T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL EKONOMİ ANABİLİM DALI
FİNANSAL EKONOMİ PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

DİDEM BARAN

İZMİR – 2017

T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL EKONOMİ ANABİLİM DALI
FİNANSAL EKONOMİ PROGRAMI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

DANIŞMAN: YDR. DOÇ. DR. ÖZHAN TUNCAY

DİDEM BARAN

İZMİR – 2017

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "Gelişmekte Olan Ülkelerde Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri" adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

06/02/2017

DİDEM BARAN

İmza

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ

DİDEM BARAN

İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Finansal Ekonomi Anabilim Dalı

Finansal serbestleşme ile birlikte ülkelere yönelik sermaye akımlarında artış yaşanmıştır. Bu sermaye akımları aynı zamanda makroekonomik göstergeler üzerinde etkilidir. Çalışmada özellikle spekülatif yapıya sahip olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin piyasaya ani giriş çıkış yapmasıyla makroekonomik göstergeleri etkilemesi incelenmiştir.

Bu çalışmanın amacı; küreselleşme ile gelişen sermaye hareketlerini araştırmak ve Türkiye ekonomisinin 2014 yılı verilerini analiz ederek gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini 2005 yılıyla kıyaslayarak göstermektir. Geçiş olasılıkları matrisi yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda karar matrisi elde edilmiş ve Türkiye enflasyon oranı ve kur değişimi açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı bulunmuştur.

Anahtar Kelimeler: kısa vadeli sermaye hareketi, finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkeler, makroekonomik etki, önlemler

ABSTRACT

Master Thesis

SHORT TERM CAPITAL FLOWS IN DEVELOPING COUNTRIES

DİDEM BARAN

İzmir Kâtip Çelebi University

Graduate School of Social Sciences

Departman of Financial Economy

With financial liberalization, there has been an increase in capital currents intended for countries. There capital currents are also effective on macroeconomical signs. In this study, short term capital flows have been analyzed especially those have speculative structure effecting macroeconomical signs by suddenly entering and getting out of market.

The target of this study is to search capital movements growing with globalization and by analyzing Turkey's economy 2014 data to show short term capital flows macroeconomical effects for developing countries, comparing to 2005 year. As a result of the analysis done by using transition probability matrix method decision matrix has been obtained and Turkey has disadvantage against other countries in terms of inflation rate and exchange rate but has advantage in terms of interest rate.

Keywords: short term capital flows, financial liberalization, developing countries, macroeconomical effect, measure

İÇİNDEKİLER

YEMİN METNİ……... I
TEZ ONAY SAYFASI……..……. II
ÖZET…… III
ABSTRACT……. IV
İÇİNDEKİLER……. V
KISALTMALAR……. VIII
TABLOLAR LİSTESİ……. IX
GRAFİK LİSTESİ…… X
EK LİSTESİ……. XI
GİRİŞ…… 1

1. BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE KURAMSAL TEMELLERİ

1.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Tanımı 3

1.2. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Bileşenleri 6

1.3. Sermayenin Küreselleşmesi 9

1.3.1. Sermayenin Küreselleşmesinin Etkileri 10

1.3.2. Sermayenin Küreselleşmesinin ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi 13

1.4. Ödemeler Bilançosu 13

1.4.1. Ödemeler Bilançosunun Ana Hesapları 15

1.4.1.1. Cari İşlemler Hesabı 15

1.4.1.2. Sermaye ve Finans Hesabı 17

1.4.1.3. Resmi Rezervler Hesabı 17

1.4.1.4. İstatistikî Farklar Hesabı 18

1.4.2. Ödemeler Bilançosu ile Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin 20

İlişkisi

1.5.Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerini Etkilemesi 20

1.5.1. Dış Denge-Döviz Kuru İlişkileri 20

1.5.2. Döviz Kurunun Etkileri 21

1.6.Faiz Oranlarinin Kısa Vadeli Sermaye Hareketine Etkisi 21

1.6.1.Faiz Oranı Arbitrajı 22

1.6.2. Fisher Etkisi 22

1.7. Hedge Fonlar ve Kısa Vadeli Sermaye İlişkisi 23

1.8. Türkiye ve Sermaye Hareketleri 24

2. BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE KISA VADELİ SERMAYEYİ KONTROL ETMEYE YÖNELİK BAŞLICA ÖNLEMLER

2.1. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri 27

2.1.1. Döviz Kuruna Etkisi 29

2.1.2. Ödemeler Bilançosuna Etkisi 30

2.1.3. Tasarruflara ve Yatırımlara Etkisi 30

2.1.4. Enflasyona Etkisi 31

2.1.5. Faizlere Etkisi 31

2.1.6. Ekonomik Büyümeye Etkisi 32

2.1.7. Finansal Piyasalara Etkisi 32

2.2. Kısa Vadeli Sermayeye Yönelik Önlemler 33

2.2.1. Tobin Vergisi 33

2.2.1.1 Tobin Vergisi'nin Kavramsal Çerçevesi 33

2.2.1.2. Tobin Vergisi'nin Spahn Versiyonu 35

2.2.2. Sermaye Kontrolüne Yönelik Diğer Önlemler 36

3. BÖLÜM

KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ MODELLEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1. Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Girişi Karar Modeli 51

3.2. Kısa Vadeli Sermaye Girişi Karşılaştırma Matrisi 52

3.3. Kısa Vadeli Sermaye Girişi İçin Karşılaştırmalı Karar Matrisi 56

3.4. Karar Kriterlerine Göre Kısa Vadeli Sermaye Girişi 58

SONUÇ VE ÖNERİLER 63

KAYNAKÇA 66

EK 84

KISALTMALAR

ÇUŞ: Çok Uluslu Şirketler

GSMH: Gayrisafi Milli Hâsıla

GSYİH: Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla

IMF: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)

KVSH: Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

OECD: Organisation for Economic Co- Operationand Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

UVSH: Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri

TABLO LİSTESİ

Tablo I: Türkiye Ödemeler Dengesi Analitik Sunumu 19
Tablo II: Yüzdelik Vergi Oranları Değişimine Göre Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranları 34
Tablo III: Literatür Özeti 50
Tablo IV: Ülkelerin 2014 Yılı İstatistikleri 51

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: TCMB Uluslararası Rezervleri 18
Grafik 2: Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Zamana Göre Değişimi 25
Grafik 3: Türkiye'de Özel Sermaye Akımları 26
Grafik 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Hareketleri 28
Grafik 5: Türkiye ile Diğer Ülkeler Arasındaki Faiz ve Enflasyon Oranı Farkları 54
Grafik 6: Türkiye ve Diğer Ülkeler Arasındaki Döviz Kuru Değişim Farkları 55
Grafik 7: Türkiye ile Diğer Ülkeler Arasındaki Faiz, Enflasyon, Kur Değişimi Üstünlükleri 57
Grafik 8: 2014 Yılında Diğer Ülkelerden Türkiye'ye Girişi Sağlanabilecek Portföy Sermayesi 60
Grafik 9: 2005 Yılında Diğer Ülkelerden Türkiye'ye Girişi Sağlanabilecek Portföy Sermayesi 61
Grafik 10: 2005- 2014 Portföy Sermayesi Değişimi 62

EK

Ek 1: Analiz Kodları 78

GİRİŞ

Ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlamak için ülkeler hem ülke içinde sermaye yaratmak hem de yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek isterler. Yatırımcılar da birikimlerini artıracakları dış ülkelere aktararak daha fazla gelir elde etmek isterler. Bu şekilde ülkeye gelen ve ülkeden çıkan fonlar sermaye hareketlerini oluşturur. 1989'da "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar" ile sermaye hareketlerine yönelik kontrollerin kaldırılmasıyla sermaye hareketleri serbestleşmiş ve sermaye hareketlerinin piyasada dolanımı artmıştır. Bu serbestleşme etkisiyle ülkelere, sermaye hareketlerinin daha riskli kısmını oluşturan kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen borç yapısı kısa vadeli olmaktadır. Kısa vadeli sermaye hareketi 1 yıldan daha az dönemlik kaynak girişi özelliği taşıdığı için yatırımlara dönüşmezler. Bu durum sıcak para olarak adlandırılan kısa vadeli sermaye girişlerinin, makroekonomik değişkenler üzerinde olumsuz etki yapmasına yol açmaktadır. Ayrıca kısa süreli sermayenin aniden çıkış yaptığında piyasada yarattığı dalgalanma, finansal krizlere neden olmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırım çekmekte zorlanmaktadır. Doğrudan yatırım çekmekte zorlandıkları için kısa vadeli sermaye, ülkelerin kalkınma çabalarına yardımcı olacaktır. Bu bakımdan kısa vadeli sermaye girişi en azından ülkenin ihtiyaç duyduğu temel girdileri ithal etmesini mümkün kılabilmektedir.

Bu bilgiler ışığında, sermaye hareketlerinin riskli kısmını oluşturan kısa vadeli sermaye hareketlerinin araştırılmasının önemli olduğu sonucuna varılmaktadır. Bu çalışmanın amacı; küreselleşme ile artan sermaye hareketlerini araştırmak ve Türkiye ekonomisine ait 2014 verilerini analiz ederek gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik etkilerini 2005 yılıyla kıyaslayarak göstermektir.

Bu çalışma aşağıdaki gibi planlanmıştır: Çalışma temel anlamda üç bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölümde, kısa vadeli sermaye hareketleri (KVSH) ele alınmıştır. İkinci bölümde, KVSH'nin makroekonomik etkilerine değinilmiştir. Son bölümde ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin, Türkiye üzerine etkisi ekonometrik yöntem yardımıyla analiz edilmiştir. Veriler tanıtılırken analiz sonuçları da bu bölümde yorumlanmıştır. Sonuçta 2014 yılında Türkiye'nin enflasyon oranı ve döviz kuru açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı olduğu görülmüştür. Ayrıca diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı da tespit edilmiş ve bu veriler 2005 yılıyla karşılaştırılmıştır.

I. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE KURAMSAL TEMELLERİ

1.1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN TANIMI

Sermaye; gelir yaratma yeteneğine sahip olan ulusal veya uluslararası ölçüdeki her türlü fiziksel veya mali varlık olarak tanımlanmaktadır (İktisat Terimleri Sözlüğü, 2011:372). Ülkeler bu amaçla ve ekonomik büyüme ile kalkınmayı sağlamak için sermaye yaratmak veya yurtdışındaki sermayeyi kendi ülkelerine çekmek isterler. Sermaye sahibi olanlar da birikimlerini artırmak için birikimlerini daha fazla gelir elde edecekleri ülkelere aktarmak isterler (Pamuk, 2006: 1). Böylelikle ülkeye giren ve ülkeden çıkan bu fonlar, sermaye hareketlerini oluşturmaktadır. Sermaye hareketi; ulusal sınırları tanımayarak ülkeye gelen veya ülkeden giden fonlardır (Karaca, 2010: 158–161). Yurtiçi tasarruf açığını kapatarak, ulusal ekonominin dünya ekonomileri arasında liberalizasyonuna yardımcı olmaktadır (Karakayalı, 2009: 485).

Klasik teoriye göre sermaye hareketliliği yararlıdır. Sermaye hareketi sayesinde ülkeler kısıtlı olan tasarruf hacimlerini yatırım yapmak için dış kaynak çekerek genişletecek, yatırımcılar farklılaştırdıkları portföyler sayesinde risklerini dağıtabileceklerdir (Ercan, 2000: 32).

Neo-klasik teoriye göre, sermaye kârlılık oranı gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre daha fazla olduğu için bu verimliliğin dengeli biçimde dağılması amacıyla sermaye akımları; sermayenin yoğun olduğu gelişmiş ülkelerden, sermayenin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleşir. Sermaye hareketleri Türkiye'de 1990'lı yıllardan sonra da gelişmekte olan ülkelere doğru olmuştur (Adanur, 2002: 37). Sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılarak sermaye hareketlerinin serbest dolanımı sağlandığında, bu sermaye hareketliliğinden

zengin ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler yararlanabilecektir. Bu süreçte, dünya refahı artmış ve optimal kaynak dağılımı sağlanmış olacaktır (Kazgan, 2000:173).

İlk olarak McKinnon (1973) ve Shaw (1973) tarafından finansal serbestleşme kuramı ortaya konulmuştur. Türkiye'de ise finansal piyasaların serbestleşmeye başlaması 24 Ocak 1980 kararları ile olmuştur (Yılmaz, 2011). 1989'da "Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 Sayılı Karar"ın yayımlanmasıyla kısa vadeli sermaye Türk finans piyasasına girebilmiştir. Bu karar ile sermaye hareketleri ve döviz işlemleri serbest hale gelmiştir. Türkiye'de uluslararası sermaye hareketlerine yönelik denetimler ve kontroller kaldırılmıştır (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 18). 32 Sayılı Karar ile getirilen temel düzenlemelerdeki amaç, gelişmekte olan ülkelerde yetersiz olan yatırımlar için gerekli finansman ihtiyacını karşılayarak büyümeye katkıda bulunmaktır (Gürbüz, 2006: 30-31). Ayrıca finansal serbestleşme; sermayenin verimliliği düşük olan bölgelerden, yüksek olan bölgelere doğru akmaktadır. Böylece sermaye verimliliği dengeli biçimde gerçekleşmektedir (Seyidoğlu, 2013: 56). Finansal serbestleşme sonrası kısa süreli sermaye, gelir elde etmek için kur ve faiz arbitrajına bağlı olarak bir ülkeden diğerine kolaylıkla geçiş yapabilmektedir (Karacan, 2014: 771). Zira serbestleşme sonrasında finansal sermayenin dünya çapındaki dolanımı hızlanmış, bu tarz sermaye akımları gelişmekte olan ülkelerin pazarlarına yönelmiştir. Ekonomiye büyük miktarda spekülatif nitelikli ve kısa vadeli sermaye girişi yaşanmıştır.

Kısa vadeli sermaye hareketi; faiz veya döviz ara kazancından; arbitrajdan yararlanmak için 1 yıla kadar olan dolaylı yabancı sermaye yatırımı ve döviz tevdiat hesabı biçiminde sermayenin bir ülkeden diğerine hareketidir (İktisat Terimleri Sözlüğü, 2011:267). Kısa vadeli sermaye hareketi, faiz ve arbitraj kazancı sağlamak için sermayesi bol olan ülkeden, kıt olan ülkeye hareket eder (Eser, 2012: 13). Bu bakımdan sermaye akımlarının nedeni; getiri farkıdır (Adanur, 2002: 37). Geri ödeme zamanı 1 yıldan az olan sermaye akımlarına denir. Kısa süreli sermaye yatırımları 30, 60, 90 günlük sürelerden oluşur (Seyidoğlu, 2013: 95). Bu sermaye akımın maliyeti fazladır ve kısa dönemli kaynak girişi niteliğinde olduğundan yatırımlara dönüşmemektedir. Bu bakımdan tüketim eğilimini arttırmaktadır (Yentürk, 2000: 29).

Uzun vadeli sermaye hareketinin vadesi bir yıldan fazladır, borç geri ödemelerini, borç vermelerini ve yurt içi borçlanmaları içeren bir kalemdir (Eser, 2012: 13). IMF, Dünya bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar, yatırım bankaları ve diğer kuruluşlar uzun vadeli kredilere kaynak sağlamaktadır (Elbir, 2010: 10-11).

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, uzun vadeli sermaye hareketlerinden tek farkı vadesi değildir. Kısa vadeli sermaye hareketleri paraya daha kolay dönüştürülebilme özelliğine sahip olduğundan ve piyasaya ani giriş çıkış yapabileceğinden; "sıcak para" olarak adlandırılır. Sıcak Para; portföy yatırımı, net hata noksan kalemi, kısa vadeli sermaye akımlarının toplamından oluşur. Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkelerin finansal varlıklarının getirilerini göz önüne alarak; tahvil, bono, hisse senedi gibi portföy yatırımlara yönelirler. Bu tür finansal varlıkların likiditesi çok yüksektir ve her an tekrar uluslararası para birimine çevrilerek bulunduğu ülkeyi terk etmesi kısa zamanda gerçekleşir. Bu para tipinde belirsizlik vardır, piyasaya ivedilikle girip çıkabilir. Kısa vadeli sermaye hareketi ile ülkeye sermaye girdiğinde ani çıkış olabileceği için döviz kurundaki değişkenlik daha yüksektir. Bu durum ülkenin makroekonomik göstergeleri üzerinde olumsuz etki yapmaktadır. Uzun vadeli sermaye hareketleri ise yöneldikleri ülkede kalıcı yatırımlar yaparak; fabrika, iş yeri, şube vb. kuruluşlar ile uzun vadede kâr elde etmeyi amaçlarlar. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin asıl amacı yüksek getiri sağlayabilmektir. Bu bağlamda da kalıcı yatırımlar dediğimiz uzun vadeli yatırımlardan ayrılırlar (Şimşek, 2007: 2).

Finansal kriz; finansal marketlerdeki güvensizlik sonucu, sermaye piyasalarında ekonomik aktivitelerin aniden kesilmesidir (Mishkin, 2001: 2). Kısa süreli sermaye, piyasaya hızlıca girip çıkabildiğinden piyasada dalgalanmalar meydana gelir. Bu dalgalanmalar finansal krizlere neden olur. Türkiye'de 1994, 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 krizlerinde; uluslararası kısa süreli sermaye ani çıkışlar gerçekleştirmiştir. Bu bakımdan döviz fiyatlarında, faizde, borsada panik havası yaratarak piyasa şoklarını büyütmüştür (Akdiş, 2004: 36-48).

1.2. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN BİLEŞENLERİ

KVSH; özel ve resmi sermaye hareketlerinden oluşmaktadır.

Özel Sermaye Hareketleri: Büyük işletmelerin, başka ülkelerin pazarlarına yönelik ticari faaliyetlerinden doğan doğrudan yatırımlar, risklerini minimuma indirmek için bireysel ve kurumsal yatırımcıların yaptıkları portföy yatırımlar, uluslararası sermaye ve para piyasalarından sağlanan ticari amaçlı krediler olmak üzere 3'e ayrılmaktadır.

A. **Doğrudan Yabancı Yatırımlar**: Sermaye ve işletmeci bilgisi, teknoloji, kontrol yetkisini veren yatırımlara denmektedir. Bu tarz yatırımların amacı; ülkede firmayı satın almak, onun için kuruluş sermayesi yaratmak veya firmanın sermayesini artırmaktır (Karluk, 2002: 639). Demirel (2006)'e göre; doğrudan yabancı yatırımlar, ekonomide yerleşik olan işletmenin başka bir ülkede uzun süreli olarak ilişki kurarak yatırım yapmasıdır.

Doğrudan sermaye yatırımları geçmişte işsizliği azaltmak, düşük maliyetle yüksek üretim sağlamak, hammaddeyi ucuza almak, sermaye açığını engellemek, döviz rezervini arttırmak, günümüzde de rekabeti sağlıklı hale getirmek, insan kaynaklarını iyileştirmek, gelişmiş ülkelerden ekonomik destek almak, dışa açık hale gelmek açısından önemli yer tutmuştur (Karluk, 1983: 14).

