



**KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN NEDENLERİ, ETKİLERİ VE
SERMAYE HAREKETLİLİĞİNDE DEVLETİN ROLÜ:
TÜRKİYE ÜZERİNE BİR İNCELEME**

EFFECTS AND CAUSES OF SHORT-TIME CAPITAL MOVEMENTS AND ROLE OF PUBLIC IN
CAPITAL MOVEMENTS: TURKEY CASE

Murat DEMİR*

Erşan SEVER*

*Yrd.Doç.Dr., Harran Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

mdemir@harran.edu.tr

esever@harran.edu.tr

ÖZ

Kısa vadeli sermaye hareketleri günümüzde ulaştığı büyüklük ile özellikle gelişmekte olan ülkeler bakımından çok yönlü etkilere sahip bulunmaktadır. Kamu açıklarının finansmanında önemli sorunlar yaşayan söz konusu ülkeler kısa vadeli sermaye girişleriyle borçlanma dinamiklerini sürdürülebilir kılmaya çalışırken ani sermaye çıkışları kimi zaman mevcut finansman sorunlarını daha da derinleştirerek büyük krizlerin oluşmasına yol açmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketlerini belirleyen faktörler çoğu çalışmada yurt dışı faktörler (iten) ve yurt içi faktörler (çeken) başlıkları altında incelenmektedir. Bu çalışmada da benzer metodoloji izlenirken, yurt dışı faktörler yurt dışı faiz oranı ve yurt dışı sanayi üretim indeksi ile yurt içi faktörler ise cari açık, bütçe açığı, kamu dış borç stoku, yurt içi faiz oranı ve İMKB indeksi ile ifade edilmiştir. Devlet uyguladığı iktisat ve maliye politikaları ile bu değişkenler üzerinden dolaylı biçimde sermaye hareketliliğini etkilerken birtakım teşvik veya tedbirler (Tobin Vergisi) ile de doğrudan sürece müdahalede bulunabilmektedir.

Türkiye’de 1992-2006 dönemi için kısa vadeli sermaye girişlerinde yurt dışı ve yurt içi faktörlerin etkilerinin ne düzeyde olduğu VAR metodu ile analiz edilmiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre çeken faktörler iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip bulunmaktadır. 10 dönemlik periyotta iten faktörlerin ortalama %17, çeken faktörlerin ise ortalama %31 oranında kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde etkili olduğu gözlemlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye hareketleri, iten-çeken faktörler, bütçe açığı, kamu borcu, sanayi üretim indeksi

ABSTRACT

Short-term capital inflows that reached great size have versatile effects especially for developing countries. It has been generally agreed by most researchers that capital inflows are a major source for financing of public deficits and are a major cause for economic crises with a fast outflow of capital from developing countries. In other words short-time capitals movements are present both some opportunities and some problems. The main determinants of short-time capital flows are examined with two headlines: Foreign factors (push) and domestic factors (pull). In this study foreign factors are the foreign interest rate and foreign industry product index. Also domestic causes are the currency deficit, budget deficit, public foreign debt, interest rate and Istanbul Stocks and Bonds Exchange Index. Government effects to the capital movements both direct by some encouragements and precaution as Tobin Tax and indirect by main determinants.

Foreign and domestic factors of short-time capital movements are researched by VAR analysis in Turkey, during the period 1992-2006. According to empirical results domestic factors have more effect than foreign factors on capital movements. Foreign causes have average 17 percent effect and also domestic causes have average 31 percent effect on short-term capital inflows.

Key Words: Capital movements, push and pull factors, budget deficit, public debt, industry product index

1. Giriş

1980’li yıllardan bu yana özellikle küreselleşme eğilimlerinin yön verdiği gelişmelerle birlikte sermaye hareketliliğinde de hızlı bir artış olduğu görülmektedir. Yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı ülkelerde sosyo-ekonomik yapı söz konusu hareketlilikten çok yönlü etkilenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek düzeydeki kamu kesimi borçlanma gereksinimi ve kamu kesimi finansman açıkları kamu borçlanması ve faiz oranları üzerinde büyük baskılar yaratarak makro ekonomik dengeleri bozmakta ve maliye politikalarının etkinliğini zayıflatmaktadır. Sermaye girişleri kamu açıklarının ve büyümenin finansmanında sorunlar yaşayan söz konusu ülkeler için son derece önemli bir kaynak olarak ortaya çıkmaktadır.

Sermaye girişleri yatırım harcamalarını artırabildiği ölçüde ekonomik büyümeye katkı yaparken tüketim harcamalarını ve dolayısıyla iç talebi artırdığı ölçüde de enflasyon ve cari açıklar üzerinde baskılar yaratabilmektedir. Yeterli mali derinliği olmayan sermaye piyasalarına sahip ülkelerde sermaye girişleri kadar sermaye çıkışlarının da önemli etkilere sahip olduğu söylenebilir. Son dönemlerde birden çok ülkede yaşanan ekonomik krizler sermaye çıkışlarının ne büyüklükte sorunlara yol açabileceğini açıkça göstermektedir. Bu sorunlarla mücadele etmede sermaye hareketliliğine yön veren değişkenlerin neler olduğunun bilinmesi bir başlangıç noktası olabilir. Sermaye hareketliliğinin nedenlerine yoğunlaşan kuramsal ve ampirik değerlendirmelere bakıldığında konunun sermayeyi iten faktörler ve çeken faktörler şeklinde bir kategorizasyonla ele alındığı görülmektedir. Çeken faktörler kamu bütçe açıkları, kamu borç düzeyi, faiz oranı, cari açıklar, borsa endeksi gibi ulusal ekonomiye ilişkin makro değişkenlerden derlenirken, yurt dışı faiz oranı, dış ülkelerdeki üretim indeksleri gibi uluslararası göstergeler de iten faktörlerde belirleyici olmaktadır.

Uygulanan iktisat ve maliye politikaları da bütçe açıkları, kamu borçları, enflasyon, faiz oranları, cari açıklar, büyüme oranı gibi sonuçları itibariyle sermaye hareketliliğine yön verecek göstergelerin şekillenmesinde belirleyici olan temel politiklardır. Bu bağlamda devletin bu değişkenler üzerinden dolaylı biçimde de olsa sermaye hareketliliğine yön verdiğini söylemek mümkündür. Devletin söz konusu sürece doğrudan müdahalesi ise daha çok sermaye girişlerini teşvik eden yasalar veya kısıtlanmasını öngören tedbirlerin, ki bu konuda Tobin vergisi teoride ve uygulamada kendine yer edinmiş en kapsamlı öneri olarak değerlendirilebilir, alınması ve uygulanması aşamasında ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada kısa vadeli sermaye hareketlerinin nedenleri ve bu nedenlerin ortaya çıkışında ve gelişiminde devletin rolü incelenmeye çalışılmaktadır. Öncelikle konuya ilişkin

kuramsal çerçeve ilgili ampirik çalışmalara da vurgu yapılarak ele alınmakta sonrasında 1991 - 2007 arası Türkiye pratiğinde kısa vadeli sermaye hareketliliğine yön veren içsel ve dışsal değişkenlerin (kamu açıkları, kamu dış borçlanması, faiz, cari açık, İMKB endeksi, ABD üretim endeksi ve faiz oranı) sermaye hareketliliğinde nasıl bir yoğunlukla belirleyici oldukları VAR analizi yardımıyla incelenmektedir.

2. Sermaye Hareketlerinin Kapsamı

Fonların ulusal sınırları aşarak bir ülkeye girmesi veya bir ülkeden çıkması uluslararası sermaye hareketini tanımlamaktadır. Uluslararası sermaye hareketliliği, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, kalkınma amaçlı hibe ve kredi biçimindeki resmi sermaye hareketleri ve kısa süreli sermaye hareketleri olmak üzere üç temel biçimde gerçekleşmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketleri kimi değerlendirmelerde özel sermaye hareketleri biçiminde de tanımlanmaktadır. (Karluk, 1996: 535).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları şeklinde ortaya çıkan uluslararası sermaye hareketleri, tahvil ve hisse senetlerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan ve bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleştirdiği yatırımları ifade etmektedir (DPT, 2000: 1).

Bugün doğrudan yabancı sermaye yatırımları bina, fabrika, arazi, tesis gibi fiziki değerlere karşılık gelen yatırımlar biçiminde ortaya çıkmaktadır. (Seyidoğlu, 1993: 567). Çoğunlukla çok uluslu şirketler tarafından gerçekleştirilen fiziki yatırımlar, gittikleri ülkeye teknik bilgi ve işletmecilik bilgisi de götürerek, ilgili ülkelerde hem kurumsal yapının oluşmasına hem de beşeri sermaye birikiminin gelişmesine katkıda bulunmaktadır. (Uzunoglu, Alkin ve Gürlesel, 1995: 35). Teorik değerlendirmelere bakıldığında doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının üretim miktarını artırdığı, ücret düzeyini yükselttiği ve kurları da baskıladığı kabul edilmektedir (Kirmanoğlu, Özçiçek, 1999: 29).

Dünya bankası, Avrupa yatırım bankası ve benzeri mali kuruluşlar tarafından verilen kalkınma amaçlı hibe ve mali yardımlardan ise daha çok büyüme ve kalkınmanın finansmanında sorun yaşayan ülkeler yararlanmaktadırlar. İlgili ülkeler döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha kısa sürede kalkınma için gerekli sosyal ve ekonomik altyapıyı hazırlamaya çalışmaktadırlar. Söz konusu mali yardımlardan özellikle Afrika ülkelerinin yararlandığı bu ülkelerin çoğu zaman kamu

harcamalarının finansmanını bile bu tür yardım biçiminde ortaya çıkan sermaye hareketleri ile finanse ettiği söylenebilir (Economic Report on Africa, 2006: 164).

Öte yandan Ticari koşullara göre para ve sermaye piyasalarından fon sağlanması ve bu temelde gelişen fon hareketliliği ise kısa vadeli sermaye hareketleri (özel sermaye hareketleri) olarak tanımlanmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketleri üretime yönelik yatırım niteliğinde olmamaları nedeniyle doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından, yardım niteliğinde olmamaları nedeniyle de kalkınma amaçlı hibe ve kredi biçimindeki resmi sermaye hareketlerinden ayrılmaktadır (Seyidoğlu, 1993: 231).

Kısa süreli sermaye hareketliliğinde fonlar belirli bir gelir beklentisiyle bir ülkeden başka bir ülkeye hareket etmektedirler. Fon sahiplerinin belirli bir bedel karşılığında varlıklarını fon talebinde bulunanlara sunmalarına mali işlem denilmektedir. Bilindiği gibi mali işlemler para ve sermaye piyasalarında uluslararası mali işlemler biçiminde gerçekleştirilmektedir.

