612)	4.054029 (6.99612)

KVSH Pozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGGSYİHPOZ	DLOGKVSHPOZ
1	2.567391	0.602189 (2.55595)	99.39781 (2.55595)
2	2.660994	1.504843 (3.78417)	98.49516 (3.78417)
3	2.669013	1.872054 (4.46712)	98.12795 (4.46712)
4	2.755968	7.094767 (6.72575)	92.90523 (6.72575)
5	2.768668	7.219077 (7.10804)	92.78092 (7.10804)
6	2.787840	8.415454 (8.27462)	91.58455 (8.27462)
7	2.799841	8.896207 (8.92129)	91.10379 (8.92129)
8	2.804157	9.086060 (9.71047)	90.91394 (9.71047)
9	2.815045	9.622275 (10.8311)	90.37772 (10.8311)
10	2.823398	10.13060 (12.1701)	89.86940 (12.1701)

Panel B: KVSHNEG-GSYİHNEG**GSYHNegatif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGGSYİHNEG	DLOGKVSHNEG
1	0.011931	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	0.011956	99.94123 (2.52380)	0.058772 (2.52380)
3	0.011965	99.81490 (3.23258)	0.185104 (3.23258)
4	0.013201	83.02013 (7.80258)	16.97987 (7.80258)
5	0.013274	83.08295 (7.92876)	16.91705 (7.92876)
6	0.013412	81.64177 (7.84019)	18.35823 (7.84019)
7	0.013474	81.80641 (7.82021)	18.19359 (7.82021)
8	0.013484	81.74731 (7.99071)	18.25269 (7.99071)
9	0.013506	81.47920 (8.14582)	18.52080 (8.14582)
10	0.013514	81.43260 (8.26158)	18.56740 (8.26158)

KVSH Negatif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGGSYIHNEG	DLOGKVSHNEG
1	2.544938	0.510906 (2.15710)	99.48909 (2.15710)
2	2.655938	3.774520 (5.02120)	96.22548 (5.02120)
3	2.657774	3.886818 (5.29576)	96.11318 (5.29576)
4	2.701800	6.972998 (6.26230)	93.02700 (6.26230)
5	2.742762	8.723203 (7.24753)	91.27680 (7.24753)
6	2.786635	8.877100 (7.28743)	91.12290 (7.28743)
7	2.811253	8.722875 (7.29978)	91.27712 (7.29978)
8	2.813679	8.722036 (7.42051)	91.27796 (7.42051)
9	2.816768	8.921432 (7.66960)	91.07857 (7.66960)
10	2.820653	9.161728 (7.94184)	90.83827 (7.94184)

Panel C:KVSHNEG-GSYİHPOZ**GSYHPozitif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGGSYIHPOZ	DLOGKVSHNEG
1	2.512697	100.0000 (0.00000)	0.000000 (0.00000)
2	2.597966	99.12754 (2.57407)	0.872459 (2.57407)
3	2.634442	96.40542 (5.05713)	3.594577 (5.05713)
4	2.635298	96.34283 (5.36669)	3.657167 (5.36669)
5	2.643940	95.71406 (6.50116)	4.285941 (6.50116)
6	2.644600	95.67641 (6.97127)	4.323595 (6.97127)
7	2.648579	95.38953 (7.93544)	4.610469 (7.93544)
8	2.650041	95.28827 (8.64572)	4.711730 (8.64572)
9	2.652718	95.09743 (9.64984)	4.902567 (9.64984)
10	2.654510	94.97170 (10.5673)	5.028304 (10.5673)

KVSH Negatif Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGGSYIHPOZ	DLOGKVSHNEG
1	0.038131	2.286491 (3.64784)	97.71351 (3.64784)
2	0.041702	2.619107 (4.44138)	97.38089 (4.44138)
3	0.049926	1.934390 (4.17889)	98.06561 (4.17889)
4	0.054018	2.013285 (4.53666)	97.98672 (4.53666)
5	0.059162	1.830875 (4.62827)	98.16913 (4.62827)
6	0.062909	1.808902 (4.80026)	98.19110 (4.80026)
7	0.066787	1.736160 (4.86410)	98.26384 (4.86410)
8	0.070077	1.708987 (4.95643)	98.29101 (4.95643)
9	0.073261	1.671241 (5.00049)	98.32876 (5.00049)
10	0.076131	1.648877 (5.05514)	98.35112 (5.05514)

Panel D: KVSHPOZ-GSYİHNEG**Kvsh poz Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması**

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGGSYİHNEG
1	2.566434	100.0000	0.000000
		(0.00000)	(0.00000)
2	2.698789	98.87953	1.120473
		(3.34746)	(3.34746)
3	2.712790	98.34998	1.650018
		(3.72585)	(3.72585)
4	2.731355	97.26106	2.738940
		(4.57323)	(4.57323)
5	2.753875	97.08118	2.918823
		(4.74396)	(4.74396)
6	2.754125	97.08169	2.918309
		(4.74752)	(4.74752)
7	2.754608	97.06810	2.931903
		(4.82940)	(4.82940)
8	2.755043	97.04757	2.952427
		(4.89046)	(4.89046)
9	2.755139	97.04777	2.952235
		(4.91348)	(4.91348)
10	2.755254	97.04712	2.952875
		(4.92043)	(4.92043)

GSYHNEG Bileşenlerinin Varyans Ayrıştırması

Periyod	S.E.	DLOGKVSHPOZ	DLOGGSYİHNEG
1	0.011612	0.033809	99.96619
		(1.80539)	(1.80539)
2	0.011731	1.204201	98.79580
		(3.41786)	(3.41786)
3	0.012767	16.48157	83.51843
		(7.28182)	(7.28182)
4	0.012822	16.34343	83.65657
		(7.24166)	(7.24166)
5	0.012845	16.39445	83.60555
		(7.32895)	(7.32895)
6	0.012859	16.36239	83.63761
		(7.39157)	(7.39157)
7	0.012875	16.54294	83.45706
		(7.49528)	(7.49528)
8	0.012878	16.57504	83.42496
		(7.57174)	(7.57174)
9	0.012879	16.57732	83.42268
		(7.61399)	(7.61399)
10	0.012879	16.57659	83.42341
		(7.64463)	(7.64463)

ÖZGEÇMİŞ

Zafer ADALI, İlköğrenimini ve ortaöğrenimini Konya’da tamamladı. 2008 yılında Konya Ereğli Anadolu Lisesi’ni, 2014 yılında Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İngilizce İktisat bölümünü, 2017 yılında Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat (İngilizce) Yüksek Lisans programında öğrenimini bitirdi. 2018 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı’nda doktora eğitimine başladı. 2016 yılından itibaren Artvin Çoruh Üniversitesi Hopa İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü’nde Araştırma Görevlisidir.

ADALI, İngilizce bilmektedir.