Doğrudan sermaye yatırımı yeni teknoloji elde etmek açısından da cazip görülmektedir. Doğrudan yabancı sermaye, üretim için kullanılacak makine, teçhizat, yedek parça ile diğer malzeme şeklinde teknolojik altyapı yaratmak amacıyla ülkeye girmektedir (Çetin, 2008: 8). Doğrudan yabancı yatırımlar kısa vadeli sermayeye tercih edilmektedir. Bunun nedenlerinden biri, doğrudan yabancı yatırımların ardından yönetim becerilerini ve yabancı teknolojiyi getirmesi, böylece verimliliği artırarak, büyümeye destek olmasıdır. Ayrıca gelişmekte olan ülkenin koşulları kötüleştiğinde oluşan sermaye çıkışları, doğrudan yabancı yatırımları daha az etkilemektedir ve doğrudan yabancı yatırımların büyümeye katkıda bulunma olasılıkları daha yüksek gerçekleşmektedir (Glick, 1998: 22).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını günümüzde en fazla çok uluslu şirketler (ÇUŞ) gerçekleştirmektedir. Bu firmalar, birçok ülkede faaliyette bulunmaları bakımından değişik para birimleriyle çalışmaktadırlar. Bu nedenle döviz kurlarında oluşabilecek belirsizlik ve hareketlilik, ÇUŞ'ların üretim yeri tercihinde ve

kârlılığında etkili olabilmektedirler (Gövdere, 2003). Manop ve diğerleri, gelişmekte olan 16 ülke için 1990-2002 döneminde döviz kuru ile doğrudan yabancı yatırımların arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır; döviz kurunda yaşanacak bir artışın doğrudan yabancı yatırımları geciktirdiği, döviz kurunda yaşanacak bir düşüşün ise bu yatırımları arttırdığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir (Udomkerdmongkol vd., 2006).

B. Portföy Yatırımları: Ev sahibi ülkeye ait sermaye piyasasından, yabancı yatırımcının tahvil ve hisse senedi almasıyla gerçekleştirdiği mali işlemdir (Tezcanlı vd., 1994: 8). Kazgan'a göre para üzerinden para kazanmak, portföy yatırımlarındaki amaçtır. Üretimi doğrudan desteklemedikleri için mevcut gelirden pay alma biçiminde oluşmaktadırlar. Yazara göre yapılan işlem, bilinen bir ifade ile sıfır toplamlı bir oyundur (Kazgan, 2005: 227).

1980-1990 yıllarında, gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımları yönelmiştir. Portföy yatırımın en temel özelliği riskli ve oynak olmasıdır. Riskli olmasının nedeni; fikirlerini aniden değiştiren yatırımcıların yatırımlarını ülkeden çekmeleridir. Yatırımcıların bir anda fikir değiştirmelerinde yatırım yapılan ülkedeki hisse senedi fiyatları, döviz kurları ve faiz oranları etkili olmaktadır. Portföy yatırımları faiz oranlarının yükselmesi, hisse senedi fiyatlarının artması, ülke parasının değerinin düşmesi, bankacılık sektöründe meydana gelen likidite problemleri ve benzeri durumlarda ülkeden ayrılma eğiliminde olmaktadır. Bu bakımdan portföy yatırımları bulunduğu ülkenin ekonomisini bozabilmektedir (Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007: 208).

"Sıcak para" olarak da tanımlanan portföy yatırımları bu bakımdan kısa vadelidir. Eğilmez ve Kumcu (2011)'ya göre;

—Yurtdışında bulunan finans kuruluşundan alınmış krediler,

—Diğer ülke bankalarına yabancılar tarafından yatırılan mevduatlar,

—Kurumlardan veya Hazine'den çıkan bono ve tahvillere yatırım,

—Diğer ülkelerin borsalarındaki hisse senetlerini almak, sıcak paraya örnek gösterilmiştir.

Kazgan (2005)'e göre portföy yatırımları ülke dışından ülkeye veya ülkeden ülke dışına sınır tanımadan hareket ederken, ülkeye girişi esnasında ekonomi yapay biçimde büyümekte, ülkeden çıkışı esnasında ekonomik krizlere yol açmaktadır. Bu nedenle sıcak para hareketi, uluslararası finansal sistemin işleyişinde ülke ekonomilerine etkisi açısından zayıf halka görülmektedir. Kazgan'a göre (2005), 2002–2003 döneminde ülkeye gelen her 10 Doların ülkeden çıkışı 15 Dolar olarak yaşanmıştır.

Portföy yatırımının, doğrudan yabancı yatırımlardan farkı; bir piyasa işlemi ile ülkeye transfer yapılmasıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı yapan yatırımcının hedefi uzun vadelidir. Portföy yatırımlar daha geçicidir; bu bakımdan, ülkeyi daha çabuk terk etmektedirler. Portföy yatırımda yatırımcı yalnız sermayesini katarken, doğrudan yatırımda sermayeye ek olarak işgücü, makine, bilgi bulunmaktadır. Doğrudan yabancı yatırım çok uluslu şirketler tarafından yapılırken, portföy yatırımları finansal kurumlar, bireyler tarafından yapılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yapan yatırımcı şirket yönetimi üzerinde etkili olurken, portföy yatırımı yapan yatırımcı böyle bir denetim hakkından yoksundur (Seyidoğlu, 2013: 445).

Ülkeye giren sermaye portföy yatırımı şeklindeyse doğrudan yabancı sermaye yoluna göre daha risklidir. Çünkü portföy yatırımlarının yapısı gereği kısa vadeli olması yaşanacak dalgalanmaların, krizlere yol açabileceğini göstermektedir.

C. **Diğer Yatırımlar**: Ticari bankaların dış ticaret finansmanına yönelik olan uluslararası ödünç verme işlemlerinden oluşmaktadır. Kısa ve uzun vadeli sermaye hareketleri olarak iki gruptur (Caravcı, 2000).

Resmi Sermaye Hareketleri: Resmi krediler, uzun vadeli, piyasa koşullarından uzak ve düşük faizli kredilerdir (Pazarcık vd., 1989: 16).

Resmi krediler, ülkelerin kalkınmaları ile ilgilidir. Bu tür kredileri, resmi kurumlar yönlendirmektedir.

1.3. SERMAYENİN KÜRESELLEŞMESİ

Küreselleşme; ülke ekonomilerinin uyumu, ticaret bağlantılarının artması, dünyanın tek pazara yönelmesi demektir (Fischer, 2003: 2). Dünya üzerindeki bütün ulaşım ve iletişim olanaklarının çoğalması, buna bağlı olarak hizmet, mal ve finansal sermaye hareketliliğinin artması, tüketim ve üretim kalıplarının benzer hale gelmesi ile kültürel etkileşimin yoğunlaşmasına; "Küreselleşme" denmektedir (Karagül, 2010: 150).

Küreselleşme kavramı ilk olarak İngiliz İktisatçı W.Foter tarafından dünyadaki kaynakların kullanımını ve dağılımını konu alan 1833 yılı makalesinde kullanılmıştır. Sonradan bu kavram 4 Nisan 1959'da "The Economist" dergisinde yayınlanmıştır.1968'de Garett Hardin'in yazdığı kaynakların kullanımını ve paylaşımını konu alan çalışmasında yer almasıyla küreselleşme kavramı günümüzde etkin hale gelmiştir (Kıvılcım, 2013: 221).

Sermayenin küreselleşmesi; sermayenin ülkeler arasında serbestçe giriş çıkış yapabilmesi, piyasada dolanabilmesi, aksine bir uygulama ve kısıtlama bulunmamasıdır. Bu bakımdan küreselleşme, serbest ticarete dayanmaktadır (Karan, 2013: 47).

1914'ten sonra GSYİH 6 kat artmıştır. 2.Dünya Savaşı'nın etkisiyle dünya ticaretinde artış yaşanmıştır. Bunun etkisiyle 1914'e kadar dünya ticaretinde geçerli olan vergiler, ulaşım maliyetleri indirilmiştir (Bayar, 2008: 27).

1914-1950 arasında; 2.Dünya Savaşı'nın bitmesi ile dönem, küreselleşmenin aleyhine dönmüştür. 1914 1.Dünya Savaşı, 1929 Büyük Buhran, 1945 2.Dünya Savaşı ile küreselleşme duraksamıştır (Aktan ve Şen, 1999: 10). Bu dönemde ekonomik açıdan; korumacılık ve kendi kendine yeterlilik, siyasi açıdan; milliyetçilik gibi eğilimler oluşmuştur (Bayar, 2008: 26).

1950 ve 1980 sonrasında ise; 2.Dünya Savaşı gibi bir savaşın tekrar yaşanmaması adına siyasi küreselleşme, ticaret hacminin genişlemesiyle ekonomik anlamda küreselleşme ivme kazanmıştır (Bayar, 2008: 27).

1970'lerde yaşanan teknolojik gelişme de küreselleşmeyi hızlandırmıştır. İnternet birçok kişiyi,devletleri, özel kuruluşları birbirine bağlayan World Wide Web'i (www) meydana getirerek küreselleşmenin yaşanmasında büyük bir rol

oynamıştır (Aktan ve Şen, 1999: 12). Dünya Çapındaki Ağ (World Wide Web), bilgisayarlar aracılığıyla kurulmuş ve ortaya çıkışı ile teoride ve pratikte enformasyonu her yerde aynı anda kullanılabilir hale getirmiş, "seyahat"; kat edilecek "mesafe" kavramını geçersiz kılmıştır (Bauman, 2012: 21).

Küreselleşme ile sermaye akımlarının süreci, yapısı ve etkileri önemli oranda değişmiştir. Yaşanan değişim sürecinde toplam sermaye hareketleri artış göstermiştir. Bu sermaye hareketleri içinde de spekülatif nitelikli, faiz-kur arbitrajına dayanan, kolayca bir ülkeden diğerine geçebilen KVSH artmaya devam etmiştir (İnandım, 2005: 1-2).

1.3.1.SERMAYENİN KÜRESELLEŞMESİNİN ETKİLERİ

Küreselleşme ile gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında ve ekonomilerinde her bir ülke bakımından aynı oranda gelişme sağlanamamıştır. Küreselleşme gelişmekte olan bazı ülkelere büyük avantajlar sağlamış, bazı ülkelere ise olumsuz yönde etki yapmış; ekonomileri olumsuz etkilenen ülkelerin geleceğine yönelik tehdit haline gelmiştir. Hızlı biçimde küresel ekonomiye uyum sağlayan ülkeler küreselleşmenin faydalarından yararlanırken uyum gösteremeyen ülkeler sorun yaşamıştır (Karan, 2013: 48).

Sermayenin Küreselleşmesinin Olumlu Etkileri:

- Gelişen teknoloji ile gelir düzeyi yüksek olan insanlar hastalıklar, sosyal ve çevre ile ilgili sorunlarla daha iyi şartlarda mücadele edebilirler (Batmaz, 2012: 27-54).
- Küreselleşme, yaşam standardını yükseltmektedir. Çünkü refah artar ve yoksulluk azalmaktadır.
- Küreselleşme sayesinde insanlar birbirine yaklaşmaktadır. Böylelikle mekân ve zaman sınırları azalmaktadır.
- Küreselleşme rekabeti arttırmaktadır. Rekabetin artması, mal ve hizmet kalitesinin artmasını sağlamaktadır (Balay, 2013: 64). Rekabetin artmasıyla finansal piyasalar daha verimli çalışmaya başlamakta, böylelikle yatırımcılar

ile tasarruf sahipleri daha iyi imkânlara sahip olmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:6).

- Ülkeler sorunlarını savaş yerine, barışa dayalı çözümler ile gidermeyi tercih etmişlerdir (Şenses, 2004: 24).
- Ülkeler arasında ticaret bağlantılarının artması, ekonomik etkinliği arttırmaktadır.
- Sınır ötesi işletmelerin aralarındaki işbirliği gelişmektedir. Gelişen işbirliği, sermayeyi uluslararası alana kaydırmakta ve ulusal ekonomiler için önemli olan yabancı kaynaklı sermayenin önemini daha da arttırmaktadır (Erol ve Samsunlu, 2003: 72).
- Küreselleşme ülkeye yabancı sermayeyi çekerek yurtiçi yatırımları arttırmaktadır. Ayrıca yurtiçi yatırım harcamalarında ve tüketim harcamalarında yaşanacak dalgalanmaların neden olduğu riskleri önlemektedir (Güneş, 2007: 13).

Sermayenin Küreselleşmesinin Olumsuz Etkileri:

- Küreselleşme ile devletler ve toplumlar arasında bütünleşme yaşanmıştır. Güçlü devletlerle bütünleşen devletler, bu devletlere bağımlı hale gelmişler ve milli egemenlikleri, kültürleri ve yerel özellikleri sarsılmıştır. Büyük devletler siyasal, kültürel ve ekonomik açıdan etki altına almışlardır (Albayrak, 2012: 165-202).
- KFC, Burger King, McDonalds gibi insanların sağlığını tehdit eden fast food zincirlerinin yayılması olumsuz etkilerden biri olmuştur (Bahar, 2009: 290).
- Bütün ülkeler küreselleşmeden eşit oranda etkilenmediğinden küreselleşmenin en olumsuz etkisi; “sosyal haklar” olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler bu imkândan daha fazla yoksun kalmaktadır (Balkır, 2012: 240).
- Küreselleşme işsizliği arttırmaktadır ve gelir dağılımını olumsuz etkilemektedir (Balay, 2013: 66).
- Küreselleşme sonucu artan sanayileşme, gelişmekte olan ülkelerde meslek hastalığını ve iş kazasını arttırmıştır (Karadeniz, 2012: 18).

- Sermaye hareketleri, genellikle spekülatif nitelikli para hareketi biçiminde gerçekleşmesi ve arbitraj kazancı araması nedeniyle daha oynak, hareketli ve kısa vadeli olmaktadır (İnandım, 2005: 12–13).
- Ülkeler arasında sermaye hareketlerinin serbest dağılımı ile ülkeler resmi kanallardan doğrudan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmaya başlamışlardır. Böylelikle gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalara daha kolay girebilmiştir (İnandım, 2005: 12–13).
- Sermaye hareketleri arbitraj kazancına yönelik olduğundan bu sermayeler gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen yeni finans piyasalarına yönelmiştir. Kısa vadeli sermaye girişinin yaşandığı ülkelerin ulusal paraları değerlenmiş, bu ülkelerin döviz rezervlerinde büyük ölçüde birikim meydana gelmiştir (İnandım, 2005: 12–13).
- Küreselleşmenin sonucunda uluslararası sermaye akımları artar. Bu da uluslararası finansal sistemin istikrarsızlaşmasına yol açmaktadır (Adanur, 2002: 37).

Yukarıda anlatılan olumlu ve olumsuz etkilerin net olarak ayrılabildiği durumlar dışında iki etkinin birlikte gözlendiği bir takım görüşler de mevcuttur. Örneğin; iletişim ve bilgi teknolojisindeki ilerlemeler, fonların dünya ölçeğinde hareket etmesini kolaylaştırmıştır (Seyidoğlu, 2013: 68). İletişim teknolojisindeki ilerlemeler, yatırımcıları gelişen piyasalara yönlendirmiştir (Şimşek, 2007: 13). Teknolojideki bu gelişmeler kısa vadeli sermaye hareketlerini çeşitlendirmektedir. Ancak KVSH, kalıcı yatırımlara dönüşmediğinden ekonomiyi olumsuz etkileyebilmekte; yapacağı hızlı giriş çıkışlarla krizlere neden olabilmektedir (Akdiş, 2002: 22). Son olarak, Washington Politika Araştırma Enstitüsü'nden John Kavanagh şöyle demektedir: Küreselleşme, gelir düzeyi yüksek olan zengin insanların para kazanmasını hızlandırmıştır. Bu kişiler spekülasyon yapmak ve yüksek miktardaki paraları dünya çapında hareket ettirmek için en yeni teknolojiyi kullanmaktadırlar. Fakat bu son teknoloji gelir düzeyi düşük olan yoksul insanları etkilememektedir. Bu bakımdan Bauman (2012)'a göre, küreselleşme çelişkili bir kavram olmaktadır: Birçok insana önemli yararlar sağlarken, dünyanın üçte ikisini kenara itmektedir.

1.3.2. SERMAYENİN KÜRESELLEŞMESİ VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİ

Küreselleşme ile ülkeler arasında ulaşım alanındaki prosedür ve engellerin kalkmasıyla insanların bir ülkeden bir ülkeye geçişleri kolaylaşmış, ticari ilişkiler komşuluk ilişkileri ile gelişmiştir. Böylelikle sermaye hareketlerinin ülkelere giriş çıkışı hız kazanmıştır (Öcal ve Polat, 2012: 67-94). Küreselleşmenin ülkeler arasında sermaye hareketlerinin dolaşımını ve verimli dağılımını sağlaması, ülkeyi finans yönünden geliştirmesi, risk çeşitlendirmesi yapması bakımından birçok olumlu tarafının olduğu bilinmektedir (Türsoy, 2008: 218).

Küreselleşme ile sermaye devlet denetimine bağlı olmadan hareket etmeye başlamış, serbestleşmiştir. Bu serbestleşme, ülkeler arasında sermaye hareketliliği yaşanmasını sağlamakta ve dünya çapında yabancı yatırımlara olan talebi arttırmaktadır (Taşçı ve Demirbaş, 2011: 84–85). Bununla beraber tüketici davranışları benzerlik göstermeye başlamıştır. Sektörlerde, işletmelerde yaşanan gelişmeler, işletmeler arasındaki işbirliğini arttırmıştır (Eren ve Samsunlu, 2003: 72).

1.4.ÖDEMELER BİLANÇOSU (DENGESİ)

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ödemeler bilançosu denkleşmesinde etkili olmaktadır. Bu nedenle bu bölümde ödemeler bilançosuna değinilmiştir.

Bu bölümde farklı araştırmacılara göre ödemeler bilançosunun tanımları verilmiştir:

Ödemeler bilançosu, ülkelerin belirli dönemde her türlü dış ekonomik ve mali durumunu gösteren finansal tablodur. Ülkenin sermaye, hizmet, mal akımları gibi işlemleri nedeniyle dış dünyadan edindiği gelirlerin, dışa yaptığı ödemelere denk olup olmadığını gösterir (Seyidoğlu, 2013: 84).

Ödemeler bilançosunun tanımını IMF; yabancılar ve ekonominin yerlileri arasında oluşan ekonomik hareketlere bağlı transfer ödemelerin, değerlerin, rezervlerdeki değişikliklerin muhasebesel ve sistematik olarak tanımlandığı istatistiksel belge olarak yapmıştır (Karluk, 2011: 307).

Ödemeler dengesi, ülke sakinleri ile dış âlem sakinleri arasında gerçekleşmektedir. Ülkenin gelir gider durumunu gösterir. Ödemeler bilançosunda

genel kabul gören zaman; 1 yıldır (Seyidoğlu, 2013: 84). Ödemeler bilançosunda yerli karar birimlerinin aralarında oluşturdukları iktisadi hareketler yer almamaktadır. Bu hareketlerin ödemeler bilançosunda yer alabilmesi için hareketi oluşturan taraflardan birinin yabancı olması gerekmektedir (Yücel, 1973: 16).

Ödemeler dengesi tanımı bakımından, süresi bir yıldan az olan bütün sermaye girişleri kısa vadeli değerlendirilir. Örnek olarak ithalat veya ihracat finansmanı için alınan ya da verilen bir yıldan az süreli krediler gibi bütün ticari krediler verilebilir (Ekinci, 1997: 47).