Para piyasalarında gerçekleştirilen uluslararası mali işlemler genel olarak ticari bankaların yabancı hükümetlere, çok uluslu şirketlere ve diğer kuruluşlara çoğunlukla dış ticaretin finansmanına yönelik olarak verdikleri likiditesi yüksek, risk oranı düşük kısa vadeli banka kredileri biçiminde ortaya çıkmaktadır (Kar, Kara, 2003: 2)

Menkul değerlerin alım satımı ise sermaye piyasası işlemlerini oluşturmaktadır. Tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satım işlemlerine portföy yatırımları da denilmektedir (Karluk, 1996: 538). Sermaye piyasası işlemlerinde uluslararası özel sermaye hareketlerine yön veren dinamiklerin başında tahvil ve hisse senedi gibi menkullerin risk ve getiri seviyeleri gelmektedir (Seyidoğlu, 1993: 257). Hiç kuşkusuz yatırımcılar fonlarını risk primini de dikkate alarak en yüksek getiriyi sağlayacak menkule yönlendireceklerdir.

3. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörler

Yabancı sermaye girişleri kamu ya da özel sektör kaynaklı olabilmektedir. Geçmiş 20 yıllık süreçte özel sermaye akımlarının hacmi kamu sermaye akımlarından daha fazla olmuştur. 1980'den 1990'a kadar ortalama yıllık sermaye hareketleri net resmi olarak 26,7 milyar dolardır (Dodd, 2004: 1). 1990'dan 1994 yılına kadar geçen sürede Latin Amerika ve Asya ülkelerine yaklaşık 460 milyar dolarlık sermaye girişi olmuştur. 1994 Meksika krizinin ardından gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarında kısa süreli bir azalma görülmesine rağmen 1997 yılına kadar artış olmuştur. 1997 yılında gelişmekte ve yükselen piyasa ekonomilerine olan sermaye

girişleri yaklaşık 197 milyar dolar seviyesindedir. Asya, Latin Amerika Ülkeleri ve Rusya'da ortaya çıkan krizin ardından net sermaye girişlerinde azalma olmasına rağmen, 2000 yılından itibaren tekrar bir artış yaşanmıştır. Söz konusu ülkelere 2000 yılından 2005 yılına kadar toplam 732 milyar dolarlık sermaye girişi olmuştur (IMF, World Economic Outlook, 2006). Sermaye akımlarını belirleyen faktörler çeken ve iten faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir.

Sermaye hareketlerini çeken faktörler genelde yurt içi fırsat ve risklerin yansımaları biçiminde ortaya çıkmaktadır (Taylor, Sarno 1997: 453). İçsel faktörler olarak da tanımlanan sermaye akımlarını çeken faktörler ulusal politikalar ile yakından ilişkilidir. İçsel faktörlerin yurt dışı yatırımcılar için birtakım riskleri ve yüksek getiri düzeylerini de ifade ettiği söylenebilir. Birçok gelişmekte olan ülkede başarılı istikrar programlarının ardından makroekonomik dengelerdeki düzelmeye birlikte dış borçlar yükselen ülke kredibilitesiyle birlikte daha uygun şartlarda yeniden yapılandırılmaktadır. Çoğu gelişmekte olan ülkede uygulanmakta olan sabit döviz kuru sistemleri de yatırımcıların daha fazla ilgi göstermelerine neden olmuştur. Çünkü bu uygulama ile en azından kısa dönemde de olsa döviz kurunda ortaya çıkacak dalgalanma riskleri yatırımcılardan resmi iradeye transfer edilmiş olmaktadır (López-Mejía, 1999: 2).

Öte yandan gelişme trendinde olan bir ülkede etkili bir enflasyonu düşürme programı, sermaye piyasalarının liberalizasyonu ve dışa açık ekonomi politikaları ise yatırımların getiri oranları ve güvenilirlik bağlamında önemli olmaktadır. Ülkeler arasındaki uluslararası finans şirketlerinin çeşitliliği de nispi olarak dışa açık konumdaki ülkelerde herhangi bir kısıtlama olmadan yabancı yatırımcıların sermayelerini geri çekmelerine olanak tanımaktadır (Calvo, Leiderman, and Reinhart, 1993: 1).

Bu bağlamda uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerine yön veren birçok unsur olduğu söylenebilir. Fakat bunlardan en önemlisi daha yüksek getiri oranlarıdır (Dodd, 2004: 3). Bu yüksek getiri oranları sayesinde hem global ekonomi arzulan getiriye elde etmekte, hem de finansal desteğe ihtiyaç duyan ülkelerin sorunları çözümlenmektedir. Bununla birlikte gelişen süreçte büyük sermaye girişleri çoğu gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki bazı olumsuzlukların kaynağı konumuna gelmiştir. Sermaye girişlerinin ardından ekonomi aşırı ısınmakta, aşırı değerlendirilen ulusal para ve artan cari açık ya da kamu açıklarının ardından büyük sermaye çıkışları meydana gelmektedir. Çünkü varlıklardan beklenen getirilerin değişmesi, sürü psikolojisi ve bulaşma etkisi yapmaktadır (López-Mejía, 1999: 1). Özellikle Asya, Latin Amerika ve Rusya da meydana gelen finansal krizler bu duruma örnek olarak gösterilebilir. İlave olarak mikro ekonomik zayıflıklar da (regülasyonların yeterli düzeyde

yapılmaması, zayıf risk yönetimi, döviz kuru politikaları ve banka mevduatları başta olmak üzere örtülü ya da açık devlet garantileri) söz konusu ülkelerdeki krizlerin oluşumuna etki eden diğer önemli faktörler olarak gösterilmektedir (Mussa, Swoboda, Zettelmeyer, ve Jeanne, 1999: 1).

Özetlemek gerekirse, sermaye akımlarına etki eden bir çok unsur bulunmasına rağmen analizlerde çoğunlukla yurt içi faiz oranları, kredi değeri, güvenilirlik, menkul kıymet borsası fiyatları, kamu kesimi borç düzeyi makro ekonomik istikrar, döviz kuru rejimi ve enflasyon oranı gibi değişkenler üzerinde durulmaktadır.

Son dönemlerdeki incelemelerde sermaye girişleri karşısında reel döviz kurlarında değerlenmelerin olduğu tespit edilmiş, fakat Latin Amerika ülkelerinde reel döviz kuru değerlenme düzeyinin Asya ülkelerinden daha yüksek olduğu görülmüştür. Sermaye girişleri karşısında reel döviz kurlarındaki tepkiler ülkelere göre bir takım değişiklikler gösterirken bu süreçte belirleyici olan en önemli unsur, toplam talebin kompozisyonundaki farklılıklardır. Asya ülkelerinde yatırımların milli gelire oranlarındaki artışlar sermaye girişi sürecinde Latin Amerika ülkelerinden daha yüksek oranda artmıştır. Latin Amerika ülkelerinde sermaye girişleri ile birlikte özel tasarruflarda azalma meydana gelmiş ve tüketim artmıştır. Kamu sektörü de toplam talebin bileşenleri ve seviyesi üzerinden reel döviz kurlarını etkileyebilmektedir. Sermaye girişleri olurken kamu tüketim harcamaları ne kadar kısılırsa özellikle ithalattaki azalmalara bağlı olarak reel döviz kurlarının değerlenmesi o oranda azabilmektedir. Şili ve Meksika gibi çoğu Latin Amerika ülkesinde çoğu kamu maliyesini disipline edici programları sermaye girişlerinden daha erken yapılmıştır. Buna mukabil birçok Asya ülkesinde ise kamusal harcama kısıtlamaları sermaye girişlerinin olduğu zamanda gerçekleştirilmiştir (Calvo, Leiderman, ve Reinhart, 1993: 4). Bu bağlamda Asya ülkelerinde gerçekleştirilen eş zamanlı programlar reel kurların değerlenme düzeylerinin daha düşük seviyede kalmasına yardımcı olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını belirleyen faktörlerin diğer bir kısmı ise iten (global) faktörler başlığı altında incelenmektedir. (Taylor, Sarno 1997: 454).

Dışsal faktörler olarak da tanımlanan iten faktörler olarak öncelikle gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları, sermaye piyasası fiyatları ve büyüme performansları inceleme konuları arasında yer almaktadırlar. Gelişmiş ülkelerin faiz oranlarını artırmaları bu ülkelerdeki risk primlerinin düşük olmasından nedeniyle sermaye akımları için daha uygun ortamı sunmaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki faiz artışları gelişmekte olan ülke piyasalarından önemli oranlarda sermaye çıkışlarına neden olabilir, hatta söz konusu sermaye çıkışları gelişmekte olan ülkelere uygulanan enflasyonu

düşürme programlarında sıkıntılar meydana getirebilir. 1994 yılında küresel faiz artışından dolayı Meksika'nın ekonomik krize girmesi bu duruma örnek olarak gösterilebilir (López-Mejía, 1999: 2). Bunun yanında geçmiş dönemlerde olduğu gibi gelişmiş ülke ekonomilerinin resesyonu ortadan kaldırmak için faiz oranlarını düşürmeleri, daha yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcıları geliştirmek için piyasalara yöneltebilir (Calvo, Leiderman, ve Reinhart, 1993: 2).

Örneğin, ABD faiz oranlarının 1980'li yılların sonunda uzun, orta ve kısa dönemde önemli derecede düşmesi geliştirmek için ülkelere sermaye akımlarında artış meydana getirmiştir. Ayrıca 1980'lerin sonunda ABD ekonomisinin yavaşlaması da ABD merkezli sermaye akımları için daha cazip ortam sunmuştur. Özellikle bu süreçte geliştirmek için ülkelerdeki çoğunlukla sabit döviz kuru politikaları ve makro ekonomik politikalar istikrarlı bir görünüm sunduğu için geliştirmek için piyasalara doğru sermaye akımları daha istekli davranmışlardır. (Taylor, Sarno 1997: 454). Bir anlamda sabit kur rejiminin uygulanması kur oynaklığını ve olası kur risklerini kısa dönemde ortadan kaldırdığından kısa vadeli sermayeyi çeken bir unsur olmuştur.

Küreselleşme süreci, deregulasyonlar (kısıtlayıcı uygulamaların kaldırılması), inovasyonlar (yenilikler), para ve sermaye piyasalarındaki tam rekabet koşulları mali piyasaların etkinliğini ve mali piyasalardaki volatilitayı (değişkenliği) etkileyen diğer önemli unsurlardandır. Hiç kuşkusuz söz konusu unsurlar mali piyasalar üzerinde belirleyici olduğu ölçüde kısa süreli sermaye hareketlerini de etkileyecektir (Taylor, Sarno, 1997: 453).