Ekonomik işlem: Uluslararası ekonomik işlemler; dış dünya ile ilgili ülke arasındaki faktör, mal ve hizmet hareketlerini içermektedir. Faktör hareketleri; teknoloji, sermaye ve emekten oluşmaktadır. Hizmet akımları; müteahhit firmaların, bankaların yurtdışı ile yaptığı işlemlerdir.

Ülkede yerleşik olma durumu: Ekonomik faaliyetlerini başka ülkede devam ettiren kamu kuruluşları, kişiler, firmalardır. Örneğin; Bulgaristan'da uzun süreli oturan Türk işçileri yerleşik sayılmaktadır. Ülkede kalıcı olarak bulunmayanlar; turistler yerleşik değildir. Bu duruma istisna olarak diplomat, konsolosluk ve elçilik personeli gösterilebilir.

Alacaklı, borçlu işlemler: Ekonomik bir değerin yurt dışına çıkarılması veya ödemenin yapılması sonucunda ülke alacaklı olmakta, bu ülkenin vatandaşının ülkesine ödeme yapması ise onu borçlu duruma getirmektedir (Linhart, 1986: 366). Hizmet ve mal ihracı, dış dünyadan edinilen faktör gelirleri, alınan hibe ve bağışlar, yabancı sermaye girişi pozitif işaret ile alacaklı kaleme kaydedilmektedir. Hizmet ve mal ithali, dış âleme ödenen faktör bedelleri, yabancı sermaye çıkışları, yabancılara gönderilen hibe, bağış, borçlu işlemlerdir (Seyidoğlu, 2013: 87).

Ödemeler bilançosu, "Çift Kayıtlı Muhasebe Sistemi"ne göre tutulmaktadır: Ekonomik her işlem, ilgili ülkelerden birine hizmet ve malların devrini, diğer ülkeye de bu mal ve hizmetin karşılığı olan parasal kaynakları isteme hakkını vermektedir. Borçlu işlem; ilgili hesabın borç tarafına, başka hesabın alacak tarafına kaydedilmektedir. Alacaklı işlem ise ilgili hesabın alacağına, başka hesabın borcuna kaydedilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 87).

Ödemeler bilançosu muhasebesel olarak her zaman denk olmaktadır. Bilançonun aktif toplamı, pasif toplamına eşit olmaktadır. Bu bakımdan bir dengeyi ifade etmektedir. Fakat denkleştirici işlem yapılmadığında açık veya fazla ortaya çıkabilir; ödemeler bilançosunda denklik sağlanmış olsa da denge sağlanmamış olur. Döviz rezervi de, bu eşitsizlik kadar değişmektedir. Bu durumda bilançoda denkliği sağlamak için; bu değişmeyi ters kayıt ile "rezerv hareketleri" grubunda, bilançoya yansıtmak gerekmektedir (Eren, 2011: 178-179).

Ödemeler bilançosu açık verdiğinde, ülkenin ödeme gücünün bozulması anlamına gelmektedir. Açık veren ülkenin parası, yabancı ülke parası karşısında değer kaybetmiş demektir (Dinler, 2005: 514).

Ödemeler bilançosu işlemleri otonom işlemlerdir: Çünkü ödemeler dengesini sağlamak amacıyla işlem yapılmamakta, daha yüksek kâr amacıyla yapılmaktadır. Otonom işlemler; ticaret hayatının normal işleyişine göre gerçekleşen işlemlerdir. Bu işlemlere müdahale yapılamamaktadır. Ödemeler bilançosunda ekonomik anlamda bir açık ya da fazla yaratan kalemlerdir; dengesizlik meydana getirmektedirler. Bu nedenle; dengesizlik doğuran kalemler, otonom veya çizgi üstü işlemler denilebilir. Cari işlemler, sermaye, finans, net hata noksan hesabına giren kalemler bu niteliktedir. Denkleştirici işlemler ise; bu dengesizlik sonucu Merkez Bankası'nın döviz alıp satmasıyla dış rezervdeki değişmelere sebep olmaktadırlar. Resmi rezerv hesabı örnek verilebilir. Bu işlemler otonom işlemler dengesizlik meydana getirdiği için ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı; dengesizlik giderici işlemler, denkleştirici işlemler veya çizgi altı işlemler denilebilir.

1.4.1. ÖDEMELER BİLANÇOSU ANA HESAPLARI

Ödemeler bilançosunu anlamak ve kolayca kullanabilmek için yapılan işlemleri sınıflandırmak gerekmektedir. Bu sınıflandırma 4 hesap grubuna göre yapılabilmektedir.

1.4.1.1. CARİ İŞLEMLER HESABI

Cari işlemler hesabı; ülkede yaşayan bireyler ile diğer ülke yaşayanlarının aralarında yaptıkları hizmet ve mal satışının, bu hizmetlere ve mallara yaptıkları

ödemelerin, karşılıksız transferler ve net faiz ödemelerinin toplamından meydana gelmektedir (Bade ve Parkin, 2004: 504). Bu hesapta ülkenin ihraç ve ithal ettiği hizmetler ve mallar kayıtlıdır.

Cari işlem açığı varsa; ithalatın, ihracattan fazla olduğu söylenebilir. Bu durumda; milli gelir, istihdam düşmektedir. İhracat, ithalattan fazla olduğunda ise milli gelir artmaktadır. Bu bakımdan cari işlemler dengesi, GSMH ile ilişkili olmaktadır.

a) **Mal Ticareti**: Yabancı kişiler ile yerleşikler arasında değiştirilen bütün menkulleri kapsamasına ek olarak menkullerin kaydı el değiştirildikleri zamanda yapılmakta ve menkullerin değeri piyasa fiyatı üzerinden belirlenmektedir. Gümrük kapılarına kadar ihracatçı ülkenin mallara yönelik sunduğu hizmetler ihracat olarak, sınır ötesinde gerçekleştirilen hizmetler navlun olarak gruplandırılmaktadır (Ödemeler Dengesi, http://www.ekonomi.name/kavramlar/odemeler-bilancosu.html). Mal ihracatı döviz girişine yol açtığı için aktife, mal ithalatı döviz çıkışına sebep olduğu için pasife kaydedilmektedir. Toplam mal ihracatı ile toplam mal ithalatı arasında dengenin sağlanmasına; "dış ticaret bilançosu" denmektedir (Seyidoğlu, 2013: 90).

b) **Uluslararası Hizmetler:** Bu hesap gözle görülebilir bir özelliğe sahip değildir. Günümüzde görünmez kalemlerin önemli kısmı; yabancı sermaye yatırımlarının dividant ödemelerinden, gelir ve giderlerinden, faiz ödemelerinden oluşmaktadır (Karluk, 1998: 360). Ülkenin hizmet ihracı ve ithalatından oluşmaktadır. Uluslararası hizmetlere turizm örnek verilebilir. Turizm gelirleri aktife, turizm için yapılan harcamalar pasife kaydedilmektedir. Taşımacılık, inşaat hizmetleri, bankacılık ve sigortacılık, lisans bedelleri, kiralar, yurtdışı resmi hizmetler, komisyonlar örnek verilebilir (Seyidoğlu, 2013: 90).

c) **Uluslararası Faktör Gelirleri:** Yabancı sermayeye sahip şirketlerin yurtiçinde elde ettikleri kârları yurtdışına göndermeleri, ülkeye gelen yabancı yatırımlardan elde edilen paraların dışarıya gönderilmesi, dış borca verilen faizler örnek verilebilir.

d) **Tek Yanlı Transferler:** Bu kalemi, cari işlemler hesabı kapsamaktadır. Ülkenin hizmet-varlık-mal karşılığı olmaksızın, başka ülkelere yaptığı veya diğer ülkelerin karşılıksız şekilde bu ülkeye yaptıkları ödemeleri içermektedir (Ünsal, 2005: 73). Bağış ve hibeler örnek verilebilir. Bu bakımdan karşılıksızdır. Karşılığında herhangi bir ödeme yapılması gerekmediğinden tek yanlı transferler olarak adlandırılabilir (Seyidoğlu, 2013: 91).

KVSH, cari işlemler dengesinden şu şekilde etkilenmektedir: Cari işlemler fazlası durumunda sermaye ihracı, cari işlemler açığı durumunda sermaye ithali yapılmaktadır. Ödemeler bilançosunda yer alan KVSH'nin denkleştirici işlem, uzun vadeli sermaye hareketlerinin otonom işlem olduğu kabul edilmektedir. Denkleştirici işlemler, otonom işlemlerin neden olduğu döviz talebi ve arzı arasında oluşan dengesizlikleri gidermek amacıyla yapılmaktadır (Parasız, 1998, 188).

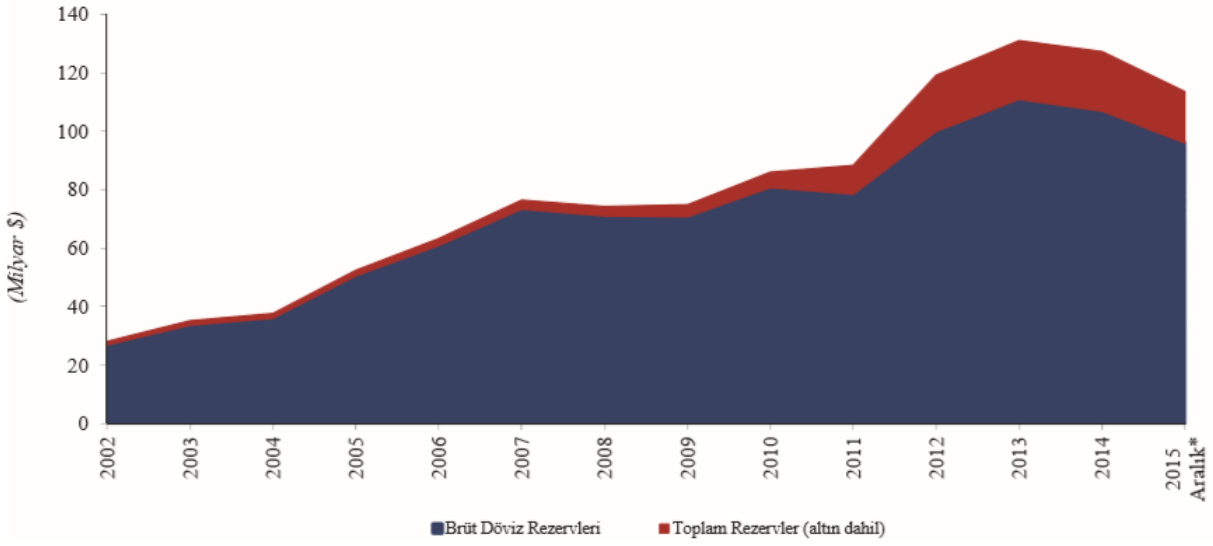
1.4.1.2. SERMAYE VE FİNANS HESABI

Sınır ötesi sermaye giriş, çıkışlarının kaydedildiği hesaptır. Ülkeye sermaye giriyorsa alacaklı, ülkeden sermaye çıkıyorsa borçlu işlem olmaktadır. Ancak kısa vadeli fon girişini alacaklı olarak kaydediyorsak zararlı olabilir. Çünkü kısa vadeli olduğu için güvenilmezdir ve fon çıkarken faiz ödediğimiz için ülkeden yurtdışına gelir transferi olmaktadır.

Sermaye hesabında; kısa ve uzun vadeli sermaye işlemleri kaydedilmektedir. Uzun vadeli sermaye hareketlerinde vade; 1 yıldan uzun iken, kısa vadeli sermaye hareketlerinde vade; 1 yıldan az olmaktadır.

1.4.1.3. RESMİ REZERVLER HESABI

Merkez Bankası enflasyon varken daraltıcı para politikası uygulamaktadır; piyasaya döviz sunmasına karşılık para alarak arzı azaltmaktadır. Durgunluk varken genişletici para politikası uygulamaktadır; piyasadan döviz satın almasına karşılık piyasaya para sürerek arzı arttırmaktadır. Merkez Bankası'nın yaptığı döviz alım satım işlemleri sonucunda ülkenin rezervlerinde değişme olmaktadır. Bu değişmeleri gösteren hesap; "Resmi Rezervler Hesabı"dır.



Kaynak: The Institute of International Finance, 2015 Raporu

Grafik 1: TCMB Uluslararası Rezervleri

Sermaye girişlerindeki azalma ve kurun artması sebebiyle TCMB'nın döviz müdahalesine paralel olarak 2015 yılında rezervler 8,5 milyar dolar azalmıştır (IIF, 2015).

1.4.1.4. İSTATİSTİKİ FARKLAR (NET HATA NOKSAN) HESABI

Gümrük bildirim beyannameleri sayesinde ihracat ve ithalatla ilgili bilgi sağlanmaktadır. Fakat firmaların kasıtlı olarak yanlış beyanda bulunmalarından veya operasyonel hatalardan dolayı, gerçekleşen ile gümrük beyannamelerindeki miktar aynı olamamaktadır. Bu işlemler net hata noksan hesabı içerisinde değerlendirilmektedir.Ayrıca ödemeler bilançosu kapsamında bazı işlemlerin yazılacağı hesap başlığında tereddüt olursa bu işlemler de net hata noksan kalemi içinde yer almaktadır.

Genel denge; cari işlemler, sermaye, finans, istatistikî farklar hesabının kümülatif toplamına eşittir ve rezerv hesabının ters işaretlisidir. Genel denge rakamı her zaman için mutlak değer hesabına eşit olmaktadır. Örneğin genel denge 4 milyar dolar ise rezerv hesabı -4 milyar dolardır.

ÖDEMELER DENGESİ ALTINCI EL KİTABI - ANALİTİK SUNUM (*)		2015	2016	2016	2016	2016
	(Milyon ABD Dolar)	Ocak-Mart	Ocak	Şubat	Mart	Ocak-Mart
A-	CARİ İŞLEMLER HESABI	-10.523	-2.232	-1.969	-3.677	-7.878
1.	İhracat	38.736	9.995	13.033	13.563	36.591
2.	İthalat	50.144	12.667	14.944	17.129	44.740
	Mal Dengesi	-11.408	-2.672	-1.911	-3.566	-8.149
3.	Hizmet Gelirleri	8.389	2.529	2.225	2.653	7.407
4.	Hizmet Giderleri	5.386	1.765	1.936	2.078	5.779
	Mal ve Hizmet Dengesi	-8.405	-1.908	-1.622	-2.991	-6.521
5.	Birincil Yatırım Kaynaklı Gelirler	1.184	383	294	620	1.297
6.	Birincil Yatırım Kaynaklı Giderler	3.664	817	1.010	1.343	3.170
	Mal, Hizmet ve Birincil Gelir Dengesi	-10.885	-2.342	-2.338	-3.714	-8.394
7.	İkincil Yatırım Kaynaklı Gelirler	362	110	369	37	516
B.	SERMAYE HESABI	-1	15	0	0	15
C.	FINANS HESABI	-2.933	-3.509	438	-4.061	-7.132
8.	Doğrudan Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	1.071	340	180	218	738
9.	Doğrudan Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	4.236	741	397	868	2.006
10.	Portföy Yatırımları: Net Varlık Edinimi	716	393	164	220	777
11.	Portföy Yatırımları: Net Yükümlülük Oluşumu	-1.033	-774	1.250	2.913	3.389
11.1.	Hisse Senetleri	-794	-261	444	999	1.182
11.2.	Borç Senetleri	-239	-513	806	1.914	2.207
12.	Diğer Yatırımlar: Net Varlık Edinimi	5.328	-1.552	4.513	661	3.622
12.1.	Merkez Bankası	0	0	0	0	0
12.2.	Genel Hükümet	0	104	0	0	104
12.3.	Bankalar	5.963	-1	3.148	1.106	4.253
12.4.	Diğer Sektörler	-635	-1.655	1.365	-445	-735
13.	Diğer Yatırımlar: Net Yükümlülük Oluşumu	6.845	2.723	2.772	1.379	6.874
13.1.	Merkez Bankası	-80	-19	-18	-27	-64
13.2.	Genel Hükümet	-313	-119	16	-493	-596
13.3.	Bankalar	8.731	2.463	2.077	-275	4.265
13.4.	Diğer Sektörler	-1.493	398	697	2.174	3.269
	Cari, Sermaye ve Finans Hesapları	-7.591	1.292	-2.407	384	-731
D.	NET HATA VE NOKSAN	3.958	-1.329	3.053	1.114	2.838
	GENEL DENGE	3.633	37	-646	-1.498	-2.107
E.	REZERV VARLIKLAR	-3.633	-37	646	1.498	2.107
14.	Resmi Rezervler	-3.633	-37	646	1.498	2.107
15.	Uluslararası Para Fonu Kredileri	0	0	0	0	0

(*) Geçici
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İstatistik Genel Müdürlüğü
Ödemeler Dengesi Müdürlüğü

Kaynak: TCMB, Ödemeler Dengesi ile İlgili İstatistikler, 2015

Tablo I: Türkiye Ödemeler Dengesi Analitik Sunumu

Türkiye'nin 2015 Ocak-Mart döneminde mal dengesi (görünür ticaret); ithalat ve ihracatın farkı olan -11.408 çıkmıştır. İthalat, ihracattan fazla olduğu için dış ticaret bilançosu açık vermiştir.

Mal, hizmet ve yatırım geliri dengesi -10.885 ve tek yanlı transfer olan 0.362 farkı-10.523; cari işlemler dengesini vermektedir. Cari işlemle, sermaye, finans, net hata noksan hesabını toplayarak genel denge elde edilmektedir: 3.633. Rezerv varlıklar da genel dengenin ters işaretlisi olduğundan -3.633 bulunmuştur.

1.4.2. ÖDEMELER BİLANÇOSU İLE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN İLİŞKİSİ

Ödemeler bilançosunda meydana gelen cari açık, kaynak sorununa neden olmaktadır. Rezerv düzeyi yeterli değilse kaynak sağlamak için dış kaynak kullanılmaktadır. Bu bakımdan uluslararası sermaye, ekonominin dış dengesizliğiyle ilişkilidir.

Ekonominin genel dengesi için ödemeler bilançosundaki sermaye hareketleri dengesi ile cari işlemler dengesi beraber ele alınmalıdır. Ekonominin genel dengesinde fazla/açık varsa bu farkı rezerv hareketleri hesabı ile denkleştirmek gerekmektedir (Dinler, 2005: 517). Sermaye hareketleri ile cari işlemler dengesi arasındaki ilişkiyi özetlemek gerekirse; ülkenin cari işlemler dengesi açık vermişse, genellikle bu açığı sermaye girişiyle kapatmak tercih edilmektedir. Bunun için yabancı sermaye teşvik edilmekte veya ülke dışından kredi alınmaktadır.Sermaye girişleri, kamu/özel sektörlerinin uluslararası borçlarındaki artışı; ödemeler bilançosundaki hesabının fazla vermesini ifade etmektedir (Calvo vd., 1993: 108-150).

1.5. DÖVİZ KURUNUN KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİ ETKİLEMESİ

"*Döviz kuru; ya bir birim yabancı para ile değiştirilebilen ulusal para miktarı ya da bir birim ulusal paranın karşılığı olan yabancı* para *tutarı*" biçiminde tanımlanır. Bu tanım aynı zamanda "dolaysız kotasyon" tanımı olmaktadır. Kurlar uluslararası piyasalarda genellikle dolaysız kotasyona göre belirtilmektedir (Seyidoğlu, 2013: 137-138).