Sermaye hareketliliğinde kamunun borç politikaları, bütçe açıkları, döviz rezervleri, döviz kuru politikaları gibi ekonomik yapıyı şekillendiren ve ekonomiye yön veren temel makro büyüklükler ve politikalar son derece önemlidir. Konuya ilişkin bir ampirik çalışmadan elde edilen bulgulara göre, döviz rezervi sermaye hareketliliğinde ilk sırada belirleyici olan önemli bir içsel faktör olarak ortaya çıkmıştır. İstikrarlı bir biçimde gelişen ekonomik büyüme ise sermayeyi çeken bir diğer içsel faktör olarak ortaya çıkarken, libor, üçüncü sırada yer alan bir belirleyici olarak gözükmektedir (Ralhan, 2006: 10).

Kamu kesimi borçlanma gereksinimi üzerinde büyük bir baskı yaratan bütçe açıkları sermaye giriş ve çıkışları üzerinde doğrudan belirleyici olmaktadır. Yoğun bütçe açıklarının olduğu dönemlerde ekonomik yapıdaki oyuncular hükümetin bu açıkların finansmanı için sıkı maliye politikası uygulayacağını ve dolayısıyla tasarruflarının da değişik biçimlerde vergilenebileceğini düşünerek sermayelerini dışarıya yönlendirebilmektedirler. Bir bakıma bütçe açıkları sermayeyi ülkeye çeken bir faktör olmasının yanı sıra sermayeyi dışarıya iten bir faktör olarak da ortaya çıkabilmektedir. Ancak bu konuda yapılan ampirik çalışmalar da

birbirinden farklı sonuçların elde edildiği söylenebilir. Sermaye hareketlerine tanınan kimi vergisel ayrıcalıklar da sermaye hareketlerine yön verebilecek niteliktedir. Diğer yandan vergi yasalarında sıklıkla yapılan düzenlemeler ve oran yapısında kısa aralıklarla yapılan değişiklikler de sermaye girişlerini olumsuz etkileyebilmektedir (Salisu, 2005: 4).

Sermaye hareketliliğinde bir diğer önemli belirleyici husus ise hükümetin sermaye girişlerinin getirilerini maksimize etmek, risklerini ise minimize etmek konusunda yapılması gerekenlerin tümünü yaptığına bu konuda en azından bir düzenleyici olarak sürecin sağlıklı bir biçimde işleminde aktif rol alacağına dair sermayedarları ve kamuoyunu inandırabilmesidir (López-Mejía, 1999: 4).

4. Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörlere Yönelik Ampirik Çalışmalar

Sermaye akımlarına yön veren içsel ve dışsal faktörlerin ne denli etkili olduğunun tespitine yönelik olarak çok sayıda teorik ve ampirik çalışma yapılmıştır. Kimi çalışmada dışsal faktörlerin daha etkili olduğu ortaya konurken, kimi çalışmada ise içsel faktörlerin daha belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan farklı sonuçların elde edilmesinde, çalışmanın kapsadığı dönemin, ülkelerin spesifik yapılarının ve metodolojik farklılıkların çeşitlilik arz etmesinin etkileri bulunmaktadır. Söz konusu çalışmalardan bazıları ve elde edilen bulgular aşağıda özetlenmiştir.

Gelişmekte olan piyasalara yönelik sermaye akımlarını belirleyen ilk ampirik çalışma Calvo, Leiderman ve Reinhard'a aittir. Bu yazarlara göre gelişmekte olan ülkelere giriş yapan sermaye büyük ölçüde gelişmiş ülkelerdeki konjonktürel durumla yakından ilişkili ve geçici bir fenomendir. Bu nedenle söz konusu ülkelerdeki ekonomik koşulların düzelmesiyle birlikte zaten potansiyel riskleri barındıran gelişen piyasa ekonomilerinden bu sermaye akımlarının tersine dönme olasılığı yüksek düzeydedir. Ayrıca, Dünya mal fiyatları ve faiz oranlarındaki istikrarsızlıklar da gelişmekte olan piyasaların krize girmelerine neden olurken bu ülkelere sermaye çıkışlarını hızlandırmaktadır. (Calvo, Leiderman ve Reinhard, 1993: 6).

Frankel ve Okongwu, yedi Latin Amerika ve Doğu Asya Ülkeleri için 1987-1994 dönemi bazında yapmış oldukları çalışmada, portföy yatırımlarına etki eden faktörlerden en önemlisinin ABD faiz oranları olduğu sonucunu elde etmişlerdir (Frankel ve Okongwu, 1996: 1).

Fernandez –Arias, panel regresyon yöntemini kullanarak 13 alıcı ülkeyi 1989-1993 periyodu datalarından yararlanarak ve ülkelerin kredi değerliliğinin uluslararası faiz oranlarının seviyesine bağlı

olduğu varsayımı altında yapmış olduğu incelemede dışsal faktörlerin sermaye girişlerinde daha baskın olduğunu tespit etmiştir (Fernandez-Arias, 1996: 389).

Kim'in yapısal VAR (vector autoregression- vektör otoregresyon) yöntemi kullanarak Meksika, Şili, Kore ve Malezya üzerine yapmış olduğu analizde, sermaye hareketliliğinin çoğunluğunun dışsal etkenlerden kaynaklandığını görmüştür. Dışsal faktörler içerisinde önemli değişkenlerin de dünya faiz oranlarındaki azalma ve gelişmiş ülkelerdeki resesyonların olduğu gözlenmiştir (Kim, 2000: 250)

Öte yandan bazı çalışmalarda politik istikrar, kredi değerliliği ve yurt içi faiz oranları gibi içsel unsurların sermaye akımlarında daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Carlson, Hernández, 2002: 3). Montiel ve Reinhard sermaye girişlerinin sterilizasyonu ve sermaye kontrolü gibi ülkelere özgü spesifik politikaların sermaye girişleri ve hacimleri üzerinde etkili olduğunu vurgulamışlardır (Montiel ve Reinhard, 1999: 619).

Hernandez, Mellado ve Valdez, gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarının 1970 ve 1990'lı yıllardaki belirleyicilerinin neler olduğunu analiz etmişlerdir. Söz konusu çalışmada ülkelerin makroekonomik benzerlikleri ve ticaret ilişkilerine bağlı olarak bulaşıcılık durumları da test edilmiştir. Bu araştırmadan elde edilen sonuçlara göre, 1990'lı yıllarda sermaye girişlerine dışsal faktörlerden ziyade ülkelerin kendi özel karakterleri etki etmektedir. Bunun yanında doğrudan yabancı ve portföy yatırımları için bulaşıcı sonuçların olduğu da tespit edilmiştir. Bulaşıcı etkisinde ülkelerin makro ekonomik yapıları (cari işlemler dengesinde sorunları bulunmaktadır) bakımından benzerlik taşıdıkları görülmüştür (Hernandez, Mellado ve Valdez, 2001: 17).

Bunun yanında bazı ülkelerde dışsal bazı ülkelerde de içsel faktörlerin daha baskın olduğuna dönük sonuçlara da ulaşılmıştır. Taylor ve Sarno 1988–1992 dönemine ait dokuz Latin Amerika ve dokuz Asya Ülkeleri bazında iten ve çeken faktörleri eş bütünleşme ve hata düzeltme modeli ile test etmiştir. Uzun dönemde hem Asya, hem de Latin Amerika ülkeleri için içsel ve dışsal faktörlerin etkileri eşit iken, kısa dönemde dışsal etkenlerin (bunlar içerisinde de en fazla ABD faiz oranları) daha baskın olduğu ortaya çıkmıştır (Taylor ve Sarno, 467).

Mody, Taylor ve Kim, 1990–2000 yılları arasını aylık veriler kullanarak otuz iki gelişen ülke bazında analiz etmişlerdir. Bu analiz sonucuna göre, uzun dönemde sermaye akımları üzerinde içsel faktörler etkili iken, kısa dönemde ise dışsal ekonomik gelişmeler daha belirleyicidirler. Ayrıca bazı ekonomik senaryolar varsayımı altında yapılan simülasyonlarda ise ABD faiz oranları ve reel

ekonomik aktiviteler sermaye akımlarının yönünü belirlemede etkili olmaktadır (Mody, Taylor ve Kim, 2001: 214).

Beak, 1989–2002 yılları arasını üçer aylık veriler kullanarak beş Latin Amerika, dört Asya ülkesini incelemiştir. Asya ülkeleri için dışsal faktörler yurt içi unsurlardan daha önemli iken, Latin Amerika ülkelerinde ise güçlü ekonomik büyüme gibi içsel faktörler daha önemli olmaktadır. Bunun olası nedeni Latin Amerika ülkelerinde (özellikle Arjantin ve Meksika) portföy yatırımlarının daha çok kamu borçlanma senetleri üzerine olması Asya ülkelerinde ise (özellikle Kore, Tayland ve Endonezya) özel sektör ağırlıklı durumda olması biçiminde açıklanmaktadır. Bu bağlamda Asya ülkelerinin global piyasalardaki algılama ve dışsal faktörlerdeki değişimlere karşı daha çok kırılganlık olduğu ifade edilebilir (Beak, 2006: 372).

5. Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü

Uygulanan iktisat ve maliye politikaları bütçe açıkları, kamu borçları, enflasyon, faiz oranları, cari açıklar, büyüme oranı gibi sonuçları itibariyle sermaye hareketliliğine yön verecek temel göstergelerin şekillenmesinde belirleyici olan enstrümanlardır. Bu bağlamda devletin bu değişkenler üzerinden dolaylı biçimde sermaye hareketliliğine yön verdiğini söylemek mümkündür. Devletin söz konusu sürece doğrudan müdahalesi ise daha çok sermaye girişlerini teşvik eden yasalar veya kısıtlanmasını öngören tedbirlerin alınması ve uygulanması aşamasında ortaya çıkmaktadır.

Türkiye’de liberalizasyon ve globalizasyon sürecinin etkileriyle de özellikle 1990’lı yıllardan itibaren dış finansal kaynaklı kısa süreli sermaye hareketleri ekonomik yapıya yön veren değişkenler üzerinde doğrudan ve dolaylı biçimde etkili olmuştur. İzleyen dönemde kamu maliyesindeki sorunların derinleşerek devam etmesi, kamu harcamalarının vergi gelirleri yerine kısa süreli sermaye hareketleri ve borçlanma ile karşılanması sonucunu doğurmuştur. Kamu kesimi borçlanma gereksiniminin yüksek olduğu, borç ödemeleri için bile yeniden borçlanmanın söz konusu olduğu bir yapıda kaçınılmaz olarak reel faizler hızla yükselmiş, bu borçlara vergisel ayrıcalıkların tanınmasıyla da büyüme ve kalkınma için yatırımlara ayrılması gereken kaynaklar vergisel yükümlülüğü bulunmayan devlet iç borçlanma kâğıtlarına aktarılmıştır.

Borç-faiz sarmalının ortaya çıkardığı olumsuz tablonun tüm ekonomik yapıya hakim olduğu, döviz darboğazlarının yaşandığı ve kamu kesimi dengesinde yapısal sorunların olduğu ülkelerde kısa süreli sermaye hareketlerinin engellemesi bir yana hızlı bir finansal liberalleşmenin gerçekleştiği söylenebilir (Akdiş, 2004: 21-22).

Benzer gelişimin yaşandığı Türkiye’de de uzun yıllar uygulanmış olan yüksek faiz ve düşük kur politikaları kısa süreli sermaye girişlerini hızlandırmıştır. Kimi dönemlerde ortaya çıkan siyasi istikrarsızlıklar küresel krizlerle de birleşerek kısa süreli sermayenin hızla ülkeyi terk etmesine yol açmış, kısa süreli sermayenin bu ani çıkışı ise çoğu zaman derin ekonomik krizlerin tetikleyicisi olmuştur*. Nitekim Türkiye’de Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001’de yaşanan ekonomik krizlerde kısa süreli sermaye hareketlerinin büyük bir etkiye sahip olduğu bugün birçok çevre tarafından kabul edilen bir olgudur.

Türkiye’de özellikle 11 Ağustos 1989 tarihinde yayınlanan 32 Sayılı Karar ve daha sonra yapılan çeşitli düzenlemelerle mali piyasalar kısa süreli sermaye hareketleri için serbest hale gelmiştir. Finansal piyasaların yeterli derinliğe sahip olmadığı Türkiye’de 1990’lı yıllardan itibaren kısa süreli sermaye hareketleri için spekülasyon kazançlarda artış meydana gelmiştir. Spekülasyon sermayenin giriş dönemlerinde yapay bir büyüme, çıkış dönemlerinde ise ciddi krizler yaşanmıştır. Kısa süreli spekülasyon sermaye akımlarının ülkeye girişinde dünya üzerindeki düşük faiz oranları ve Türkiye’de yüksek düzeyde arbitraj olanaklarının varlığı etkili olmuştur. Gelişmiş ülkelerde en az 10 yıl içerisinde finansal arbitraj yoluyla elde edilecek gelir Türkiye’de bir yıl içerisinde elde edilmiştir.(Yeldan 2004: 127)

Bu gelişmeler Türkiye’de söz konusu dönemlerde kamu kesiminin çok yüksek bir maliyetle borçlandığının da göstergesi olmaktadır. Ticari ölçütlere göre borçlanma faizlerinin enflasyon artı büyüme üzerine konulacak 3-5 puanlık bir risk priminden oluşması gerekmektedir. Türkiye’de ilgili dönemde borçlanma maliyetlerine bakıldığında ise ortaya çıkan durum şudur: Türkiye’deki hazine bonosu faizleri enflasyon artı büyüme oranlarının %13 ile %52 oranında bir fazlalığı kapsamaktadır. Anlaşılacağı gibi dünya ortalamalarına göre çok büyük bir getiriye ifade eden bu oranlar kısa süreli sermayedarlar için çok cazip bir yatırım olarak gözükmektedir (Ercan, 2003; Gürlesel, 2003).

Türkiye’de düşük kur ve yüksek faiz ortamında kısa süreli sermayenin elde ettiği kazanç Ankara Ticaret Odası tarafından derlenen bir çalışmada çarpıcı bir biçimde özetlenmiştir. İlgili çalışmada 1 milyon dolar sıcak paranın 18 aylık getirisinin yaklaşık %157 oranında olduğu ifade edilmiştir.(ATO, 2003; Alantar, 2003: 86).

Türkiye’de ekonomik ve mali yapının kırılma noktasının büyük ölçüde bütçe açıkları, cari işlemler açıkları ve bankacılık sektörünün açık döviz pozisyonlarından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Bugün gelinen noktada bütçe açıklarının kısmen kontrol edilebilir duruma geldiği,

* Konuya ilişkin ayrıntılı bir çalışma için Bkz.: Korkut Boratav, “2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri”, www.bagimsizsosyalbilimciler.org

bankacılık kesiminin 2001 krizine göre daha dayanaklı durumda olduğu ancak cari açıkların halen yüksek düzeyde olduğu ve özel kesimin yabancı piyasalara borçlarının büyük düzeylere ulaştığı söylenebilir (Onaran, 2007: 14). Bu bakımdan kısa vadeli sermaye hareketleri halen dikkatle izlenmesi gereken ve kriz potansiyeli taşıyan bir değişken olarak tanımlanabilir.

Türkiye’de kamu kesiminin aşırı borçlanma gereksiniminin ortaya çıkardığı yüksek reel faizler, kısa süreli sermayeyi ülkeye çektiği gibi, reel sektörün büyümenin finansmanında kullanacağı kaynakları da reel sektörden çekerek finans kesimine aktarmakta, ekonomi hızla daralma sürecine girmektedir (Aydın, 2002: 16). Hiç kuşkusuz bu durum kaynak kullanımındaki etkinsizliği ve gelir dağılımındaki çarpıklığı daha da derinleştirmektedir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda kamu kesimi açıkları kontrol altına alınmadan mali piyasaların kontrolsüz şekilde liberalleştirilmesi bazı sorunları da beraberinde getirmiştir. Yüksek kamu açıklarıyla oluşan yüksek reel faizler kısa süreli sermayeyi hızla ülkeye çekerken bu süreçte ulusal paranın aşırı değerlenmesiyle devalüasyonlar meydana gelmiş ve enflasyonist baskılar artmıştır (IMF Survey, 1999: 102). Bu doğrultuda öncelikle yapılması gereken, vergi reformu başta olmak üzere bir takım yapısal reformlarla kamu sektörünü sağlıklı bir yapıya kavuşturmak, kamu açıklarını azaltmak, cari açık ve bütçe açıklarıyla dışa bağımlı olmadan mücadele edebilen bir kamu maliyesini oluşturabilmek, yurt içi tasarrufları artırıcı, özel kesimin finansman yapısını güçlendirici önlemler almaktır. Sermaye girişine bağlı olarak ortaya çıkan sorunların kısmen mücadele edilebilecek sorunlar olduğu söylenebilir. Asıl sorun sermayenin ani çıkışında ortaya çıkmaktadır. Bütçe açıkları ve cari açıklarla mücadelede sıcak para girişini önemli bir kaynak ve dayanak noktası gören ekonomik yapı böylesi bir ani çıkışta çok yüksek reel faizlerle kaynak arayışına girmek zorunda kalırken bu süreçte vadeler kısalmakta ve borçlanma maliyetleri yükselmektedir (Altınkemer, 1995: 28; Özgen 1998: 26).

Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem güçlendirilip genişletilirken de öncelikle yurtiçi tasarrufların artan biçimde mali sistemde toplanması sağlanmalı, tasarruf hacmi genişletilmeli ve mali sistemin boyutlarının ve kurumlarının çeşitlenmesine izin verilmelidir (Sayılğan, 1998: 83).

Kısa süreli sermaye hareketlerine doğrudan devlet müdahalesi söz konusu olduğunda ise kısa süreli sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi veya teşvik edilmesi gündeme gelmektedir. Kısa süreli sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi ve ilgili ülkelere olan zararlarının en aza indirilmesi konusunda literatürde yer alan değerlendirmelere bakıldığında ise Tobin vergisinin ilk sırada yer aldığı görülmektedir. James Tobin’e göre döviz işlemleri üzerinden alınacak küçük oranlı bir vergi, bir yandan büyük miktarlara ulaşan döviz alım-

satım işlemlerine ilave bir yük getirerek döviz kurlarındaki akışkanlık azaltılacak, diğer yandan ise buradan sağlanacak fon ile IMF ve dünya bankası aracılığıyla yürütülen uluslararası istikrar programlarına ve dünyanın sosyal sorunlarının çözümüne kaynak sağlanmış olacaktır (Gökbel, 2002).

Tobin vergisinin arka planında Keynesyen düşüncenin yer aldığını söylemek mümkündür. Keynes'e göre kısa süreli parasal akımlar bir takım ilave maliyetlerle uzun dönemli yatırımlara zarar vermeden azaltılabilir. Bu bağlamda uygulanacak olan az miktardaki bir transfer vergisi ile teşebbüsler üzerindeki spekülasyon hareketleri kontrol altına alınarak, söz konusu akımların olumsuz etkileri minimize edilebilir. (Raffer, 1998: 530; Tobin, 1978: 155). Keynes menkul kıymetler piyasasındaki fiyatlamaalarda böyle bir vergilemenin sadece dönüşümden kar elde etmek isteyenleri caydırdığını uzun vadeli veya kalıcı olarak gelen yabancı sermaye üzerinde önemli bir yük oluşturmadığını ileri sürmektedir (Akdiş, 12).

Tobin, döviz değişim işlemleri üzerinden alınacak verginin %1 gibi çok düşük oranda alınabileceğini ileri sürmektedir. Söz konusu işlemlerden her değişimde böyle bir oran üzerinden vergilendirilmenin yapılması insanları kısa aralıklarla değişim yapmaktan vazgeçirerek kısa süreli sermaye hareketlerinin volatilitelerini azaltacaktır. Bu orandaki bir vergi kısa süreli sermaye hareketleri üzerinde caydırıcı bir etkiye sahip olurken uzun vadeli yatırımlarda çok küçük bir maliyet oluşturduğundan bu tür yatırımlar üzerinde dışlayıcı bir etkiye sahip olmayacaktır (Akdiş, 2004: 13)

Tobin vergisi genel olarak döviz değişim işlemleri üzerine yoğunlaşırken yabancı menkul kıymetler, sermaye girişleri ve sermaye kazançları da Tobin vergisi temelinde vergilendirilmeye çalışılmaktadır (Tobin, 1978: 159).