KVSH ve reel döviz kuru birbirleri üzerinde etkili olmaktadırlar (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 30).

1.5.1. DIŞ DENGE-DÖVİZ KURU İLİŞKİLERİ

Mal ve hizmet ithalatı ve ihracatı ile tek yanlı transferler ve sermaye hareketlerinin bir kısmı; özellikle uzun dönemli olanlar otonom, sermaye

hareketlerinin bir kısmı; özellikle kısa dönemli olanlar ve resmi rezervdeki değişmeler denkleştirici işlem olmaktadır (Machlup, 1970: 69-71).

Döviz arz ve talebi arasındaki fark; ödemeler bilançosunun durumu bu da ilgili ülkenin ulusal parasının yabancı paralar karşısındaki durumu hakkında bilgi vermektedir. Döviz talebi, döviz arzından büyükse (aşırı döviz talebi); ödemeler bilançosu açığının olduğu söylenebilir (Walter,1968: 232, Öksüz, 1980: 152).

1.5.2. DÖVİZ KURUNUN ETKİLERİ

Sermaye girişinin yaşandığı ülkede uygulanan döviz kuru rejimine göre ilgili ülkenin parası değerlenmektedir. Sermaye girişinin yaşandığı ülkede esnek kur sistemi uygulanıyorsa sermaye girişi ulusal parayı değerlendirirken, sabit kur sistemi uygulanıyorsa doğrudan uluslararası rezervler artmaktadır (Yeldan, 2006: 50).

IMF'ye göre, spekülatif özelliğe sahip olan para ataklarından en çok etkilenen ülkeler, döviz kuru esnekliği düşük olan ülkelerdir. Ülkeler enflasyonist baskıyı azaltmak, dış rekabet gücünü korumak için gözetimli dalgalanmayı tercih etmektedirler. Ancak IMF gözetimli dalgalanmayı yeterli bulmamaktadır. Bunun sebebi; bu amaçların güçlü ve esnek bir mali piyasanın varlığına ihtiyaç duymasıdır. Bunun yanı sıra, dış borcu kısa vadeli sermaye ile karşılayan, reel döviz kuru aşırı değerlenmiş, mali sistemi zayıf olan ülkelerin spekülatif özellikli ataklara yakalandığı belirtilmektedir (IMF Research Department, 1997: 3).

Reel döviz kurundaki hareket, KVSH'ne neden olabilmektedir (Kıpıcı ve Kesriyeli, 1997: 1). Bu hareket, TCMB'nın ödemeler bilançosunu ve emisyon miktarını etkileyebilmektedir. Ayrıca kurları aniden yükseltebilmekte ve yatırımcıları olumsuz etkilemektedir. Ancak dalgalı kur rejiminde reel döviz kurları, KVSH'den aşırı derecede etkilenmemektedir (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 99).

1.6. FAİZ ORANLARININ KISA VADELİ SERMAYE HAREKETİNE ETKİSİ

Faiz oranları yükseldiğinde ülkeye sermaye girişi artmakta, düştüğünde ülkeden sermaye çıkışı hızlanmaktadır (Takım, 2010: 50).

Yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasalara göre yüksekse, sermaye girişi yaşanmaktadır (Takım, 2010: 50). Ancak ülke tam sermaye hareketliliği durumunda faiz oranını, dünya faiz oranından uzun süre farklı tutamamaktadır. Örneğin; ülke faiz oranını, dünya faiz oranının altında tutarsa fon talep edenler, bu ülkede borçlanacaklardır. Ülkede fon arz edenler ise diğer ülkelerden, yüksek getirisi olan menkul değer edinmek isteyeceklerdir. Böyle bir durumda sermaye çıkışı yaşanmakta ve ödemeler bilançosu açığı oluşmaktadır (Yıldırım vd., 2006: 232). Sermaye çıkışları, bankaların mevduat tabanını aşındırmaktadır. Bunun yanı sıra ticari bankaların, TCMB'na olan birincil rezerv talebini fazlalaştırmaktadır.

1.6.1. FAİZ ORANI ARBİTRAJI

Arbitraj; kâr elde etmek için menkul değer, ticari mal, döviz, hammadde, menkul değer veya benzeri ekonomik değere sahip varlığın fiyatının farklılık göstermesine bağlı olarak yapılan işlemdir (Seyidoğlu, 2013: 142).

Kurumlar veya bireyler, kısa vadede yatırım yapmak için tüm piyasaları araştırıp en fazla getiri sağlayacakları araçlara yatırımlarını yönlendirmektedirler. Bu yatırım araçlarını seçerken, faiz getirisinin yüksek olmasına ve risk düzeyinin minimum olmasına dikkat etmektedirler. En düşük faizle borçlananlar ise ödünç almak isteyenlerdir. Bunlar iç faiz oranları ile dış faiz oranlarını karşılaştırarak en düşük faizle borçlanmaktadırlar.

1.6.2. FISHER ETKİSİ

"Fisher Denklemi"; enflasyon oranı ve faiz oranının arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu kavram adını Irving Fisher'dan almıştır. Fisher, faiz oranı için 2 ayrım yapmıştır; reel faiz oranı ve nominal faiz oranı. Çünkü reel faiz oranı ile nominal faiz oranı, enflasyon oranı açısından değişiklik göstermektedir. Bu açıdan bakıldığında herhangi bir sebepten para arzının arttırılması, nominal faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Ancak reel faiz oranları etkilenmemektedir. Çünkü Fisher'a göre reel faiz oranı sabit olmaktadır. Nominal faiz oranlarının düşmesi ile ekonomide canlanma yaşanmakta, enflasyonda ve yatırımlarda artış yaşanmaktadır. Enflasyonun artmasıyla faiz oranları uzun vadede yükselmektedir. Böylece uzun

dönemde enflasyon, faiz oranları, parasal genişleme aynı seviyede gerçekleşmektedir (Fisher, 1930). Özet olarak, enflasyon ve nominal faiz oranı arasında uzun dönemli güçlü ilişki bulunmaktadır (Şimşek ve Kadılar, 2006: 109).

Fisher etkisi için farklı yorumlamalar vardır. Her ülkenin nominal faizi, reel bir getiri oranı ile beklenen enflasyonun toplamına eşit ise; Yurtiçi Fisher Etkisi'dir. İki ülkenin nominal faiz oranları farkı, bu ülkelerin beklenen enflasyon oranları farkına eşit ise; Genelleştirilmiş Fisher Etkisi'dir. Uluslararası Fisher Etkisi; faiz oranı ve döviz kuru arasındaki ilişkiye denmektedir. Buna göre ilgili ülkelerdeki nominal faiz oranları arasındaki farklar bu ülkelerin döviz kurlarındaki beklenen değişmelere eşit olmaktadır (Seyidoğlu, 2013: 183). Uluslararası Fisher Etkisi; sermaye piyasası dengesinin, reel faiz oranlarının ülkeler arasında eşit olması gerektiğini söylemektedir. Bu sağlanmadığı takdirde arbitraj ortaya çıkmaktadır. Sonuçta bu denge arbitraj yapan spekülatörler tarafından sağlanacaktır. Dengenin sağlanmasına rağmen nominal faiz oranlarındaki farklılığın nedeni, ülkelerin enflasyon oranlarının farklı olması gösterilebilir (Brealey vd., 1997: 647).

Yılancı (2009)'a göre, Fisher etkisi Türkiye'de geçerli olmamaktadır. Çünkü Fisher'a göre para politikası, reel faiz oranları üzerinde etkili olmamaktadır. Ancak TCMB, 2006'dan itibaren enflasyon hedeflemesi politikası uygulamaktadır. Buna yönelik gerçekleşen daraltıcı para politikası, reel faiz oranları üzerinde etkili olmuştur. Bu bakımdan Fisher etkisi, ülkede uygulanan para politikası ile ilişkilidir.

1.7. HEDGE FONLAR VE KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİ İLİŞKİSİ

Hedge teriminin anlamı "korunma" olsa da Hedge fon; yüksek riskli fon olarak tanımlanmaktadır (Anbar, 2009: 417). Hedge fonlar için, risk alarak yüksek düzeyde getiri arayan ve yalnızca varlıklı yatırımcılara yönelik olan riskli bir yatırım havuzu denilebilir (Lhabitant, 2006: 25). Halka uygun olmamasının nedeni; herkese açık olmamasıdır; yatırımcının varlıklı olması gerekmektedir. En düşük yatırım tutarı yüksektir. Geleneksel yatırım fonlarında 100-500 ile hesap açabiliyorken, Hedge fonlarında 100.000 $ ile 10 milyon $ ile hesap açılabilmektedir (Anson, 2002: 667).

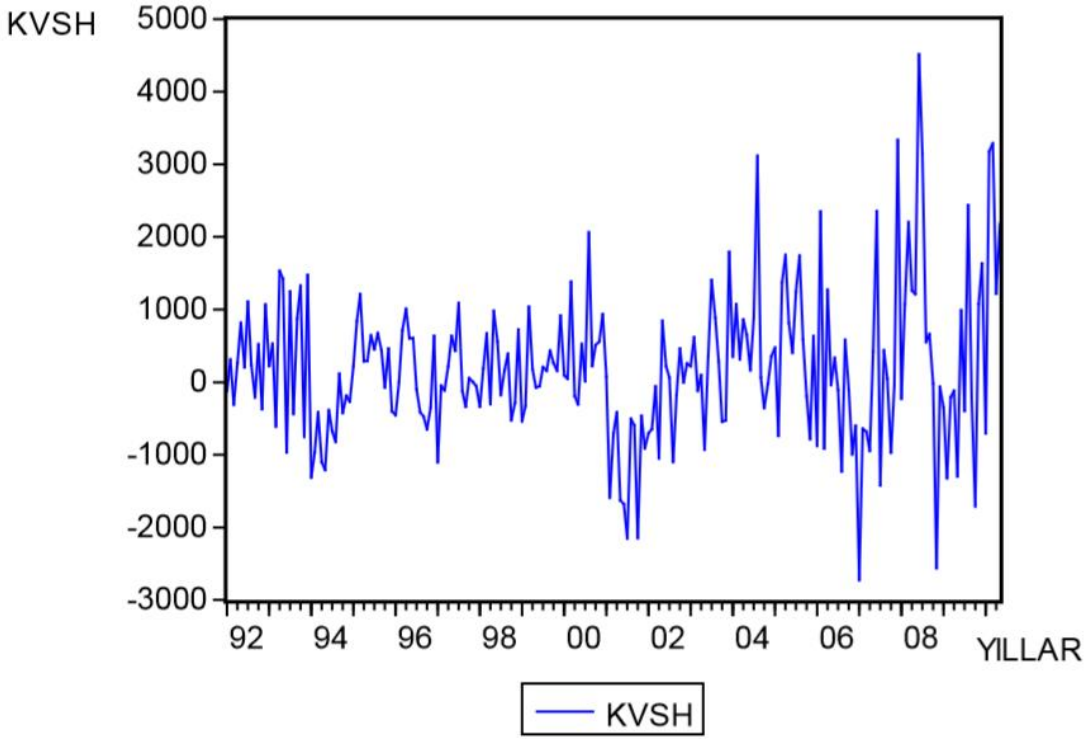
Alfred Winslow Jones 1949'da ilk Hedge fonu kurmuştur. Bu fonla menkul kıymete yatırım yapmıştır. Amacı; portföyünü riskten korumaktır (Çankaya, 2008: 2). Bu amaç doğrultusunda geliştirdiği teknik; uzun pozisyonda olan hisse senetlerine karşılık olarak diğer hisse senetlerini açığa satış yapması suretiyle karşı kısa pozisyon oluşturması, böylece elindeki hisse senetlerinin piyasa riskini finansal korumaya alması suretiyle ortadan kaldırmaktır (Küçüközmen ve Mazıbaş, 2005: 3).

Hedge fonlar, sıcak parayı yöneten kuruluşlardır. Sıcak paranın gelişmemiş bir ülkeye ani giriş çıkışı, sıcak paranın büyüklüğüne bağlı olarak piyasanın dengesini bozabilmekte ve krizlere neden olmaktadır. Krizler, Türkiye'nin finans sisteminin parçası olarak görülmektedir. Türk finans sisteminin Hedge fonlar karşısındaki zayıf yönü; risk ve getiri arasındaki ilişkinin çoğunlukla KVSH için cazip olmasıdır. Türk finans sistemi, Hedge fonlar nedeniyle birçok tehditle karşılaşmaktadır. Bunlardan biri; kısa vadeli fon hareketlerinin ekonomik dengeye yönelik bozucu etkileri olmaktadır. Türk finans sistemi Hedge fonlara karşı tedbir alırsa; ekonomik ortam KVSH'nden ziyade uzun dönemli sabit sermaye yatırımları için daha cazip hale gelebilecektir (Küçüközmen ve Mazıbaş, 2005: 11-15).

1.8. TÜRKİYE VE SERMAYE HAREKETLERİ

Ülkemiz 1980'e gelene dek içe dönük sanayileşme politikasını uygulamıştır. Türkiye bu politikayı 1978-1980 yıllarında yaşanan borç krizi ile terk etmiş, ihracata dönük büyüme stratejisi uygulamıştır. 1980'lerin başlarında ihracat performansındaki iyileşmeler, Türkiye'nin uluslararası sermaye piyasalarındaki güvenilirliğini arttırmayı sağlamıştır (Celasun vd., 1999: 10). Ülkemizde 24 Ocak 1980 Kararları ile sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla ekonomide genişleme meydana gelmiştir. Yabancılar için Türkiye'de doğrudan sermaye ve portföy yatırımında bulunmak basitleşmiş, yabancı sermayeyi teşvik edici yenilikler yapılmıştır. Böylelikle yurt dışında olan yerleşik kişilerin Türk menkul kıymet piyasalarında portföy oluşturabilmesi mümkün olmuştur (İstanbul Menkul Kıymet Borsası Araştırma Müdürlüğü, 1994: 2). 1990'larda Türkiye'de yaşanan KVSH'nde artış yaşanmış, talep kaynaklı bir canlanma yaşanmıştır. Finans sistemi, dış piyasalara bağlı hale gelmiştir. Ayrıca finansal açılım, yapısal ve finansal yeniliklere eşlik etmemiş, bu yeni rejim ortalama yaklaşık % 70 oranında yüksek ve kronik enflasyon

koşullarında başlamıştır (Celasun vd., 1999: 2). 1991'de yaşanan Körfez Savaşı, önemli boyutta kısa vadeli sermaye çıkışına yol açmıştır (Kaya, 1998: 107). Oluşan kamu açıkları, faiz oranlarını arttırmış, bu da sermaye girişine, ulusal paranın değerlenmesine, cari işlem açığına, son olarak 1994 krizine neden olmuştur (Ersoy, 2013: 38). Bu dönemde cari açık artmış; ülkenin kredi notu düşmüş ve yeniden sermaye çıkışı yaşanmıştır. Ülke ekonomisi kriz dönemine girmiştir. Bu durum yılın Nisan ayı istikrar programının uygulanmasına kadar sürmüştür (Tokat, 2009: 25-26).



Kaynak: Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 19

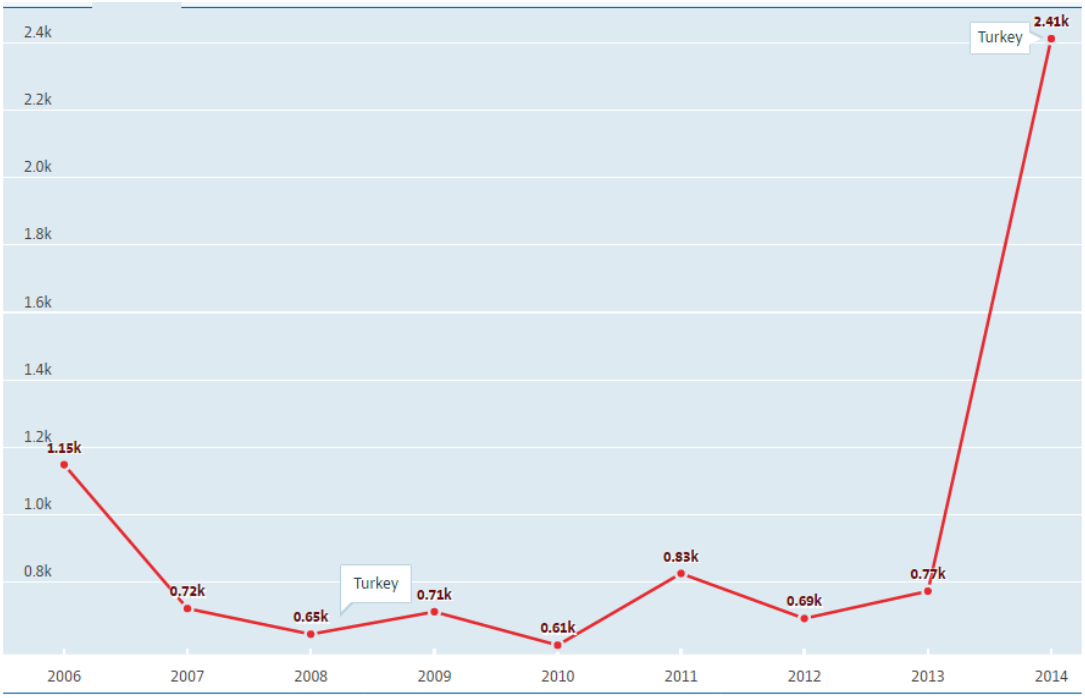
Grafik 2: Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Zamana Göre Değişimi

KVSH, krizin öncesinde artış eğilimine girmekte, krizde yön değiştirerek ekonomiyi olumsuz etkileyebilmektedir. Grafiğe göre 1994, 2000-2001 ve 2008 gibi kriz dönemlerinde KVSH, negatif bir seyir izlemiştir (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 19).

Türkiye'nin kısa vadeli diğer yatırımlarının gelişimine bakıldığında 1991, 1994, 2001, 2006 ve 2010 yıllarında kırılmalar yaşanmıştır. 1991'de ülkemiz Körfez Krizi'nin etkisinde kalmıştır. Benzer biçimde 1994-2001 döneminde yaşanan

sermaye çıkışlarının çoğunlukla kısa vadeli sermaye şeklinde olduğu görülmektedir. Serbestleşme sonrasında en büyük hacme sahip net sermaye çıkışı 2001'de olmuştur. Bu dönemde kısa vadeli sermayede de yüksek düzeyde net çıkışlar olmuştur (TCMB, 2011).