Geçmiş yıllarda Almanya ve İsviçre'de yabancı menkul kıymetlerin vergilendirilmesi uygulamasında, yabancı menkul kıymet satın almak için girişilen bir akımdan çok, ülkede bulunan yabancı menkul kıymetlerin üzerine bir vergi konularak, yabancı menkul tutmanın maliyetinin yükseltilmesi ve fonların milli menkul kıymetlere kaydırılması amaçlanmıştır. Sermaye giriş ve çıkışlarının vergilendirilmesi de Tobin vergisi kapsamında başka bir uygulamadır. Sermaye çıkışları üzerine ABD'de 1960'lı yıllarda benzer bir vergi uygularken, İsrail'de ise 1990'lı yılların ikinci yarısında sermaye girişleri üzerine yine benzer bir vergi uygulamasına gidilmiştir (Akdiş, 2004: 14).

Finansal istikrarı sağlamak ve paranın spekülâtif amaçlı kullanımını sınırlamak için Tobin vergisi kapsamında başvurulmuş bir diğêr yol da yabancı menkul kıymetler üzerinden oluşturulan sermaye ve elde edilen kazançları vergilemektir. Ancak özellikle bu tür kazançların tespitindeki güçlükler nedeniyle bu tür sermaye kazançlarının çok az vergilendirildiği söylenebilir (Akdiş, 2004: 14).

Kısa süreli sermaye hareketleri karşısında ulusal ekonominin korunabilmesi konusunda uygulanabilirliği tartışmalı bir dizi önlemlerin söz konusu olduğu söylenebilir. Ancak 1990'lı yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizler bu politika araçlarının gerekli olduğunu da göstermiştir. Sermaye hareketlerine karşı sermaye kontrolleri uygulayan ülkelerin başında Malezya, Şili ve Kolombiya gelmektedir. Malezya'da sermaye hareketleri ülkeden çıkışta kontrol edilirken, Şili ve Kolombiya'da ülkeye girerken kontrol edilmektedir. Şili ve Kolombiya kazançsız rezerv gereksinimi gibi, Malezya ile karşılaştırıldığında daha yumuşak dolaylı kontrollere ve önlemlere öncelik vermişlerdir. İlgili ülkeler doğrudan kontroller ile de ülke içerisindeki yabancı doğrudan yatırımlar ve yabancı portföy yatırımlarının bir yıl kalması zorunluluğunu uygulamışlardır Malezya ise doğrudan kontroller kullanmıştır. Sonuç olarak, iki Latin Amerika ülkesi kısmi başarılı Malezya ise tam anlamıyla başarılı olarak görülmektedir. (www.ispanyol.com)

Kimi değerlendirmelerde ise maliye politikası araçlarının sermaye hareketlerinin kontrolünde ve yönlendirilmesinde bu denli etkili ve esnek olmadığı ileri sürülmektedir. Burada maliye politikasına ilişkin bütçe merkezli düzenleme ve uygulamaların çoğunun bir yasama faaliyeti sonucu şekilleneceği bunun ise bir takım gecikmelere yol açacağı belirtilmektedir (Árvai, 2005: 27).

Türkiye'nin içinde bulunduğu süreçte kamu maliyesinde birtakım düzeltilmeler olmakla birlikte kamu borç yükünün halen yüksek seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye'nin sıcak para girişlerine bağımlılığı hala devam etmektedir. Mali sektörde yaşanan iyileşmeye rağmen finansal derinlik istenilen boyutlara ulaşamamıştır. Bu aşamada kısa vadeli sermaye girişlerine gereksinim duyan tarafın Türkiye olması nedeniyle ekonomideki kırılma sürecinin devam ettiği bir ortamda sıcak para girişlerine karşı bazı düzenlemelere giderken oldukça dikkatli olunması gerekmektedir. Aksi halde mali ve ekonomik yapıyı güçlendirmeyi ve kırılma risklerini azaltmayı öngören düzenlemeler yeni istikrarsızlık unsurları olarak ortaya çıkabilecektir.

6. Sermaye Hareketlerinin Etkileri

Küreselleşme sürecinin yön verdiği gelişmelerle birlikte bugün mali piyasaların büyük bir hacme sahip olduğu söylenebilir. Bazı değerlendirmelere göre söz konusu piyasalarda oluşan günlük işlem hacmi mal ticaretinin yaklaşık 40 katına ulaşmaktadır. Diğer bir anlatımla reel ekonominin yanında reel ekonomiye yön veren, bütün makro değişkenler üzerinde etkili olabilen bir mali piyasa ortaya çıkmış bulunmaktadır (Akdiş, 2004: 4)

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik etkilerine bakıldığında ülkeye gelen yabancı sermaye yatırımlarının her şeyden önce bir döviz birikimine yol açtığı söylenebilir. Döviz birikimiyle birlikte gelişen ithalat ve para arzındaki artış tüketim ve yatırım harcamalarını tetikleyerek üretimi artırmakta ve ulusal tasarruflar üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Öte yandan yabancı sermaye girişinin yavaşlaması, durması veya ani sermaye çıkışları, çoğu durumda cari işlemler dengesi üzerinden bir takım finansal krizlere de yol açabilecek niteliktedir. Bu bağli olarak ortaya çıkan finansal krizler rasyonel öngörülerle yürütülemediği takdirde, etkileri çok kapsamlı olan küresel ekonomik krizlere dönüşebilmektedir (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1996: 128). Nitekim 1992 ERM (European Exchange Rate Mechanism-Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizini, 1994-1995 Latin Amerika finansal krizlerini, 1997 Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği konusunda yoğun tartışmalar yapılmaktadır.

Sermaye akımları sıkı maliye politikası izleyemeyen kimi gelişmekte olan ülkelerde kamu kesimi tasarruf açıklarını daha da artırıcı yönde etkiler yaratabilmektedir. Kısa vadeli sermaye girişleri kamu kesimince tüketildiği ölçüde makro dengeleri bozmaktadır (Aytekin, 1997: 3). Bu noktada bizatihi devlet, sermaye hareketleri üzerinden finansal sistemin bozucusu, spekülâtif hareketlere yön veren bir aktör olarak ortaya çıkmaktadır.

Ekonomik büyüme ve kalkınma sürecinde kısa süreli sermaye hareketlerinin çok sınırlı bir etkiye sahip olduğu bilakis çoğu zaman finansal krizler temelinde gelişen ekonomik krizlerin tetikleyicisi olarak büyüme ve kalkınma sürecini olumsuz etkiledikleri söylenebilir. Büyüme ve kalkınma sürecinde kısa süreli sermaye hareketlerinden çok dolaysız yabancı sermaye hareketlerinin belirleyici olduğu belirtilebilir (Alp, 2000:180-185). Doğrudan yabancı sermaye girişi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin varlığının ve niteliğinin araştırıldığı Latin Amerika'ya ilişkin bir çalışmada Latin Amerika'nın 1976-1982 döneminde yıllık yaklaşık % 4 büyüdüğü bu dönemde doğrudan sermaye girişinin ise GSYİH'ya oranının yıllık % 5 olduğu görülmüştür. Sermaye girişinin kıt olduğu 1982-1990 arası ise büyüme yıllık % 1,5'dan az

olurken, yabancı sermaye girişinin GSYH ya oranı % 1 in altından gerçekleşmiştir. 1991–1994 arası ise yıllık büyüme % 3,5 iken sermaye girişi % 6 civarından olmuştur. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme konusunda bu denli etkili olduğuna ilişkin ampirik bulgular yok denecek kadar azdır (Gavin, Hausmann, Leiderman, 1995: 2).

Kısa süreli sermaye hareketlerine yön veren finansal globalizasyonun gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerine doğrudan etkisi olduğunu ve makroekonomik değişkenlerde görülen volatilitiyi düşürdüğünü gösterir ampirik kanıtlar da yeterli değildir. Finansal globalizasyonun faydalarını maksimize etmek için kurumsallaşmış bir ekonomi yönetiminin ve istikrarlı politik bir yapının olması gerekmektedir (Prasad, ve diğerleri, 2003: 11).

Benzer biçimde küreselleşme ile birlikte hızlanan finansal piyasaların liberalizasyonu da özellikle gelişmekte olan ülkeler için hem bir takım fırsatlar sunmakta hem de ciddi tehditler oluşturabilmektedir. Kısa vadede kolay kazanç getiren spekülatif sermaye hareketlerinin istikrarsız yapısı nedeniyle güçlü mali sistemleri olmayan gelişmekte olan ülkeleri krizlere açık ve riskli duruma getirmektedirler(Danışoğlu, 2004: 43,56).

7. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarını Belirleyen Faktörlere İlişkin Ampirik Bulgular

Teorik kısımda da ifade edildiği üzere sermaye hareketliliğine yön veren faktörler yurt dışı ve yurt içi faktörler olmak üzere iki kısma ayrılmaktadır.

7.1. Veri ve Metodoloji

Yurt dışı faiz oranı (YFO; 1,5 ABD + EURO bölgesi üç aylık libor faiz oranlarından oluşturulmuş faiz oranı sepeti), ve yurt dışı sanayi üretim endeksi (YSUE; 1,5 ABD + EURO bölgesi sanayi üretim endeksinden oluşturulmuş sanayi üretim endeksi sepeti) sermaye hareketliliğini etkileyen yurt dışı faktörler olarak modele dahil edilirken, devlet iç borçlanma senetleri faiz oranı (DİBSF), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeksi (İMKB), bütçe açıklarının gayri safi milli hâsılaya oranı (BD), kamu dış borç stoku (KB), cari işlemler dengesinin gayri safi milli hâsılaya oranı (CD), kısa vadeli sermaye akımı (KVSG), değişkenleri de modele yurt içi faktörler olarak dahil edilmişlerdir. Çalışmada 1992-2006 yılları arasındaki üçer aylık datalardan yararlanılarak analiz yapılmış ve değişkenlerle ilgili seriler DPT (Devlet Planlama Teşkilatı) ve TCMB (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası) web sayfasından yararlanılarak oluşturulmuştur.

VAR analizinde değişkenlerin dıştan içe doğru sıralanması çalışmanın tutarlılığı açısından önemlidir. Değişkenlerin sıralaması Granger nedensellik testi yardımıyla yapılabileceği gibi teorik yaklaşımla da yapılabilmektedir. Granger nedensellik testinde gecikme uzunluklarına bağlı olarak nedenselliğin yönünde değişim olabilmektedir. Bu nedenle çalışmada teorik yaklaşıma bağlı olarak değişkenlerin dıştan içe doğru sıralaması yapılmıştır.

Ampirik analiz iki aşamada yapılmıştır. Birinci aşamada, değişkenlerin durağanlık testleri yapılmıştır. İkinci aşamada ise oluşturulan VAR modeline bağlı olarak değişkenlerin etki tepki analizleri ve varyans ayrışmaları yapılmıştır.

İMKB endeksi değişkeni zaman serisi geometrik değişim gösterdiğinden logaritması alınmıştır. Ayrıca cari işlemler dengesi değişkenlerinde mevsimsel etkiler gözlenmiş, fakat deterministlik kukla katsayılarının bu etkileri açıklamakta yetersiz olmaları sebebiyle söz konusu değişken için X11 yöntemi kullanılarak mevsimsel düzleştirme yapılmıştır. Bu işlemlerden sonra değişken, CDSA olarak isimlendirilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSG) ve bütçe açıklarının gayri safi milli hâsılaya oranı (BD) değişkenlerinin birim kök testi incelemesinde Ho hipotezi reddedilmiş ve serinin durağan olduğuna karar verilmiştir. Diğer değişkenlere ilişkin durağanlık testi sonuçları tablo'da sunulmuştur. Tablodan da görüleceği üzere sözkonusu değişkenler birinci farkları alındıktan sonra durağan hale gelmişlerdir.

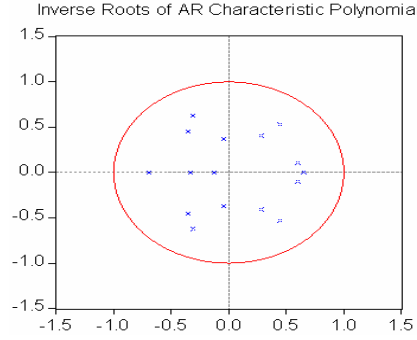
Tablo 1: Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	Test Seviyesi	Denklem Tipi	Test İstatistiği	Karar
YFO	Düzy	ADF(1)	$\tau_{ct} = -2,095$	I(1)
	İlk Fark	DF	$\tau = -4,618$	
YSUE	Düzy	ADF(1)	$\tau_{ct} = -2,071$	I(1)
	İlk Fark	DF	$\tau = -2,661$	
DİBSF	Düzy	ADF(3)	$\tau_{ct} = -3,460$	I(1)
	İlk Fark	ADF(1)	$\tau = -7,913$	
LİMKB	Düzy	DF	$\tau_{ct} = -1,206$	I(1)
	İlk Fark	DF	$\tau = -5,036$	
BD	Düzy	DF	$\tau_{ct} = -4,608$	I(0)
KB	Düzy	DF	$\tau_{ct} = -1,214$	I(1)
	İlk Fark	DF	$\tau = -6,000$	
CDSA	Düzy	DF	$\tau_{ct} = -3,422$	I(1)
	İlk Fark	DF	$\tau = -8,811$	
KSVG	Düzy	DF	$\tau = -3,979$	I(0)

MacKinnon(1996) tek taraflı kritik değerleri; $\tau_{0,05} = -1,946$ $\tau_{c,0,05} = -2,912$ $\tau_{ct,0,05} = -3,492$

VAR modeli için otokorelasyon meydana gelmeyen en küçük gecikme uzunluğu VAR(2) olduğundan, çalışma VAR(2) modeli ile yapılmıştır. Etki-tepki analizini görünmez sağlayan VAR

modelinin kökleri birim çember içerisinde yer almış (Grafik: 1) ve farklı varyanslara rastlanmamıştır



Grafik 1: Karakteristik Kökler

Oto korelasyon için LM testi yapılmış (bkz. Tablo 2) ve otokorelasyona rastlanılmamıştır.

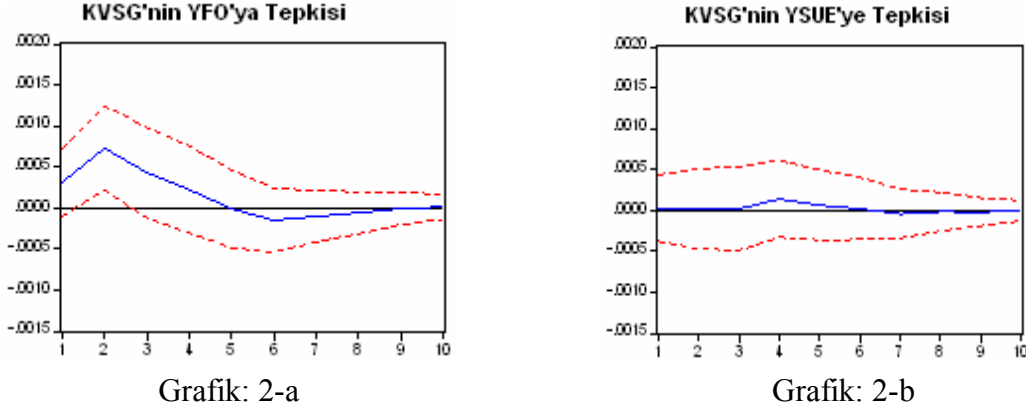
Tablo 2: Otokorelasyon LM Testi

Gecikmeler	LM-İstatistiği	Olasılık
1	49.59564	0.9072
2	63.49083	0.4945
3	43.30880	0.9780
4	71.07554	0.2539
5	65.50751	0.4242
6	73.98772	0.1844
7	51.74370	0.8646
8	61.37580	0.5699
9	55.60659	0.7634
10	56.41635	0.7387
11	53.28777	0.8278
12	64.98089	0.4423

Farklı varyans için çapraz terimler kullanılmayan white farklı varyans testinde de (Bkz, Tablo 3) varyansın zamana göre sabit olmadığı H_0 hipotezi reddedilmiştir

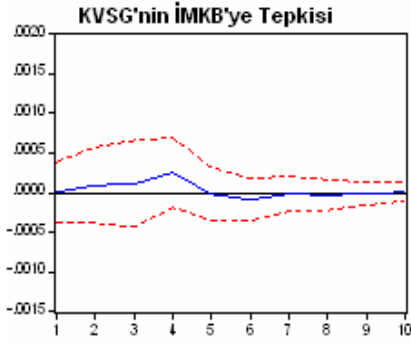
Tablo 3: White Değişen Varyans Testi

χ^2 İstatistiği	df	Olasılık
1116.366	1152	0.7692

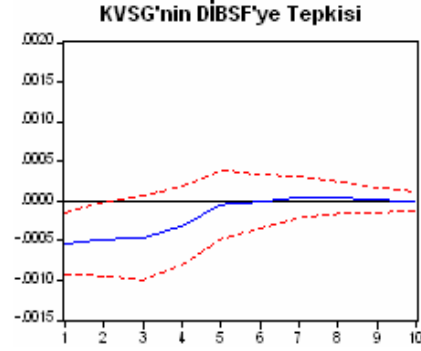


Grafik 2’de ise yurt dışı faiz oranları ve yurt dışı sanayi üretim endeksinde meydana gelen bir birimlik standart sapmalı şoka kısa vadeli sermaye akımlarının vermiş olduğu tepki gösterilmektedir. Grafik 2-a’ ya bakıldığında teorik beklentilerin aksine yurt dışı faiz oranlarında meydana gelen bir birimlik artış karşısında Türkiye’ye sermaye girişlerinde artış olduğu (ya da yurt dışı faiz oranlarında azalış yönlü bir şok karşısında Türkiye’den sermaye çıkışları olmaktadır) ve bu etkinin yaklaşık olarak beş dönem boyunca devam ettiği görülmektedir. 1990’lı yılların ikinci yarısından 2001 yılına kadar küresel konjonktürel dalgalanmaların bu sonuçların elde edilmesinde önemli faktörlerden biri olduğu söylenebilir. Özellikle 1997 Asya, 1998 Rusya ve 2000 yılında Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizlerin meydana getirmiş olduğu bulaşma etkisiyle Türkiye gibi yükselen piyasalardan da sermaye çıkışları olmuştur. Söz konusu dönemde yükselen piyasalardan sermaye çıkışları gerçekleşirken, ABD ve EURO bölgesindeki faiz oranlarının düşme trendinde olması, grafikteki sonuçları ortaya çıkaran önemli bir faktör olarak değerlendirilebilir.

Öte yandan gelişmiş ülkelerdeki sanayi üretim endekslerinin artmasının etkisi üç dönem sonunda pozitif yönlü olmaktadır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde sanayi üretim endeksi artışlarının gelişen piyasalara etkisi iki şekilde olabilmektedir. Bunlardan birincisi gelişmiş ülkelerde sanayi üretimindeki artışlardan doğabilecek enflasyonist baskıyı hafifletmek için bu ülkelerdeki faiz oranı artışları kısa vadeli sermayeyi bu ülkelere yöneltebilmektedir. İkinci etki gelişmiş ülkelerde sanayi üretim artışlarının doğurduğu servet etkisinin gelişmekte olan piyasalara sermaye akımlarını hızlandırması ile ortaya çıkmaktadır. Yukarıda grafik 2-b’den de izleneceği üzere, gelişmiş ülkelerdeki sanayi üretim endeksi artışları ikinci etkiye uygun biçimde Türkiye’ye kısa vadeli sermaye girişlerini düşük oranda da olsa olumlu etkilemiştir.



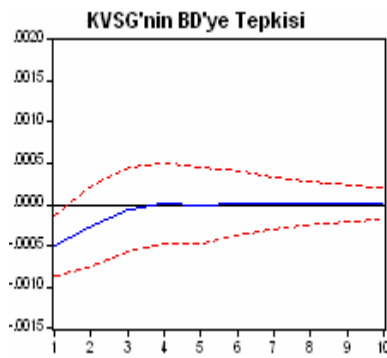
Grafik: 3-a



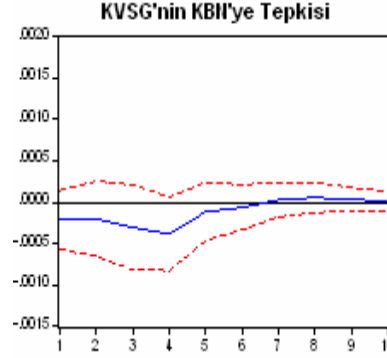
Grafik: 3-b

Grafik: 3

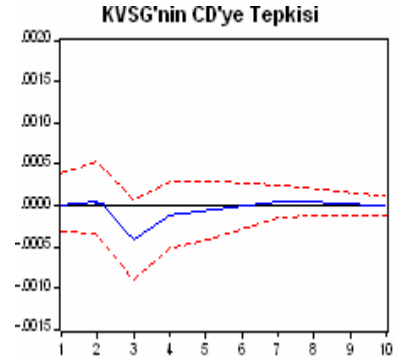
Kısa vadeli sermaye girişleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeksinde meydana gelen bir birimlik standart sapmalı şoka (teoriye uygun olarak) yaklaşık beş dönem pozitif yönlü tepki vermektedir. Fakat hazine bonusu faiz oranı artışları karşısında kısa vadeli sermaye akımları yaklaşık beş dönem (bkz. Grafik 3-b) negatif tepki göstermektedir. Bu durum, teorik çerçevede yapılan değerlendirmelerle örtüşmemektedir. Fakat, Türkiye’de 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen krizlerin ardından makro ekonomik sorunların derinleşmesi, belirsizliğin artması ve yükselen risk primleri bir yandan faizlerin hızla yükselmesine (devlet iç borçlanma senetleri ortalama aylık faiz oranları 1994 krizinde yaklaşık %300, 2001 krizinde ise yaklaşık %193 düzeyine çıkmıştır) öte yandan ise yoğun sermaye çıkışlarına yol açmıştır. Bu hususun Grafik 3-b’de gözlemlenen sonucun ortaya çıkmasında etkili olan unsurlardan biri olduğu söylenebilir.