Total, Million US dollars



Kaynak: OECD, Distribution of Capital Flows

Grafik 3: Türkiye'de Özel Sermaye Akımları

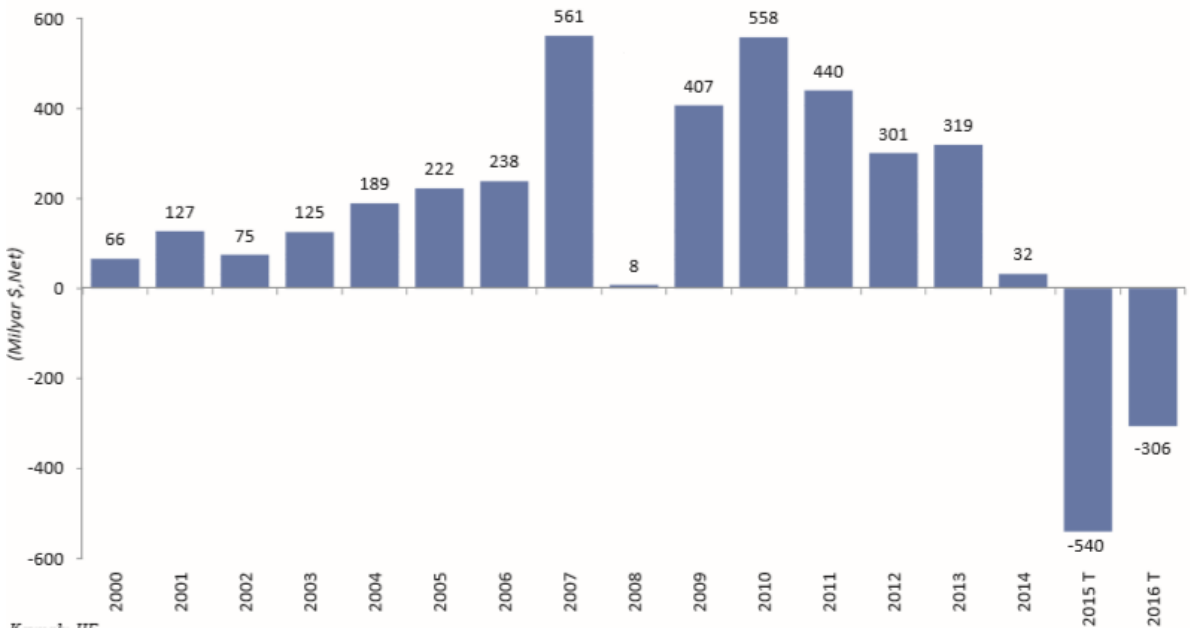
ABD Merkez Bankası'nın faiz oranlarını artırmasıyla meydana gelen küresel dalgalanma sonucunda KVSH, 2006 yılında net çıkışlara dönüşmüştür. ABD'nin konut sektöründeki sorunları uluslararası risk algılamasında artış yaratmış, bu da Türkiye'ye dönük KVSH'ndeki çıkışı 2007'de de sürdürmüştür (TCMB, 2011). Ayrıca 2010 yılında toplam yabancı sermaye içindeki KVSH'nin payı %63'ye kadar çıkmıştır. Fakat TCMB'nın KVSH'ni sınırlandırma amacıyla aldığı para politikası önlemleri 2011'de kısa vadeli sermaye hacmini yeniden düşürmüştür (TCMB, 2012: 20). Bu politikaların etkisiyle 2010 ve 2011 yıllarında toplam yabancı sermaye içerisindeki kısa vadeli sermaye akımlarının payı %63'ten %32'ye düşürülmüştür (Karahan ve Evren, 2013: 307-309).

II. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ VE KISA VADELİ SERMAYEYİ KONTROL ETMEYE YÖNELİK BAŞLICA ÖNLEMLER

2.1. KISA VADELİ SERMAYE HAREKETLERİNİN MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

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

Mali piyasalarda kırılganlıkların ve ekonomide risk yapısının meydana gelmesinde, sermaye akımları önemli olmaktadır. Bu kırılganlığı gösteren değişkenler; cari işlem açığı, dış ticaret açığı, TCMB döviz rezerv oranları, kısa vadeli dış borçlar olmaktadır (Yeldan, 2005: 2).



Kaynak: The Institute of International Finance, 2015 Raporu

Grafik 4: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Hareketleri

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF)' nün yayınladığı verilere göre; gelişmekte olan ülke grubuna olan net sermaye girişi 2014 yılında önemli ölçüde azalmıştır. Özellikle son aylarda gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akışı büyük oranda azalmış, 2015 yılında da negatif sermaye dengesi oluşmuştur. Raporda; bunun nedenini oluşturan esas 2 faktörden biri, gelişmekte olan ekonomilerde kronik hale gelen yavaş büyüme, diğeri ise Çin ekonomisine ve politikalarına yönelik artan belirsizlik gösterilmiştir (IIF, 2015).

Kısa vadeli sermaye, üretimi karşılıyorsa; ülkenin istikrarlı biçimde büyümesine ve ödemeler dengesine olumlu katkı yapmaktadır. Fakat tüketimi finanse ediyorsa; ülkede kriz olasılığını arttırmakta, büyüme yerine resesyon yaşanmaktadır (Eset, 1997: 76).

2.1.1. DÖVİZ KURUNA ETKİSİ

Döviz kuru, KVSH'ni etkileyen en önemli değişken olarak gösterilebilmektedir (Organ ve Berk, 2016: 13).

KVSH, faiz ve kurdaki hareketliliğe karşı duyarlı olmaktadır ve bu akımlar ülkeden diğerine basitçe geçebilmektedir. Bu yüzden özelikle dış borcunu ödemekte zorluk yaşayan ülkeler, faiz oranlarını artırıp sermayenin döviz kuru üzerinde etkili olmasını sağlayarak fonların ülkeye gelişini özendirmektedirler (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 17).

Kurun değerini korumak için sabit kur rejimi altında piyasaya müdahale edilmesi, para arzında artışa ve rezerv birikimine sebep olmaktadır. Bunun sonucunda da enflasyon ve toplam talep yükselmektedir. Reel kurun yurtiçi fiyat düzeyinin artması, cari işlemler dengesini bozmaktadır (Tanören, 2009: 46).

Dalgalı (esnek) döviz kuru sisteminde, sermaye hesabındaki yükselişler nominal döviz kurlarının değerlenmesiyle, cari işlemler açığına sebep olarak; parasal toplamda ve uluslararası rezervde değişikliğe yol açmayacaktır. Bu sistem, TCMB'na bağımsız para politikası uygulama olanağını vermekte ve dünya talebindeki düşüşler karşısında para arzını yükselterek para biriminin değerini düşürmek yolu ile ekonomik küçülmelerden kaçınmayı sağlamaktadır. Sermaye hareketliliği altındaki ülkelerin paralarında değerlenme görülmektedir. Bu değerlenme yüksek enflasyon yüzünden değil, paranın değerindeki nominal değişiklikten ileri gelmektedir (Danışoğlu, 2001: 116).

İki sistem kıyaslandığında esnek döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sistemine göre daha üstün görülmektedir. Çünkü esnek döviz kuru sistemi, diğer ülkelerin parasal gelişmelerinden etkilenmemektedir. Dalgalı kur sisteminde Merkez Bankaları arz yönünden yerli para ile yabancı parayı ikame etmeye çalışmamaktadır. Ancak sabit kur sisteminde ülke parası, yabancı para değerine sabitlenmiştir. Ayrıca parasal bağımsızlığın sağlanması sabit kur sisteminde oldukça güç olmaktadır (Miles, 1978: 428).

2.1.2. ÖDEMELER BİLANÇOSUNA ETKİSİ

Ülke cari işlem açığı veriyorsa, bunu sermaye girişiyle kapatmak gerekmektedir. Gelişen ülkelerde cari açık sermaye girişiyle finanse edildiğinde, ödemeler dengesizliği giderilmektedir. Fakat bu sermaye girişi döviz kurunda değerlenme yaratırsa ithalat artabilmekte, dış ticaret dengesi bozulabilmektedir (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 18).

Özetle sermaye girişi ihracatı ve yatırımları karşıladığında ödemeler bilançosu düzelmekte, büyümeye istikrar kazandırmaktadır. Ekonomi içinde doğrudan yabancı yatırımlar, KVSH'den daha çok paya sahipse yatırımlarda artış sağlamakta ve reel ekonomiyi olumlu yönde etkilemektedir. Ancak sermaye girişi üretimi değil, tüketimi karşılıyorsa ödemeler bilançosu dengesizliği oluşmaktadır (Uzunoğlu vd., 1995: 64-66).

2.1.3. TASARRUFLARA VE YATIRIMLARA ETKİSİ

Yurtiçi gelirlerin ne kadarının tüketildiği ve ne kadarının tasarruf edildiği, ayrıca tasarrufların da yatırımları ne kadar karşıladığı, ekonominin genel dengesini oluşturmaktadır. Ülkede yatırım, tasarruf açığı varsa bu açığın ne kadarının dış kaynaklardan karşılandığı ve kullanılan dış kaynağın milli geliri ne ölçüde arttırdığı, genel denge açısından önemlidir (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, 1995: 64).

Tasarruf ile edinilen sermaye birikimi sayesinde ülkeler ekonomik büyüme ve kalkınmayı sağlamaktadır. Ancak kısıtlı sermayeye sahip gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler kalkınmalarına yardımcı olacak yatırımları yapamamaktadırlar (Şimşek, 1995: 25).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan bir ülke yatırımını dış borç alarak veya ihracatını büyüterek karşılamak zorundadır. İhracatı büyütmenin zor, dış borç ile yatırım yapabilmenin riski ve maliyetli, kaynakların kıt olduğu ekonomide alternatif kaynak; uluslararası sermayedir. Uluslararası sermaye, üretim kapasitesine ve sermaye birikimine katkı sağlamakta, bu bakımdan önemli bir alternatif kaynak olmaktadır (Cömert, 2000: 13-17).

2.1.4. ENFLASYONA ETKİSİ

Sermaye akımının gelişen ülkelere yönelik fiyatlara etkisi genellikle düşürücü yönde olmaktadır. Fakat sermaye akımının hızlı artışı, enflasyon oranı yüksek olan ülkelerin istedikleri enflasyon oranına dönmelerini engelleyebilmektedir. Bu bakımdan sermaye akımının enflasyona etkisi, para-maliye politikalarına ve yurt içi para arzının genişleme etkisine göre farklılık gösterecektir (Uzunoğlu, Aklın ve Gürlesel, 1995: 72).

Ülke içinde risk seviyesi arttığında KVSH'nin aniden çıkabilmesi nedeniyle, döviz piyasasında güven yaratmak amacıyla rezerv birikimi önemli olmaktadır (Tanören, 2009: 35). Ancak rezerv artışının parasal tabanı genişletmesi, faiz oranlarını düşürmekte dolayısıyla talebi artırmaktadır. Talep artışı da enflasyonist baskıya neden olmaktadır (Helleiner, 1997; Yentürk, 1997; UNCTAD, 1999).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan uluslararası sermayeye sahip şirketler, kâr transferlerini kendi yerli paraları üzerinden yaptıkları zaman kazançlarında büyük tutarlarda düşüşler oluşturmaktadır. Çünkü yatırım yaptıkları ülkenin enflasyon oranı nedeniyle kendi yerli paraları, yatırım yaptıkları ülkenin yerli parası karşısında değerlenmektedir (Berksoy, 2001: 54).

2.1.5. FAİZLERE ETKİSİ

Sermaye girişlerindeki gelişmekte olan ülkelere yönelik artış, iç piyasada likitide fazlalığı oluşturarak, faiz oranlarını düşürmektedir. Fakat sermaye girişinin faiz oranına karşı hassasiyeti nedeniyle sermaye girişi faiz oranlarına artması yönünde baskı yapmaktadır (Uzunoğlu, Aklin ve Gürlesel, 1995: 71). Ayrıca kamu faiz ödemeleri ve kamu açığı artmakta, kamu tasarrufu yükselmekte ve dış borç stoku artmaktadır. Böylece faiz oranları artış göstermektedir (Akyüz, 1993: 18; UNCTAD, 1992; Calvo vd., 1993: 108-150).

Faiz oranları, yatırım kararları üzerinde etkili bir araçtır ve ülkedeki yatırım kararlarına olumsuz etki yapmaktadır. Bu durum bir politika aracı olarak faiz

oranlarının bağımsız biçimde uygulanmasını zorlaştırmaktadır (Banuri ve Schor, 1992; Akyüz ve Held, 1993: 21).

2.1.6. EKONOMİK BÜYÜME ETKİSİ

Gelişen ülkelerde sermaye girişi dışarıdan kaynak sağlamayı kolaylaştırmakta, daha yüksek ekonomik büyüme için mevcut kaynak meydana getirmektedir. Sermaye akımları özellikle gelişen ülkelerde istikrarlı büyümeyi sağlayabilecek yut içi tasarruf eksikliğini finanse etmektedir (Aslan, Terzi, Siampan, 2014: 29).

Sermaye girişinin artması yurt içi kredileri ve finansal sistemdeki ödünç verilebilir fon miktarını genişleterek toplam talebi canlandırmaktadır. Böylece sermaye girişi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi güçlendirmektedir (Celasun vd., 1999: 14).

Ülke ekonomisinde hızlı ve istikrarlı büyüme olması için ülkeye gelen yatırımın daha çok olması gerekmektedir. Daha çok yatırım için de daha fazla tasarruf yapılması yeterli olmazsa borçlanma yapılması ya da ülkeye uluslar arası sermaye getirilmesi gerekmektedir. Uluslararası yatırımcılar bakımından ise, ülke ekonomileri edindikleri sermaye stoklarıyla orantılı olarak büyümektedirler. Bu bakımdan, yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan uluslararası yatırımcılar diğer faktörlere ek olarak büyüme oranını ele almalıdırlar. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan büyüme hızındaki düşüş daha çok gelir kazanmayı amaçlayan uluslararası yatırımcıları az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere çekmektedir. Bu ülkeler büyüme sağladıkça uluslararası sermaye o yönde hareket gösterebilecektir (Alkin, 2001: 1-2).

2.1.7. FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

KVSH'nin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı etki, ülkelerin yapısal niteliklerine bağlıdır. Bu tarz ülkelerde yetersiz kurumsallaşma, hükümetlere karşı güven eksikliği ve yeteri kadar derin olmayan piyasalar gibi sorunlar bulunmaktadır. Kurumsallaşmadaki eksiklik, bu fonların istikrarsızlık yaratıcı etkilerine karşı koruyucu politikaların devreye girmesini zorlaştırmaktadır. Hükümetlere olan güven eksikliği, küçük bir olumsuzluğun yayılıp krize dönmesine neden olmaktadır.

Piyasaların derin olmaması, ülkeye gelen fonların etkilerini arttırmaktadır (Kazgan, 1995:105). Ancak ülke iyi işleyen sermaye piyasasına sahipse kaynakların daha iyi kullanılmasını sağlamaktadır. Sermaye piyasalarında beklentilerin büyük bir yeri bulunmaktadır. Fiyatların artacağı beklenmekte ise döviz kuru yükselince sermaye girişi, fiyatların düşeceği beklenmekte ise sermaye çıkışı meydana gelmektedir (Kaya, 1998: 40).

2.2. KISA VADELİ SERMAYEYE YÖNELİK ÖNLEMLER

Ülkelerin sermaye hareketlerini, sınırlandırmalarının ve denetlemelerinin sebepleri maddelenebilir (Uzunoğlu vd., 1995:40):

• KVSH'nin artmasının, ödemeler dengesi açıklarına ve döviz kuru istikrarsızlığına yol açabilmesi, bunun önlenmesi

• Ülke içi tasarrufların ülke içi yatırımlarda kullanılmasına yardımcı olmak ve yabancıların ülke içi üretim faktörlerine sahip olmalarını kısıtlamak

• Ülke içi finansal aktifleri, servet ile gelir üzerinden vergileme olanağı bulmak

• Sermaye akımlarının ülke dışına çıkmasını önlemek

• Yurtiçi ekonomik dengeleri, uluslar arası kur ve faiz hareketliliğinden; dış şoklardan uzak tutmaktır.

2.2.1. TOBİN VERGİSİ

Sermaye hareketlerine karşı alınacak önlemlerden biri; sermayenin vergilendirilmesidir (Tobin Vergisi). Bu aynı zamanda sermayenin dolaylı kontrolü olmaktadır. Bunu kısa vadeli işlemlerin maliyetini arttırıp spekülatif işlemleri caydırarak yapmaktadır. Bunun yerine krizi tetiklemeyen uzun vadeli yatırımları özendirmektedir. Bu yöntem ile Güney Kore ve Tayvan'da ekonomik başarı elde edilmiştir (Balseven ve Erdoğdu, 2005: 306).

2.2.1.1. TOBİN VERGİSİ'NİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Keynes 1936'da, finansal piyasalarda uygulanacak işlem vergilerinin kısa dönemli spekülasyonu önleme ve uzun vadeli yatırımları cazip kılma konusundaki mevcut rolüne dikkat çekmiştir (Saraçoğlu ve Şahan, 2007: 72). 1972 yılında ise James Tobin spekülatif amaçlı olan kısa vadeli sermaye hareketlerinin vergilendirilmesini dile getirmiştir. Tobin, piyasa hareketliliğini denetlemek ve sıcak paranın piyasadan bir anda çekilmesi durumunda oluşacak riskleri minimuma getirmek amacıyla dövizle yapılacak işlemler üzerinden, binde 1 ile binde 5 arasında vergi alınmasını önermiştir. Tobin'e göre bu verginin temel amacı, döviz trafiğini durdurmasıdır. Ayrıca Tobin mali getirinin önemsiz olduğunu belirtmiştir (Tobin, 1999: 4-5).

Tobin Vergisi'nin likitideyi ve uluslararası işlemleri azaltma işlevi dışında fon yaratma fonksiyonu da bulunmaktadır. Bunun dışında para krizlerini ve para piyasasındaki istikrarsızlığı gidermektedir (Smith, 1997: 744). Tobin Vergisi uygulaması ile döviz kuru istikrarının yükselişi beraberinde KVSH'nin artmasının önlenmesine ve dünyadaki sermaye hareketlerinin denetlenebileceği beklentisine yol açmaktadır (De Grauwe, 2000: 4).

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

(1)(i*) Yurtiçi faiz oranı (i) %10 olduğunda dışarıda bir yatırımın çekici olabilmesi için gerekli olan yabancı ülke getiri oranını ifade etmektedir.
Kaynak: Balseven ve Erdoğdu, 2005: 308.

Tablo II: Yüzdelik Vergi Oranları Değişimine Göre Yabancı Ülke Yıllık Getiri Oranları

Tabloya göre vergi oranı %1 olduğunda dışarıda bir haftalık yatırım yapabilmek için dış dünya faiz oranının %62 olması gerekirken, bir yıllık yatırım için %11 olması yeterli olmaktadır. Buna göre Tobin Vergisi uzun vadeli yatırımları, kısa vadeli işlemlere göre daha cazip hale getirmektedir (Balseven, Erdoğdu, 2005: 309).

Kısa vadeli sermayenin ülkeden çıkmasının bütçe açığına yol açacağı, piyasadaki verimliliği azaltması, uzun vadeli yatırımlara olan olumsuz etkileri, işlem maliyetlerini arttırması ve işlem hacmini düşürmesi bakımından Tobin Vergisi'ne karşıt görüşler de bulunmaktadır (Öcal ve Polat, 2012: 79).

Tobin Vergisi'nin Türkiye'de uygulanması zor bulunmaktadır. Çünkü Türkiye'ye 2001'den sonra zaten sınırlı sermaye girmiştir. Ayrıca Tobin Vergisi uygulamanın özellikle mali değişkenlere anlamlı etkisi olmamaktadır (Ay ve Mangır, 2007: 137). Saraçoğlu ve Şahan (2004)'e göre ülkemizde uygulanabilecek Tobin Vergisi; tüm işlemleri kapsamalıdır. Her çeşit türev işlem vergi kapsamına alınmalıdır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları vergiden istisna tutulmalı ya da oran % 0 olmalıdır.

2.2.1.2. TOBİN VERGİSİ'NİN SPAHN VERSİYONU

Tobin Vergisi ile 1972'de başlayan süreç, 1995'te Spahn Vergisi ile sürmüştür. Paul Bernd Spahn yaptığı analizlerde, James Tobin'in 1972'de değindiği işlem vergisinin uygulanabilir olmadığını görmüştür. Tobin Vergisi'nin bir türü olan ve 1995 yılında gündeme gelen Spahn Vergisi'nin amacı; spekülatif girişleri ve döviz değişim işlemleri sırasında piyasada oluşacak dalgalanmaları önlemektir. Spahn (1995) çalışmasında, bu verginin döviz kurundaki türbülansı önlemek için gerekli olduğunu, spekülatif ataklar ve sermaye hareketleri üzerinde güçlü bir caydırıcı etkiye sahip olacağını savunmuştur. Buna karşılık bankalar; Spahn Vergisi'nin değişken orana sahip olması bakımından piyasada fiyat belirsizliğine neden olabileceğini belirtmektedir. Aynı zamanda bu durumun özellikle gelişmekte olan ülkeler için yatırım maliyetleri üzerinde olumsuz etkiler meydana getirebileceğini savunmaktadır (Esener ve Biniş, 2012: 129- 131).

"Spahn Vergisi", ismini alman iktisatçı Paul Bernd Spahn'dan almıştır. Bu vergi türü iki oranlı ve iki aşamalı; ek vergi ve asgari işlem vergisi olarak tasarlanmıştır. Kısa vadeli olan spekülatif sermaye ve döviz hareketlerini caydırarak bu hareketlerin sermaye ve döviz piyasaları üstündeki yıkıcı etkilerini kovuşturmaktadır (Güler, Keleş ve Uçar, 2012: 28).

Spahn (1995, 2002), Tobin Vergisi'nin ekonomik istikrara katkısının sınırlı olmasından ve mali krizlerin döviz kurunda yaşanan dalgalanmaları yeterli derecede önleyememesi nedeniyle döviz piyasasındaki tüm işlemlere % 0.001 oranlı bir vergi uygulanmasını ileri sürmüştür. Artırımlı özelliğe sahip bu vergi ancak spekülatif ortamlarda devreye girecektir. Bu verginin artırımlı özelliğinin yanında düşük düzeyde uygulanması bakımından ikili özellik taşımaktadır. Bu vergi, dalgalanmaların arttığı dönemde ve istikrarlı ortam mevcut olduğundaki dönemde farklı vergi oranları uygulanması ya da ek vergi alınması amacını taşımaktadır. Hızlı sermaye girişlerinin ve çıkışlarının olduğu ortamlara bakarak vergi oranının yükseltilmesi, sermaye çıkışının ülke ekonomisine olumsuz etkisini azaltabilecektir.

2.2.2. SERMAYE KONTROLÜNE DÖNÜK DİĞER ÖNLEMLER

Doğrudan sermaye kontrolleri; sermaye işlemlerine ve bu işlemlerle ilgili ödemelere, fonların transferine miktar limitleriyle, onaylama mekanizmasıyla ya da açık yasaklarla doğrudan kısıtlama getirilmesidir. Dolaylı kontroller; uluslararası sermayenin açık veya kapalı vergilendirilmesi (Tobin vergisi), çoklu kur sistemi, faizsiz zorunlu rezerv tutma ve fiyat mekanizmasına bağlı diğer önlemlerdir. Dolaylı kontrollerin amacı, sermaye hareketlerini daha maliyetli hale getirerek caydırmaktır (Ergül, 2012: 15). Diğer düzenleyici kontroller ise genellikle fiyat ve miktara bağlı olan düzenlemelerle yatırımcılar ve farklı sermaye türleri arasında ayrım yapma temeline dayanmaktadır. Bu kontroller, yurtdışında borçlanmak için belirli kredi derecelendirme notuna sahip olma ya da ticari bankaların yurtdışıyla net döviz pozisyonuna limit koyma koşulu gibi politikaları içermektedir. Katı anlamda kontrol türü değildir ancak, türev işlemlerin veya yerleşik olmayanlarla ticari olmayan işlemlerin raporlanması gibi düzenlemeler sermaye hareketlerini kontrol etmek ve izlemek için kullanılmaktadır (Ariyoshi ve diğerleri, bölüm 1, kutu 1, 2000: 190).

III. KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ MODELLEMESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Türkiye ve gelişmekte olan 9 ülke daha, geçiş olasılıkları matrisi yöntemi ile analiz edilmiştir. Mevcut sermaye girişi araştırılmış ve Türkiye enflasyon oranı, faiz oranı, kur değişimi açısından diğer 9 ülke ile kıyaslanmıştır. Ele alınan ülkeler seçilirken; milli gelir seviyelerinin birbirlerine yakınlığı, yatırımcılara sağladıkları getirinin istikrarsız olması, geçirdikleri krizler dikkate alınmıştır.

Literatür Özeti

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

Cengiz ve Karacan (2015), gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin makroekonomik sonuçlarını incelemişlerdir. Özellikle portföy ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde sermaye hareketlerinin belirleyicilerini, gelişimini, ekonomi üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerini tartışmışlardır. Portföy yatırımların, doğrudan yatırımlara göre daha riskli olduğu ve sermaye yetersizliği sorununu çözmek için portföy yatırımların eksik olduğu sonucuna varmışlardır. İstanbul Ticaret Odası (1998), ekonomik istikrarı sağlama açısından önemli işleve sahip olan sermaye hareketlerini ulusal ve uluslararası düzeyde incelemiş, sermaye hareketlerinin nedenlerini, sonuçlarını, ekonomiyi nasıl etkilediğini araştırmıştır. Sermaye hareketlerinin aşırı oynak olduğunu, uzun vadeli sermaye hareketlerinin daha durağan olduğunu belirtmiştir. Ayrıca ekonominin genel dengesinin, sermaye hareketlerini belirlediğini saptamıştır. Güneş (2007), makroekonomik istikrarın, portföy yatırımı üzerindeki etkisini araştırmıştır.

Uygulanabilecek politikalar konusunda öneriler getirmiştir. Buna göre, sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerin bu akımların olumsuz yönlerini gidermek için piyasaları geliştirici, ekonomik ve siyasi istikrarı sağlayıcı politikalar uygulamaları gerektiğini belirtmiştir.

Aksaraylı ve Tuncay (2005), makroekonomik değişkenlerin kısa vadeli sermaye girişine etkisini incelemişler ve Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişi optimizasyonu için temel kriterler belirleyerek, izlenmesi gereken politikalar hakkında öneriler getirmişlerdir. Türkiye'nin enflasyon oranı bakımından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı olmasına rağmen faiz ve kur değişimi bakımından avantajlı olduğunu analiz etmişlerdir. Takım (2010), gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye akımlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini incelemiştir. Finansal serbestleşme ile tasarruf hacminin artabileceği; bu sayede büyümenin sağlanacağı görüşünün her koşulda ve her zaman geçerliliğinin olmadığını ileri sürmüştür. Berument ve Dinçer (2004), Türkiye'de 1992.01-2001.06 döneminin aylık verilerini kullanarak VAR modeliyle sermaye akımlarının makroekonomik etkilerini incelemişlerdir. Buna göre sermaye miktarındaki artış kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırmakta, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürmektedir. Ayrıca ulusal para reel olarak değerlenmektedir. Çeviş ve Kadılar (2001), 1989: 10-1997: 09 döneminde kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye'deki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini VAR yöntemini kullanarak yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı ve kısa vadeli sermaye girişleri sonucu TL'nin aşırı değerlendiğini böylece cari işlemler dengesinin olumsuz etkilendiği sonucuna varmışlardır.

Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü bünyesinde yayınlanmış olan raporda (Gündoğdu, 2014), gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin temel niteliklerini tanımlayarak günümüzdeki durumu ile geçmiş dönemleri karşılaştırmış ve Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin reel ekonomi üzerindeki etkileri gösterilmiştir. Doğrudan yabancı yatırımların Türkiye'nin reel döviz kuru üzerinde etkili olmadığını ve Türkiye'nin büyüme performansının sermaye hareketleri üzerinde fazla etkili olmadığını belirtmiştir. Koyuncu (2010),

Türkiye için doğrudan yabancı yatırım girişleri üzerinde etkili olan faktörleri analiz etmiştir. 1990-2009 arası dönem için doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde; enflasyon ve faiz oranı, dışa açıklık oranı, net uluslararası rezervler, reel döviz kuru, GSYİH gibi makroekonomik değişkenlerin etkilerini test etmiştir. Doğrudan yabancı yatırım girişlerinin; ticari dışa açıklık, GSYİH, önceki dönem doğrudan yabancı yatırım miktarı ve net uluslararası rezervlerdeki değişmelerden anlamlı derecede etkilendiğini bulmuştur.

Direkçi ve Kaygusuz (2013), Türkiye'de 1990Q1-2012Q4 arası dönemde yaşanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerden; faiz ve enflasyon oranı, cari açık ve milli gelirle olan etkileşimini ARDL testiyle analiz etmişlerdir. Kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye'de ekonomik büyümeyi hem kısa hem de uzun vadede önemli ölçüde etkilediğini tespit etmişlerdir. Keskin (2008), Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin; faiz oranı, cari işlemler dengesi ve döviz kuru üzerine etkisini 1992:1-2007:7 yılları arası aylık veriler ile sınır testi ve ARDL yaklaşımını kullanarak kısa vadeli sermayenin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır. Barışık ve Açıkgöz (2007), Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile faiz oranları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi VAR modeli ile incelemişler, Türkiye'de 1992-2005 döneminde, sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna varmışlardır.

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

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

Şimşek (2007), Türkiye'de, 1992-2005 yılları arası VAR modeli ve Granger nedensellik testini kullanarak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik değişkenlerle olan etkileşimi analiz etmiştir. Analiz sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaşandığı yıllarda Türkiye ekonomisi büyüme kaydetmiş, tam tersi kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış yaptığı yıllarda ise küçülmüştür. Şengönül ve Değirmen (2012), finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayenin büyüme üzerine etkisi olup olmadığını, varsa; hangi finansal kanal aracılığıyla etkilediğini araştırmışlardır. Farklı kanallardan ve kısa süreli olarak ülkeye gelen yabancı sermayenin, tüketim ve özel yatırım aracılığıyla sanayi üretimine etkisini incelemişler ve bu etkinin süresinin, sermayenin ülkeye girdiği kanallara bağlı olarak farklılık gösterebileceğini belirtmişlerdir. Ekinci (2011), sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki etkileşimi araştırmıştır. Büyüme ve yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif ilişki bulurken, diğer sermaye hareketleriyle toplam sermaye hareketleri ve büyüme ilişkisinde anlamlı bir ilişki bulmamıştır. Bailliu (2000), panel veri analizini kullandığı ve 40 gelişmekte olan ülke için 1975- 1995 dönemini araştırdığı çalışmasında sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının olumlu, etkisinin olumsuz olduğunu bulmuştur. McLean ve Shrestha (2002), panel veri analizini kullandığı ve 40 gelişmekte olan ülke için 1976- 1995 dönemini araştırdığı çalışmalarında sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir

ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Vergil ve Karaca (2010), 1980–2005 dönemi için gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerine etkilerini analiz etmişlerdir. Portföy ve doğrudan yabancı yatırımların, ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini bulmuşlardır. Akbaş, Şentürk, Sancar ve Akyazı (2012), 1998:1-2011:4 yılları arasında Türkiye için yaptıkları çalışmada; kısa vadeli sermaye akımları, cari açık ve ekonomik büyüme arasında uzun dönem ilişki olup olmadığı ARDL testi ile analiz edilmiştir. Analiz sonucunda bu üç değişken arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Akçoraoğlu (2000), Türkiye'de 1989:1-1999:4 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak, sermaye akımlarının çeşitli kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi VAR modeli yardımıyla araştrmışlardır. Sonuç olarak kısa vadeli sermayenin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı sonucuna varmıştır. İnsel ve Sungur (2003), 1989:3-1999:4 yılları arasında sermaye hareketleri ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiyi Granger nedensellik testi ile incelemişlerdir. Kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, aksine kısa vadeli sermaye akımlarından cari açıklara, DİBS faiz oranı artışına doğru bir nedensellik saptamışlardır. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlenmesine bağlı olarak ithalatın artmasına ve cari açığa neden olduğu sonucuna varmışlardır.

Erataş ve Öztekin (2010), kısa vadeli sermaye akımlarına, Türkiye'deki reel faiz ve nominal döviz kurunun etkisini ARDL testi ile araştırmışlardır. 1995-2009 dönemine ait çeyrekli verileri ele alarak değişkenler arasında uzun dönemde koentegre ilişki saptamışlardır; reel faiz arttıkça, Türkiye'ye giren KVSH artmaktadır. Kurun yüksek olması risk teşkil ettiğinden yatırımcıları iteceği için, nominal döviz kuru, kısa vadeli sermaye hareketlerini olumsuz etkilemektedir. Türkiye'de, düşük kur-yüksek faiz politikası uygulanmasına uygun sonuçlar elde edilmiştir. İnandım (2005), kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurları arasındaki etkileşimi araştırmıştır. Doğrudan yabancı yatırımların reel döviz kurunu etkilemediğini bulmuştur. Kıran (2007), reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişkileri incelemiştir. Kısa vadeli sermaye hareketinin, uzun vadeli sermaye hareketine göre reel döviz kurunda

meydana gelecek değişmeye daha duyarlı olduğunu göstermiştir. Emil ve Vehbi (2003), 1987:1 – 2002:4 dönemine ait verileri alarak Türkiye'de sermaye akımları ile reel döviz kurları arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla yaptıkları nedensellik testinde, sermaye hareketlerinin reel kurda oluşan değişimler üzerinde etkili olduğunu bulmuşlardır. Kaya (1998), Granger nedensellik testi ile sermaye hareketleri ve reel döviz kuru ilişkisini araştırmıştır. Sermaye girişlerinin reel döviz kuru değişimlerini açıklayabildiğini, reel döviz kurunun sermaye girişlerindeki değişimleri açıklayamadığını saptamıştır. Kaya (1998)'nın Türkiye'ye yönelik çalışmasının sonuçları, Morande (1988)'nin Şili için bulduğu sonuçlarla benzer bulunmaktadır. Aslan, Terzi, Siampan (2014), Türkiye'de kısa vadeli sermaye hareketlerinin, döviz kuru ve ekonomik büyüme ile ilişkisini araştırmışlardır; kısa vadeli sermaye hareketlerinin GSYİH'yı etkilediğini ancak GSYİH'nın kısa vadeli sermaye hareketlerini açıklamadığını bulmuşlar, kısa vadeli sermaye hareketleri ile reel döviz kurunun birbiri üzerinde etkili olduğunu bulmuşlardır. Apak, Uçak ve Uzunoğlu (2006), 1991:1-2005:4 dönemi için Türkiye'de sıcak para girişleri, GSYİH ve reel döviz kuru arasındaki etkileşimi VAR ve Granger nedensellik testi yöntemini kullanarak sıcak para girişlerinin, reel döviz kuru ve GSYİH üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır. Güriş ve Kıran (2007), reel faiz oranı ile reel döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketleri üzerindeki etkisini sınır testi yaklaşımı ile araştırmışlardır. 1992:1-2005:4 yılları arası, Türkiye'de reel faiz oranının kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.

Kıvılcım (2013), küreselleşme kavramını açıklayarak, küreselleşme sürecini Türkiye açısından değerlendirmiştir. Türkiye'nin küreselleşme sürecinden olumsuz yönde etkilenmemesi için sürece katkı sağlanması gerektiğini belirtmiştir. Çeken, Ökten ve Ateşoğlu (2008), küreselleşme kavramı üzerinde durarak, küreselleşmenin tarihsel gelişimini açıklamıştır. Özellikle küreselleşme sürecini hızlandıran faktörleri belirleyerek, küreselleşmenin yoksulluk üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Ayrıca ülke koşullarının analiz edildiği sosyolojik araştırmaların önemini vurgulamışlardır.

Yeldan ve diğerleri (2002), Türkiye'nin sermaye hesabını serbestleştirmesinden sonraki dönem için kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde belirleyici olan etkenleri araştırmışlar, sermaye girişlerini bankacılık sektörünün kısa

vadeli yabancı kredileri ve portföy yatırımları olarak sınıflandırmışlar; zaman serisi ekonometrisi yardımıyla 1992 – 2002 arası dönemde sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel olarak değerlenmesi arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ortaya koymuşlardır. Emil ve Vehbi (2003), sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin Türk ekonomisi üzerindeki ekonomik etkilerini araştırmışlardır. Türkiye'de sermaye girişleri ve büyüme arasında güçlü korelasyon olduğunu tespit etmişlerdir.

Şimşek ve Kadılar (2006), enflasyon oranı ve uzun dönemli faiz oranı arasında uzun dönemli bir ilişkinin olduğunu belirten Fisher etkisini, Türkiye ekonomisinin 1987(I)- 2004(4) dönemi için test etmişlerdir. Enflasyon oranı ve uzun dönemli faiz oranı arasında uzun dönemli ilişki bulmuşlardır. Fisher etkisinin analiz edildiği çalışmaların çoğunluğundan elde edilen sonuçlar Fisher etkisinin varlığını doğrulamadığından Türkiye Ekonomisine ilişkin elde edilen bu bulgu oldukça önemlidir. Kanca, Üzümcü ve Deniz (2015), Türkiye ekonomisinde Fisher etkisinin geçerli olup olmadığı test ettikleri çalışmalarında Türkiye için geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlar, enflasyon oranından faiz oranlarına doğru tek yönlü nedensellik ilişkisini tespit etmişlerdir.

Anbar (2009), hedge fonların finansal sisteme olan olumlu ve olumsuz etkilerini değerlendirmiştir. Hedge fonların finansal istikrarsızlığa yol açacağı sonucuna varmıştır. Akyüz ve Karakoç (2011), hedge fonların genel özelliklerini, işleyişini ve yapısını inceleyerek, dünyadaki ve Türkiye'deki hedge fonların durumunu araştırmışlardır. Ayrıca hedge fonların finansal krize etkilerini incelemişlerdir. Hedge fonların girdikleri ülkelerin finansal sistemine zarar verdiklerini belirtmişlerdir.

Esener ve Biniş (2012), istikrarsızlığa yol açan finansal hareketlerin etkilerini azaltmak amacıyla vergileme önerilerini tartışmışlardır. Eichengreen, Tobin ve Wyplosz (1995: 138), Tobin vergisini kısa dönemli spekülatörlere karşı önermektedirler. Stiglitz (1999: 2) ve diğerleri (Hason, 1995: 22, Eichengreen, 1999), gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerini yönetmesinin ve sınırlandırmasının gerekliliğini savunmaktadırlar. Edwards (1999) çalışmasında, sermaye kontrollerini kriz dönemlerinde önermektedir; bu dönemde savunduğu sermaye kontrollerine "tedavi edici kontroller" demiştir. Normal zamanlardaki sermaye akımlarına ise karşı olduğunu öne sürmektedir. Fisher (1999), çalışmasında sermaye çıkışlarına konulan geçici kontrollerin faydalı olacağını ileri sürmektedir.