Grafik: 4-a



Grafik: 4-b



Grafik: 4-c

Grafik: 4

Grafik:4 ise bütçe açıklarının gayri safi milli hâsılaya oranı, kamu dış borçları ve cari işlemler dengesinin gayri safi milli hâsılaya oranı değişkenlerindeki şoklara karşı kısa vadeli sermaye akımlarının tepkilerini göstermektedir. Bütçe açıkları ve kamu dış borçlarındaki artışlar karşısında kısa vadeli sermayenin tepkisi negatif yönlüdür. Bilindiği gibi kronik bütçe açıkları ve yüksek kamu borç düzeyleri birtakım ekonomik istikrarsızlık unsurlarının temel nedenleri arasında

gösterilmektedir. Bu bağlamda söz konusu değişkenler bir istikrarsızlık unsuru olarak ele alındığında, özellikle de kontrol edilebilir ve sürdürülebilir niteliklerini yitirdiklerinde yüksek reel faizlere rağmen kısa vadeli sermaye girişleri için de önemli bir tehdit olarak ortaya çıkabilmektedirler. Öte yandan nispi bir istikrarın olduğu ekonomik yapıda sürdürülebilir bir bütçe açığı ve kamu borç düzeyi neden oldukları yüksek reel faizler nedeniyle kısa vadeli sermaye girişleri için önemli bir saik de olabilirler.

Cari işlemler dengesinde meydana gelen olumsuzluklara kısa vadeli sermaye akımları negatif yönlü tepkiyi bir dönemli gecikme ile vermektedir (Grafik 4-c). Ekonomik yapının birtakım kırılmalara sahip olduğu gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye’de cari işlemler açıkları belli bir düzeye ulaştıktan sonra, yüksek oranlı bir devalüasyon beklentisi oluşmakta ve belki bir mali kriz göstergesi olarak algılanabilmektedir. Bu bağlamda sürdürülebilirliği tartışmalı hale gelen cari açılara kısa vadeli sermayenin negatif yönlü tepki vermesinin doğal olduğu söylenebilir. Merkez bankası tarafından yürütülen düşük kur, yüksek reel faiz politikası ile ortaya çıkan kontrol edilebilir düzeylerdeki cari açıklara ise kısa vadeli sermayenin pozitif yönlü tepki verebileceğini söylemek mümkündür.

Tablo 4: Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Varyans Ayrışım Tablosu

Periyot	Std. Hata	İten Faktörler		Çeken Faktörler					
		DYFO	DYSUE	DDIBSF	DLIMKB	BD	DKBN	DCDSA	KVSG
1	0.00157	4.07158	0.04030	11.6979	0.00104	10.3017	1.87744	0.08757	71.9223
2	0.00189	17.7030	0.03761	14.4457	0.24875	9.05818	2.44351	0.27641	55.7867
3	0.00208	18.9560	0.04309	16.9368	0.47950	7.59869	4.19485	4.17634	47.6146
4	0.00218	18.2752	0.46370	17.4159	1.75188	6.90810	6.93833	4.06869	44.1780
5	0.00219	18.1808	0.54900	17.3650	1.75119	6.87929	7.18577	4.11960	43.9692
6	0.00219	18.5017	0.55576	17.2370	1.90644	6.83534	7.22006	4.08969	43.6539
7	0.00220	18.6474	0.58589	17.2164	1.90604	6.81364	7.20698	4.12292	43.5005
8	0.00220	18.6688	0.58935	17.2158	1.92188	6.79980	7.24835	4.15488	43.4010
9	0.00220	18.6609	0.59502	17.2121	1.92571	6.79919	7.26435	4.16045	43.3821
10	0.00220	18.6640	0.59515	17.2108	1.92646	6.79903	7.26605	4.16020	43.3782

Tablo 4 kısa vadeli sermaye değişkenindeki değişimin yüzde olarak ne kadarının kendi gecikmeli değeri, ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığını göstermektedir. Tablodan da görüleceği gibi 10 dönemlik periyotta ilk dönemde kısa vadeli sermaye akımlarının %71’i kendisi tarafından açıklanmaktadır. Beşinci döneme kadar bu oran giderek azalmakta ve bu dönemde %43 olarak gerçekleşmektedir. 5. dönem ile 10 dönem arasında önemli bir değişme meydana gelmemektedir. Buradan hareketle 10. dönemde Türkiye’ye kısa vadeli sermaye akımlarının yaklaşık %40’ının kendi gecikmeli değerleri tarafından, %60’ının ise diğer iten ve çeken faktörler tarafından açıklandığını ifade edebiliriz. İten faktörler

içerisinde yurt dışı faiz oranlarının etkisi ilk dönemde %4 iken, 2. dönemde bu oran yaklaşık %18 seviyesine ulaşmakta ve tüm dönemler boyunca %18 seviyesinde kalmaktadır. Yurt dışı üretimin etkisi ise tüm dönemler boyunca %1 seviyesine bile ulaşamamaktadır. Kısa vadeli sermaye akımlarındaki değişmelerin nedenlerini açıklayıcı unsurlardan ikincisi ise çeken faktörlerdir. Çeken faktörlerden en önemlisi hazine bonosu borçlanma faiz oranlarıdır. 1. dönemde faiz oranlarının açıklayıcı etkisi %11,6 iken, 4. dönemde %17,4 seviyesine çıkmış ve daha sonraki dönemlerde de bu düzeydedir. Çeken faktörlerden ikincisi ise bütçe açıklarıdır. İlk dönemde bütçe açıklarının etkisi %10 iken daha sonraki süreçte bu etki azalmış ve 10. dönemde %6 seviyesine düşmektedir. Çeken faktörler içerisinde üçüncü açıklayıcı değişken kamu dış borç stoku olarak görülmektedir. Kamu dış borç stokunun açıklayıcı etkisi 1. dönemde yaklaşık %2 düzeyinde iken, 10. dönemde yaklaşık olarak %7 seviyesine çıkmaktadır. Cari işlemler dengesi değişkeninin açıklayıcı etkisi ise ilk iki dönemde %1 düzeyinin altında iken 3. dönemden itibaren %4 seviyesine çıkarken, daha sonraki dönemlerde de bu seviyesini korumaktadır. Çeken faktörler içerisinde en düşük etkiye sahip değişken ise İMKB değişkenidir. Tablo 5'ten de görüleceği gibi tüm dönemler boyunca bu değişkenin açıklayıcı etkisi %2'nin altında kalmaktadır.

Özet olarak sermaye akımlarının nedenlerini açıklayan değişkenler içerisinde çeken faktörlerin iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip olduğu söylenebilir. 10 dönemlik periyotta ilk dönem için iten faktörler yaklaşık olarak %4, çeken faktörler %24 oranında açıklayıcı etkiye sahiptir. Daha sonraki dönemlerde hem iten hem de çeken faktörlerin daha belirleyici oldukları görülmektedir. 10. dönemde iten faktörlerin açıklayıcı etkileri yaklaşık %19, çeken faktörlerin ise yaklaşık %37 düzeyindedir.

8. Sonuç

Gerek küreselleşme sürecinin etkileri gerekse gelişmekte olan ülkelerin finansman sorunları özellikle son 20 yıldır sermaye hareketliliğinin hacmini inanılmaz boyutlara taşımıştır. Ulus ötesi etkileriyle de bu hareketlilik nedenleri ve sonuçları temelinde kuramsal ve ampirik düzeyde birçok çalışmaya konu olmuştur. Bütçe açıklarıyla birlikte yüksek kamu borçlanma gereksinimi ve yüksek reel faizler gelişmekte olan ülkelerin çoğunda görülen ekonomik istikrarsızlık unsurlarının temel nedenleri olarak ele alınmaktadır. Düşük kur politikasının da etkisiyle kısa süreli sermaye hareketlerinin ilgili ülkelere yoğun bir giriş yaptığı söylenebilir. Gerek açıkların finansmanındaki etkisi gerekse ani çıkışları sonucu yarattığı yıkıcı etki ile kısa süreli sermaye gelişmekte olan piyasalar ve ülkeler bakımından son derece önemli bir konudur.

Sermaye hareketliğine yön veren değişkenler içsel ve dışsal faktörler başlıkları altında incelenmektedir. Çeken faktörler olarak da tanımlanan içsel faktörler ulusal makro ekonomik değişkenlerden oluşurken dışsal (iten) faktörler ise uluslararası makro ekonomik göstergelerden oluşmaktadır. Devlet uyguladığı iktisat ve maliye politikaları ile bu değişkenler üzerinde etkili olurken sermaye girişlerini teşvik eden yasalar veya kısıtlanmasını öngören tedbirlerle de daha doğrudan bir biçimde ilgili süreçte aktif rol almaktadır. Bu doğrudan tedbirlerle ki bunların başında Tobin vergisi gelmektedir, tümüyle kontrolsüz biçimde hareket eden kısa süreli sermaye hareketlerinin ekonomik yapıda meydana getireceği tahribatın azaltılması ve kontrol edilebilir hale getirilebilmesi öngörülmektedir. Böylesi bir vergileme ile öncelikle kısa süreli sermaye hareketlerinin kontrol altına alınması ve volatilitésinin azaltılması hedeflenmektedir.