Tedavi edici nitelikteki bu kontroller ile kriz dönemlerinde oluşan yüksek faizin düşebileceğini ve büyümenin sağlanabileceğini savunmaktadır. Helleiner (1994), on beş gelişmekte olan ülkenin 1990'lar boyunca sermaye hesabının sınırlanmasına ilişkin veri oluşturmuş ve sermaye girişlerinin sınırlanmasının etkilerini incelemiştir. Kontrollerin portfolyo ve kısa vadeli sermaye akımlarının payını düşürerek, sermaye akımlarının bileşimini değiştirerek, doğrudan yabancı sermaye yatırımların payını artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Dooley ve Isard, (1980), Uluslararası sermaye hesabına getirilen kısıtlamalar, sermeye çıkışlarına sebep olabilmektedir. Ayrıca, plansız şekilde hazırlanan uygulamalar ve programlar finansal istikrarsızlığı arttırabilmektedir. Aklan (2002), sermaye akımlarının etkilerini araştırmış, bu etkilerin önlenmesine yönelik olarak uygulanabilecek politikaları belirtmiştir. Babaoğlu (2005), Türkiye'deki sermaye akımlarının analizi ve sermaye akımları karşısında uygulanabilecek makroekonomik politikaların tartışılması konusunda çalışma yapmış, doğru politika tercihinin yalnızca sermaye akımlarının nedenini bilmekten geçmediğini bununla birlikte bu akımların ekonomi üzerinde yarattığı etkilerin de analiz edilmesinin önemini belirtmiştir. Ergül (2012), sermaye kontrolü konusunda karar alma sürecini etkileyen unsurlar ile bu kontrollerin etkinliğini araştırmıştır. Cari açık vermesi açısından Türkiye'nin sermaye kontrollerini uygulamada zorluk yaşayacağı sonucuna varmıştır.

Organ ve Berk (2016), Tobin Vergisi'nin etkinliğini ve Türkiye'de uygulanabilirliği araştırmışlardır. Tüm dünyada Tobin vergisinin aynı oranda ve aynı biçimde uygulanmasının, etkinliğini artıracağını ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kurunu olumsuz olarak etkilediğini saptamışlardır. Öcal ve Polat (2012), Türkiye'de Tobin vergisinin uygulanabilirliliğini araştırmışlardır. Tobin vergisi uygulamasının, ülkedeki spekülatif sermaye girişini azaltarak kuru istikrarlı yapıya kavuşturacağını, kriz riskini azaltacağını ve doğrudan yatırımların teşvik edileceğini belirtmişlerdir. Türkiye'de Tobin vergisi ile ülkeye zaten az miktarda gelen sermaye girişinin engellenmesi için verginin yalnızca sermaye çıkışı üzerinde gerçekleştirilmesi gerektiği sonucuna varmışlardır. Balseven ve Erdoğdu (2005), Tobin vergisini ve Türkiye'de uygulanabilirliğini araştırmışlardır. Tobin vergisinin Türkiye'de uygulanabilir olduğu ve krizlerin oluşumunu büyük ölçüde önleyebileceği sonucuna varmışlardır.

Çalışmayı Yapan	**Araştırılan Ülke ve Dönem**	**Araştırma Yöntemi**	**Sonuç**
Aksaraylı ve Tuncay (2005)	Türkiye 2005	Kısa vadeli sermaye girişi optimizasyonuna yönelik modelleme	Türkiye'nin enflasyon oranı bakımından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı olmasına rağmen faiz ve kur değişimi bakımından avantajlı olduğunu analiz etmişlerdir.
Berument ve Dinçer (2004)	Türkiye 1992.01-2001.06	VAR analizi	Sermaye miktarındaki artış kısa dönemde para arzını ve ekonomik büyümeyi arttırmakta, fiyatlar ve faiz oranlarını düşürmektedir. Ayrıca ulusal paranın reel olarak değerleneceği sonucuna varılmıştır.
Çeviş ve Kadılar (2001)	Türkiye 1992.01-2001.06	VAR analizi	Yüksek faiz-düşük kur politikası nedeniyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin arttığı ve kısa vadeli sermaye girişleri sonucu TL'nin aşırı değerlendiğini böylece cari işlemler dengesinin olumsuz etkilendiği sonucunu varmışlardır.

Şimşek (2007)	Türkiye 1992-2005	VAR modeli ve Granger nedensellik testi	Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaşandığı yıllarda Türkiye ekonomisi büyüme kaydetmiş, tam tersi kısa vadeli sermaye hareketlerinin çıkış yaptığı yıllarda ise küçülmüştür.
Keskin (2008)	Türkiye 1992:1-2007:7	ARDL testi	Kısa vadeli sermayenin uzun dönemde ulusal paranın reel olarak değer kazanmasına yol açarak cari işlemler dengesini olumsuz etkilediği sonucuna varmıştır.
Barışık ve Açıkgöz (2007)	Türkiye 1992-2005	VAR analizi	Sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkisinin, faiz oranlarının sermaye hareketleri üzerindeki etkisinden daha güçlü olduğu sonucuna varmışlardır.
Yentürk ve Çimenoğlu (2002)	Türkiye 1987:1 – 2001:4	VAR analizi	Sermaye girişlerinin yatırım ve tüketim harcamalarını olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.
Erataş ve Öztekin (2010)	Türkiye 1995-2009	ARDL testi	Kurun yüksek olması risk teşkil ettiğinden nominal döviz kurunun, kısa vadeli sermaye hareketlerini olumsuz etkilediğini bulmuşlardır. Türkiye'de, düşük kur-yüksek faiz politikası uygulanmasına uygun sonuçlar elde edilmiştir.

Kaya (1998)	Türkiye	Granger nedensellik testi	Sermaye girişlerinin reel döviz kuru değişimlerini açıklayabildiğini, reel döviz kurunun sermaye girişlerindeki değişimleri açıklayamadığını saptamıştır.
Aslan, Terzi, Siampan (2014)	Türkiye 1998 – 2011	ADF birim kök testi ve Granger nedensellik testi	KVSH'nin, ekonomik büyüme üzerinde etkili olduğunu saptamışlardır.
Apak, Uçak ve Uzunoğlu (2006)	Türkiye 1991:1-2005:4	VAR ve Granger nedensellik testi	Sıcak para girişlerinin, GSYİH ve reel döviz kuru arasında etkili olduğunu sağtamışlardır.
Güriş ve Kıran (2007)	Türkiye 1992:1-2005:4	Sınır testi yaklaşımı	Reel faiz oranının KVSH üzerinde etkili olmadığını, reel döviz kurunun ise, kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde etkili olduğu sonucuna varmışlardır.
Yeldan ve diğerleri (2002)	Türkiye 1992 – 2002	Zaman serisi ekonometrisi	Sermaye hareketleri ile ulusal paranın reel olarak değerlenmesi arasında pozitif ilişki olduğu bulunmuştur.
Akbaş, Şentürk, Sancar ve Akyazı (2012)	Türkiye 1998:1-2011:4	ARDL testi	KVSH, cari açık ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemli ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.
Akçoraoğlu (2000)	Türkiye 1989:1-1999:4	VAR analizi	Kısa vadeli sermayenin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı

			sonucuna varmıştır.
Örnek (2008)	Türkiye 1996:4-2006:l	VAR analizi	Kısa ve uzun vadede doğrudan yatırımların yurtiçi tasarrufları olumlu etkilediğini, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yurtiçi tasarrufları olumsuz etkilediğini tespit etmiştir. Ayrıca doğrudan yatırımların ve kısa vadeli sermaye girişlerinin büyümeyi uzun dönemde pozitif, kısa dönemde negatif etkilediğini tespit etmiştir.
Sevcan (2007)	Türkiye 1992:1-2003:12	VAR analizi ve En küçük kareler yöntemi	Sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerin bu akımların olumsuz yönlerini gidermek için piyasaları geliştirici, ekonomik ve siyasi istikrarı sağlayıcı politikalar uygulamaları gerektiğini belirtmiştir.
Direkçi ve Kaygusuz	Türkiye 1990Q1-2012Q4	ARDL sınır testi ve Toda-Yamamoto Granger nedensellik testi	Kısa vadeli sermaye akımlarının bağımlı değişken olduğu model istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Ayrıca reel döviz kuru ve enflasyon oranından kısa vadeli sermaye akımlarına doğru hem uzun hem de kısa dönemde istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilmiştir.

Vergil ve Karaca (2010)	Türkiye 1980–2005	Panel veri analizi yöntemi	Portföy ve doğrudan yabancı yatırımların, ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini, kısa vadeli sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini bulmuşlardır.
İnsel ve Sungur (2003)	Türkiye 1989:3-1999:4	Ek küçük kareler yöntemi ve Granger nedensellik testi	Kısa vadeli sermaye akımlarından ekonomik büyümeye doğru bir nedensellik bulunmadığını, aksine kısa vadeli sermaye akımlarından cari açıklara, DİBS faiz oranı artışına doğru bir nedensellik saptamışlardır. Ayrıca kısa vadeli sermaye akımlarının, kurların aşırı değerlenmesine bağlı olarak ithalatın artmasına ve cari açığa neden olduğu sonucuna varmışlardır.
Gündoğdu (2014)	Türkiye 1980- 2005	VAR analizi ve En küçük kareler yöntemi	Doğrudan yabancı yatırımların Türkiye'nin reel döviz kuru üzerinde etkili olmadığını ve Türkiye'nin büyüme performansının sermaye hareketleri üzerinde fazla etkili olmadığını belirtmiştir.
Ekinci (2011)	30 OECD ülkesi 1996- 2008	Panel veri analizi yöntemi	Büyüme ve yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif ilişki bulurken, diğer sermaye hareketleriyle

			toplam sermaye hareketleri ve büyüme ilişkisinde anlamlı bir ilişki bulmamıştır.
Bailliu (2000)	40 gelişmekte olan ülke 1975- 1995	Panel veri analizi yöntemi	Sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye katkısının olumlu, etkisinin olumsuz olduğunu bulmuştur.
McLean ve Shrestha (2002)	40 ülke 1976- 1995	Panel veri analizi yöntemi	Sermaye akımları ile ekonomik büyüme arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Tablo III: Literatür Özeti

Kısa vadeli sermaye için genellikle VAR analizi, Granger nedensellik testi, ARDL testi, en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Yapılan çalışmalarda 1975 yılından 2012 yılına kadar olan dönemler araştırılmıştır. Bu tez çalışmasında ise geçiş olasılıkları matrisi yöntemi kullanılmış ve Türkiye'de 2014 dönemi için basit statik bir matris optimizasyonu yapılmıştır. Buna göre Türkiye enflasyon oranı ve kur değişimi açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı görülmektedir. Bu çalışmadaki değişkenler 2005 yılında Aksaraylı ve Tuncay çalışmasında da araştırılmıştır. Bu tez çalışmasından farklı olarak 2005 döneminde Türkiye enflasyon oranı açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz ve kur değişimi açısından avantajlı görülmüştür.

Bu çalışmaların ışığında kısa vadeli sermaye hareketleri bir model çerçevesinde incelenmeye çalışılmıştır.

3.1. TÜRKİYE'YE YÖNELİK KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ KARAR MODELİ

Analizde kısa vadeli sermaye bağımlı değişken kabul edilerek faiz oranında, enflasyon oranında ve kur değişiminde yaşanan değişmelerin fonksiyonu olmaktadır. Özellikle faiz oranı düştüğünde sermaye akımlarının arttığına yönelik sonuçlar elde edilmiştir (Fernandez-Arias E., 1996: 390, Calvo G.A., Leidermann L., Reinhart C., 1996: 123-139).

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

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

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

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

Tablo IV. Ülkelerin 2014 Yılı İstatistikleri

Tablo 4'te gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye girişlerinin temel kriterleri olan faiz, enflasyon, kur değişimi oranları ve portföy sermayesi, OECD ve Dünya Bankası'ndan alınmıştır. Sermaye akımlarını belirleme gücünün yüksek olması bakımından, modelde bu değişkenler kabul edilmiştir. Analizin güncel olması için 2014 yılına ait veriler kullanılmıştır. Tablo 4'te 2014 yılı portföy sermayesi

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

3.2. KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ İÇİN KARŞILAŞTIRMA MATRİSİ

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

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

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

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

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

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

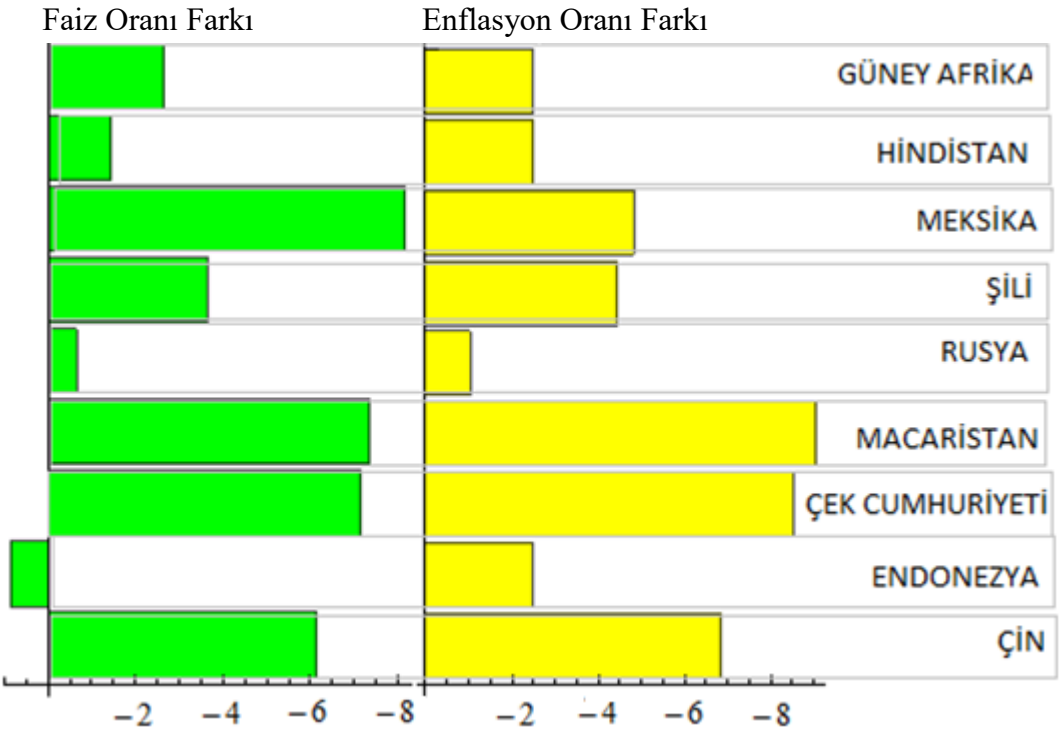
$$\Delta_{k_i} : (KurDeğişimi)_i - (KurDeğişimi)_{Türkiye} \quad (4)$$

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

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

$$\Delta K = \begin{bmatrix} \Delta_{f_i} & \Delta_{e_i} & \Delta_{k_i} \\ -6.15 & -6.85 & 3.90 \\ 0.85 & -2.46 & 11863 \\ -7.15 & -8.51 & 18.6 \\ -7.35 & -9.07 & 230.4 \\ -0.65 & -1.04 & 36.20 \\ -3.65 & -4.45 & 568.10 \\ -8.15 & -4.83 & 11.10 \\ -1.45 & -2.5 & 58.8 \\ -2.65 & -2.47 & 8.7 \end{bmatrix}_{9\times 3} \begin{matrix} No \\ 1 \\ 2 \\ 3 \\ 4 \\ 5 \\ 6 \\ 7 \\ 8 \\ 9 \end{matrix} \quad \begin{matrix} Ülkeler \\ ÇİN \\ ENDONEZYA \\ ÇEK\ CUMHURİYETİ \\ MACARİSTAN \\ RUSYA \\ ŞİLİ \\ MEKSİKA \\ HİNDİSTAN \\ GÜNEY\ AFRİKA \end{matrix} \tag{6}$$

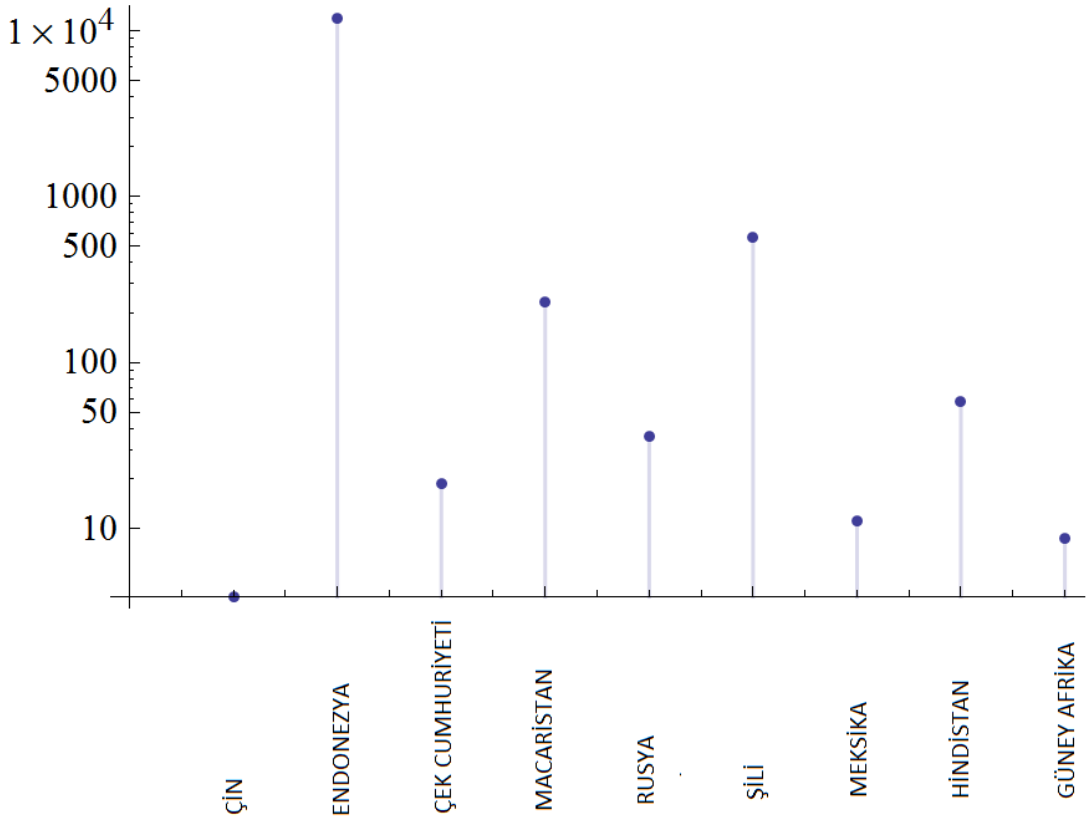
6 numaralı eşitliğin verildiği ΔK matrisinde, Δ_{f_i} değişkenine ait negatif değerler faiz oranının Türkiye'de daha yüksek olduğunu; Türkiye'nin daha avantajlı olduğunu göstermektedir. Δ_{e_i} değişkenine ait negatif değerler enflasyon oranı bakımından Türkiye'nin daha dezavantajlı olduğunu, Δ_{k_i} değişkeni bakımından negatif değerler Türkiye'de ulusal paranın diğer ülkeye nazaran ABD Doları karşısında daha çok değer kazandığını göstermektedir. Bu açıdan Türkiye'nin Çin karşısında faiz oranı % 6.15 daha yüksek; enflasyon oranı Çin'den % 6.85 daha yüksek ve ulusal parası ise Çin ulusal parası karşısında % 3.9 oranında değer kaybetmiştir.