Çalışmanın ampirik kısmında kamu açıkları, kamu dış borç düzeyi, faiz oranı, cari açık ve İMKB endeksi sermaye hareketliliğine yön veren içsel faktör olarak ele alınırken, ABD faiz oranı ve sanayi üretim endeksi de dışsal faktör olarak alınmıştır. Modelin etki tepki fonksiyonu sonuçları yurt dışı faiz oranlarında meydana gelen bir birimlik artış karşısında Türkiye'ye sermaye girişlerinde artış olduğunu göstermektedir. Teorik çerçeveye uygun olmayan bu sonucun ortaya çıkmasında Asya, Rusya ve Latin Amerika ülkelerinde yaşanan krizlerin etkili olduğu söylenebilir. Gelişmiş ülkelerdeki sanayi üretim endeksi artışlarına kısa vadeli sermayenin verdiği tepki düşük oranda da olsa üç dönem sonunda pozitif yönlü olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye girişleri, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası endeksinde meydana gelen bir birimlik standart sapmalı şoka pozitif yönlü, hazine bonusu faiz oranı artışlarına ise negatif yönlü tepki vermektedir. Hazine bonusu faiz oranlarındaki artışa kısa vadeli sermaye girişlerinin teorik beklentilere aykırı biçimde negatif tepki vermesinde Türkiye'de 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen krizlerin ardından makro ekonomik sorunların derinleşmesi, belirsizliğin artması ve risk primlerinin yükselmesinin etkilerinden söz edilebilir.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin bütçe açıkları ve kamu dış borçlarındaki artışlar karşısında tepkisi negatif yönlüdür. Söz konusu değişkenler bir istikrarsızlık unsuru olarak ele alındığında, özellikle de kontrol edilebilir ve sürdürülebilir niteliklerini yitirdiklerinde yüksek reel faizlere rağmen kısa vadeli sermaye girişleri için de önemli bir tehdit olarak ortaya çıkabilmektedirler. Kısa vadeli sermaye akımlarının cari işlemler dengesinde meydana gelen olumsuzluklara tepkisi de bir dönemli gecikme ile negatif yönlü olmaktadır.

Kısa vadeli sermaye girişlerinin varyans ayrışım tablosu incelendiğinde ise kısa vadeli sermaye girişlerinin kendi gecikmeli değerinin dışında en fazla etkili olan diğer değişkenler, yurt dışı ve yurt içi faiz oranları olduğu görülmektedir. İlk dönemde yurt dışı faiz oranı % 4 yurt içi faiz oranı % 11 düzeyinde etkili olurken sonraki dönemler boyunca her iki değişken de yaklaşık % 17’ler düzeyinde etkili olmaktadır. Genel olarak çeken faktörlerin iten faktörlerden daha fazla etkiye sahip olduğunu söyleyebiliriz. 10 dönemlik periyotta iten faktörler ortalama %17, çeken faktörler ise ortalama %31 oranında kısa vadeli sermaye girişleri üzerinde etkili olduklarını söyleyebiliriz.

Kaynakça

- Akdiş, Muhammet, (2004) "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", **Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yıl:6, Sayı:36, s.36-48.
- Alantar, Doğan, (2003) Sıcak Para Hareketleri ve Tobin Vergisi, **Yaklaşım Dergisi**. Yıl 11, Sayı. 130, s.84-90.
- Alp, Ali (2000) **Finansın Uluslararasılaşması**, Yapı Kredi Yayınları, İstanbul.
- Altinkemer, Melike, (1995) **Capital Flows: The Turkish Case**, The Central Bank of The Republic of Turkey Research Department Discussion Paper No: 9601, s.1-23.
- Árvai, Zsófia, (2005). “Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU’s New Member States”, **IMF Working Paper**, WP/05/213.
- ATO, (2003) ATO’nun 17.04.2003 ve 14.05.2003 tarihli basın açıklaması, www.atonet.org
- Aydın, M.Faruk, (2002) **Türkiye’de Kamu Kesimi İç Borçlanmasının Bankacılık Sektörü Bilançolarına ve Risklerine Olan Etkileri**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:13.
- Aytekin, Turgay, (1997)“Kamu Açıkları ve Yabancı Sermaye Girişi Üzerine Etkileri”, **Finans Kulüp**.
- Baek, In-Mee (2006) “Portfolio Investment Flows To Asia And Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?” **Journal of Asian Economics** 17, s.363–373.
- Calvo, Guillermo A.; Leiderman, Leonardo and Reinhart Carmen M. (1993) “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, **Inter-American Development Bank Working Paper**, No.302.
- Carlson, Mark and Hernández, Leonardo (2002) “Determinants and Repercussions of The Composition of Capital Inflows”, **Board of Governors of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers**, Number 717
- Damışoğlu, Ayşe Çelikel, (2004) Küreselleşmenin Gelir Eşitsizliği ve Yoksulluk Üzerindeki Etkileri”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Dergisi**, s. 35-59.
www.iticiu.edu.tr/yayin/dergi_5.htm_9k (Erişim: 13.04.2007)
- Dodd, Randall (2004) “Managing the Economic Impact from Foreign Capital Flows”, **UN Discussion Paper**.

- DPT, (2000) "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Özel İhtisas Komisyonu Raporu", **Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı**, <http://ekutup.dpt.gov.tr./yabancis/oitk532.pdf> (Erişim: 10.02.2007)
- Economic Report on Africa, (2006) **Capital Flows and Development Financing in Africa**, Economic Commission for Africa
<http://www.uneca.org/ecaresources/publications/book/erra2006/index.htm> (Erişim: 2.05.2007)
- Ercan, Metin, (2003) "Döviz yatırımcısı ne bekliyor", **Radikal**, 29.9.2003
- Fernández-Arias, E., (1996) The New Wave Of Private Capital Inflows: Push Or Pull? **Journal of Development Economics**, 48, s.389-418.
- Frankel, J.A., Okongwu, C., (1996) "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence", **International Journal of Finance Econ.**, Vol.1, s.1-24.
- Gavin, Michael, Hausmann, Ricardo, Leiderman, Leonardo, (1997) "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues" **Inter-American Development Bank Working Paper** No. 310
- Gökbel, Doğan, (2002) "Uluslararası Bir Vergi: Tobin Vergisi", www.eso-es.net (Erişim: 03.04.2007)
- Gürlel, Can Fuat (2003). "Sıcak para nasıl önlenir", **İTO Ticaret Gazetesi**, 5.10.2003
- Hernandez, Leonardo; Mellado, Pamela and Valdes, Rodrigo (2001). "Determinants of Private Capital Flows in The 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion?", **IMF Working Papers**
- IMF Survey, (1999) "Study Examines Causes, Consequences, and Policy Responses to Capital Flows" www.imf.org/external/pubs/ft/survey/1999/0400599.pdf (Erişim: 10.03.2007)
- IMF, (2006) "World Economic Outlook" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/index.htm> (Erişim: 02.09.2007)
- Kar, Muhsin ve Kara, M. Akif (2003). "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler", **DTM Dergisi**, Sayı:29,
<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/ED/TanitimKoordinasyonDib/sermaye20hareketleri.doc> (Erişim: 02.04.2007)
- Karluk, Rıdvan (1996). **Uluslararası Ekonomi**, Beta Basım Yayım, İstanbul.
- Kim, Yoonbai (2000). "Causes of Capital Flows in Developing Countries", **Journal of International Money and Finance** Vol.19, 235–253
- Kirmanoglu, Hasan ve Özçiçek, Ömer (1999). "The Effect of Short-Term Capital Inflow on the Turkish Economy", **Yapı Kredi Economic Review**, Volume 10, Number 1.
- López-Mejía, Alejandro (1999). "Large Capital Flows Causes, Consequences, and Policy Responses" **A Quarterly Magazine of the IMF**, V.36, Number 3
- Mody, Ashoka; Taylor, Mark P. and Kim, Jung Yeon (2001). "Modelling Fundamentals For Forecasting Capital Flows To Emerging Markets", **International Journal of Finance and Economics**, Vol.6, s.201–216
- Montiel, P.,& Reinhart, C. (1999). "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flow? Evidence from the 1990s." **Journal of International Money and Finance**, s.619–635.

- Mussa, Michael; Swoboda, Alexander; Zettelmeyer, Jeromin and Jeanne Olivier, (1999). “Moderating Fluctuations in Capital Flows to Emerging Market Economies”, **A Quarterly Magazine of the IMF**, V. 36, Number 3.
- Onaran, Özlem, (2007). “Capital Flows, Turbulences, and Distribution: The Case of Turkey” <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/YazilarUye/OnaranDec07.pdf> (Erişim: 06.04.2007)
- Özgen, Ferhat Başkan, (1998). “Globalleşme Sürecinde Türkiye’de Finans Piyasalarının Gelişimi”, **Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayını, 26-28 Kasım 1998, İzmir, ss 47-79. http://www.econturk.org/Turkiye_ekonomisi/finans.pdf (Erişim: 28.03.2007)
- Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, Jin Wei, Shang- and Kose, M. Ayhan, (2003). “International Monetary Fund Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence” **IMF Occasional Papers**, No 220 <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf> (Erişim: 19.03.2007)
- Raffer, Kunibert, (1998). “The Tobin Tax: Reviving a Discussion”, **World Development**, Vol:26, No:3, s.529-538.
- Ralhan, Mukesh, (2006). “Determinants of Capital Flows: A Cross-Country Analysis” **Econometrics Working Paper**, EWP0601, ss.1-15.
- Salisu, Mohammed, (2005). “Capital Flows and Current Account sustainability in African Economies”, **United Nations Economic Commission for Africa Workshop**, Ghana, ss.1-21.
- Sayılgan, Şevket, (1998). “Kamu ve Özel Sektör İçin Finansman Problemi Çözüm Önerileri Mali Liberalizasyon ve Olumsuz Etkileri”, **Finans Dünyası**, Ocak 1998, ss.83-85.
- Seyidoğlu, Halil, (1993). **Uluslararası İktisat: Teori Politika ve Uygulama**, Gizem Yayınları, İstanbul.
- Seyidoğlu, Halil, (1999). **Ansiklopedik Ekonomik Terimler Sözlüğü**, Kurtiş Matbaacılık, İstanbul.
- Taylor, Mark P. and Sarno Lucio (1997). “Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants”, **The World Bank Economic Review**, Vol. 11, 451–70
- Tobin, James, (1978). “A Proposal for International Monetary Reform”, **Eastern Economic Journal**, Vol. 4(3-4), July/October 1978, s.153-159
- Yeldan, Erinç, (2004) **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İletişim Yayınları, İstanbul.
- Uzunoğlu, Sadi, Alkin, Kerem ve Gürlesel, Fuat, (1995). **Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye**, İMKB Araştırma Yayınları, İstanbul.
- www.ispanyol.com “Türkiye’de Finansal Sermaye Kontrollerine Yönelik Çözüm Önerileri” http://www.ispanyol.com/finansal_sermaye_kontrolleri/finansalsermayekontrolleri.asp (Erişim: 03.01.2008)