Grafik 5: Türkiye ile Diğer Ülkeler Arasındaki Faiz ve Enflasyon Oranı Farkları

Karşılaştırma matrisinden elde edilen veriler grafik 5'te gösterilmiştir. Buna göre faiz oranı farkları yeşil renk ile, enflasyon oranı farkları sarı renk ile belirtilmiştir. Türkiye ile Endonezya'nın faiz oran farkı hariç tüm ülkelerin faiz oranı ve enflasyon oranı farkları negatif değer aldıkları için negatif çizelgede gösterilmiştir. Sadece 0.85 değer alan Endonezya ile faiz oranı farkı çizelgenin diğer tarafında yer almıştır.

Döviz Kuru Değişim Farkı



Grafik 6: Türkiye ve Diğer Ülkeler Arasındaki Döviz Kuru Değişim Farkları

Grafik 6'de ise döviz kuru değişim farkları gösterilmiştir. Ayrı bir grafikte gösterilmesinin nedeni; veriler arasındaki farkların çok fazla olması ve bu şekildeki gösterimin daha anlamlı bulunmasıdır. Döviz kuru değişim farkları bütün ülkeler için pozitif değer aldığı için grafik yukarı yönlü olmuştur. Buna göre Türkiye'nin ulusal parası en çok Endonezya karşısında, en az Çin karşısında değer kaybetmiştir. Türkiye döviz kuru açısından en fazla Endonezya karşısında dezavantajlıdır.

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

$$P = \begin{bmatrix} \textit{Mutlak Portföy} \\ 51.91 \\ 3.26 \\ 0.27 \\ 0.34 \\ 12.92 \\ 2.32 \\ 4.84 \\ 12.37 \\ 2.55 \end{bmatrix}_{9\times1} \quad \begin{matrix} \textit{No} \\ 1 \\ 2 \\ 3 \\ 4 \\ 5 \\ 6 \\ 7 \\ 8 \\ 9 \end{matrix} \quad \begin{matrix} \textit{Ülkeler} \\ \textit{ÇİN} \\ \textit{ENDONEZYA} \\ \textit{ÇEK CUMHURİYETİ} \\ \textit{MACARİSTAN} \\ \textit{RUSYA} \\ \textit{ŞİLİ} \\ \textit{MEKSİKA} \\ \textit{HİNDİSTAN} \\ \textit{GÜNEY AFRİKA} \end{matrix} \tag{7}$$

3.3. KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ İÇİN KARŞILAŞTIRMALI KARAR MATRİSİ

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

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

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

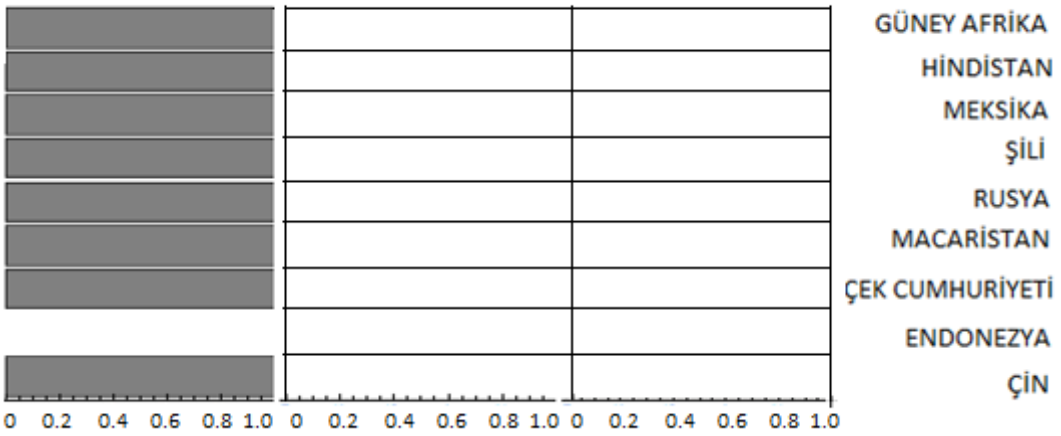
a_{k_i} : Türkiye ile diğer ülkeler arasındaki kur değişimi üstünlük katsayısıdır.

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

$$a_{e_i} = \begin{cases} 1, & \Delta_{e_i} > 0 \\ 0, & \Delta_{e_i} \leq 0 \end{cases} \text{ ise} \tag{9}$$

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

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



Grafik 7: Türkiye ile Diğer Ülkeler Arasındaki Faiz, Enflasyon, Kur Değişimi Üstünlükleri

11 numaralı eşitlikte Türkiye faiz oranı kriteri bakımından Endonezya hariç diğer 8 ülkeden avantajlı, ancak enflasyon oranı ve döviz kuru kriterleri bakımından diğer 9 ülke karşısında dezavantajlı görülmektedir. Buna göre grafik 7'de Türkiye'nin üstünlüğe sahip olduğu alanlar gri renk ile gösterilmiştir.

3.4 KARAR KRİTERLERİNE GÖRE KISA VADELİ SERMAYE GİRİŞİ

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

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

$$c_1 = \begin{cases} 1 & a_{f_i} = 1 \,\&\, a_{e_i} = 1 \,\&\, a_{k_i} = 1 \;\; ise \\ 0 & diğer\ durumlarda\ ise \end{cases} \tag{12}$$

$$c_2 = \frac{a_{f_i} + a_{e_i} + a_{k_i}}{3} \tag{13}$$

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

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

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

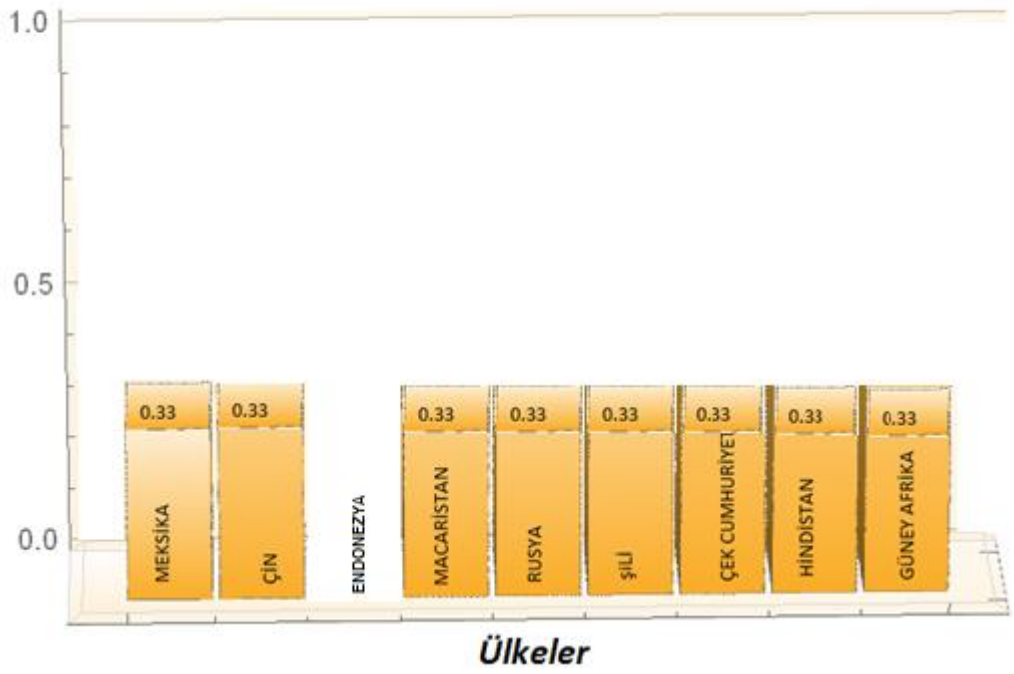
$$[TP]_{1\times1} == [C_i]^T{}_{1\times9} \times [P]_{9\times1} \tag{14}$$

Hesaplamalar 15 ve 16 numaralı eşitliklerde verilmiştir. 17 numaralı eşitlikte verilen matrise göre 15 numaralı eşitlikte de gösterildiği gibi C_1 kriterine göre diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi 0 olarak elde edilmiştir. Benzer şekilde C_2 kriterine göre diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 29.18 milyar $ olarak elde edilmiştir.

$$\left[TP_1\right]_{1\times1} = [C_1]^T{}_{1\times9} \times [P]_{9\times1} = 0 \tag{15}$$

$$\left[TP_2\right]_{1\times1} = [C_2]^T{}_{1\times9} \times [P]_{9\times1} = 29.18 \tag{16}$$

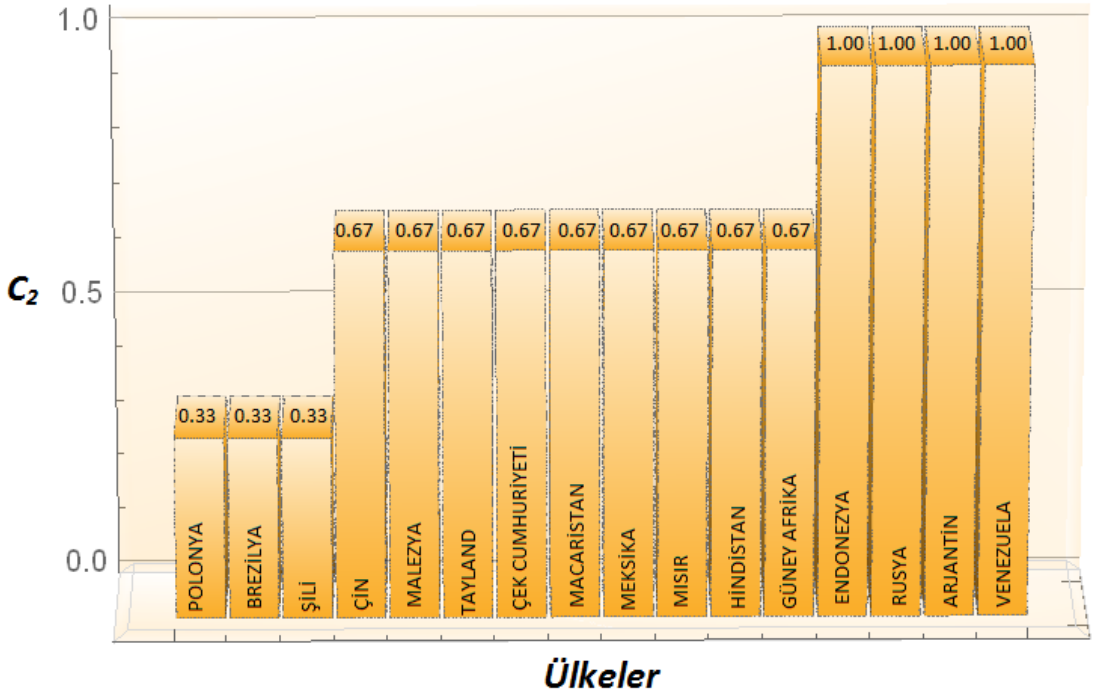
$$C_i = \begin{bmatrix} c_1 & c_2 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \\ 0 & 0.33 \end{bmatrix} \begin{matrix} No \\ 1 \\ 2 \\ 3 \\ 4 \\ 5 \\ 6 \\ 7 \\ 8 \\ 9 \end{matrix} \quad \begin{matrix} Ülkeler \\ ÇİN \\ ENDONEZYA \\ ÇEK\ CUMHURİYETİ \\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



Grafik 8: 2014 Yılında Diğer Ülkelerden Türkiye'ye Girişi Sağlanabilecek Portföy Sermayesi

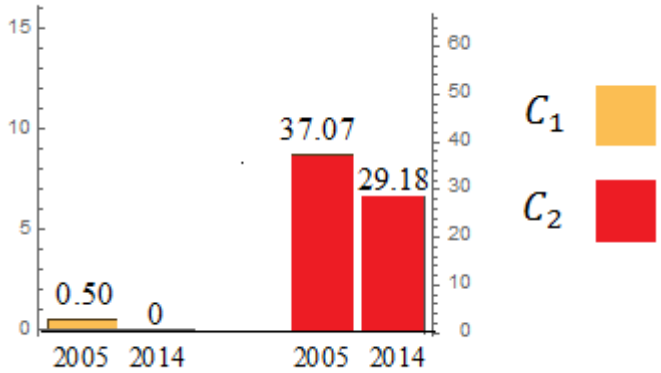
Meksika, Çin, Macaristan, Rusya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %33'ünü elde edebilecektir. Endonezya ise bütün şartları sağlasa bile portföy sermayesini elde edemeyecektir.

Aksaraylı ve Tuncay tarafından 2005 yılında yapılan "Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği" adlı makalede gelişmekte olan 16 ülke ele alınmıştır. Bu çalışmada Polonya, Brezilya ve Şili bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %33'ünü, Çin, Malezya, Tayland, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Mısır, Hindistan, Güney Afrika %67'sini, Endonezya, Rusya, Arjantin, Venezuela tamamını elde edebilecektir.



Grafik 9: 2005 Yılında Diğer Ülkelerden Türkiye'ye Girişi Sağlanabilecek Portföy Sermayesi

Bu kıyaslamaya göre; Rusya bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin tamamını elde edebiliyorken 2014 yılında %33'ünü elde edebilmektedir. Meksika, Çin, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika 2005 yılında bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %67'sini elde edebiliyorken 2014 yılında %33'sünü elde edebilmektedir. Endonezya bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin tamamını elde edebiliyorken 2014 yılında avantajını tamamen kaybetmiştir. Buna göre bu ülkelerin avantajlarını yitirdikleri görülmektedir. Şili bütün şartları sağladığında portföy sermayesinin %33'ünü elde edebiliyorken 2014 yılında yine %33'ünü elde edebilmektedir. Buna göre ise Şili avantajını aynı oranda sürdürmüştür.



Grafik 10: 2005- 2014 Portföy Sermayesi Değişimi

C_1 kriterine göre 2005 yılında diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 5 milyar $ iken, 2014 yılında bu miktar sıfırlanmıştır. C_2 kriterine göre 2005 yılında diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarı toplam 37 milyar $ iken, 2014 yılında 29.18 milyar $'a düşmüştür.

SONUÇ VE ÖNERİLER

1990'lı yıllardan bu yana küreselleşme kavramının hızlanmasıyla, dünyada yabancı sermaye akımları önem kazanmıştır. Bu yabancı sermaye akımları özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru olmuştur. Bu dönemde sermayenin niteliğinde de değişiklikler yaşanmıştır; yabancı sermaye, spekülatif nitelikte olan sıcak para şeklinde piyasalara girmiştir. Spekülatif ve kısa vadeli nitelik taşıyan bu türdeki sermaye akımlarının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Akışkan niteliği yüksek bu tür finansal sermaye akımlarının Türkiye'ye yönelik toplam yabancı sermaye içinde sahip olduğu ağırlıklı pay Türkiye ekonomisinin krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır. Küreselleşme ile başlayan değişim sürecinde hızlanan sermaye hareketleri içinde, faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen, spekülatif amaçlı, kısa vadeli sermaye hareketlerinin payı giderek artmış ve bu hareketlerin ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır. 1990'lı yıllardan sonra yapılan akademik çalışmalarda, yabancı sermayenin dünya ekonomisinin gelişiminde önemli paya sahip olması nedeniyle yabancı sermaye akımlarının makroekonomik etkileri en çok analiz edilen konular arasında yer almıştır.

Bu çalışmada geçiş olasılıkları matrisi yöntemi kullanılmış ve kısa vadeli sermaye hareketlerinde belirleyici olduğu kabul edilen değişken değerlerinin farkları alınarak bir karar matrisi elde edilmiştir. Karar matrisine dayanarak, ithal edilebilecek olası sermaye miktarları araştırılmıştır. Bu analiz sonucunda Türkiye enflasyon oranı ve kur değişimi açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz oranı açısından avantajlı görülmektedir. Bu görünüm Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerini teşvik edecektir. Ancak bu durum ülkenin finansal krizlere karşı daha kırılgan hale gelmesine sebep olabilecektir.

2014 yılının verileri alınarak elde edilen bu sonuç aynı zamanda Aksaraylı ve Tuncay tarafından 2005 yılında yapılan "Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği" çalışması ile kıyaslanmıştır. 2005 yılında ise Türkiye enflasyon oranı açısından diğer ülkeler karşısında dezavantajlı ancak faiz ve kur değişimi açısından avantajlı görülmüştür. Ayrıca ele alınan gelişmekte olan ülkeler açısından da farklılıklar görülmüştür. Buna göre Meksika, Çin, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Afrika ve Endonezya'nın avantajlarını yitirdikleri, Şili'nin avantajını aynı oranda sürdürdüğü görülmüştür. Ayrıca 2014 yılında diğer ülkelerden Türkiye'ye girişi sağlanabilecek portföy sermayesi miktarının 2005 yılına göre azaldığı tespit edilmiştir.

Günümüzde finansal piyasaların gittikçe entegre haline gelmesi, teknolojik ilerlemeler, fonların ülkeden ülkeye kolaylıkla transfer edilmesi, ülkelerin sermaye akımlarına daha fazla açılması ve sistemlerini liberalize etmeleri ile bu tür sermaye akımlarından kaçınmak pek mümkün olmamaktadır. Özellikle kalkınma için gerekli olan kaynakları bulmakta güçlük çeken gelişmekte olan ülkeler için kısa vadeli sermaye önemli bir kaynak işlevi görmektedir. Finans piyasalarını liberalize etmiş olan Türkiye de bu tür sermaye akımlarından kaçınamamaktadır. Ülkenin kalkınmasına yönelik olarak kullanılabilmesi açısından bu tür sermaye hareketlerinin engellenmemesi gerekmektedir. Bu bağlamda faiz oranlarını aşırı derecede yükseltip spekülatif saldırılara ortam yaratmadan ülkenin kalkınmak için ihtiyaç duyduğu kaynakları kontrollü şekilde çekmesi için faiz oranlarının diğer ülkelere göre biraz daha yüksek tutulup bu tür sermaye hareketlerinin ülkeye çekilmesi ekonomi için çok zararlı görülmemektedir. Böylece enflasyon da önlenmiş olacaktır. Kısa vadeli sermaye yoluyla gelen para borç niteliğinde olup ülkenin borç stokunu artırsa da doğrudan yatırım çekmekte zorlanıldığı için kısa vadeli sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır. Doğrudan yatırım çekmekte güçlük çeken Türkiye kısa vadeli sermaye hareketlerini çekerek en azından dış sermaye ihtiyacını karşılayabilecektir.

Gelişmekte olan ülke olarak Türkiye sağlıklı büyümeyi sağlamak için doğrudan yatırımları çekmeye dönük düzenlemeler yapmalıdır. Bunun için teknoloji-yoğun yatırımların ülkeye çekilmesi, kapsamlı bir vergi reformu gibi düzenlemeler gerekmektedir. Doğrudan yabancı yatırımlar gerek kriz boyunca istikrar göstermesi gerek ekonomik büyümeye olumlu katkısı bakımından ülke için faydalı görülmektedir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin, finansal krizlere karşı riski daha da artırmasını önlemek açısından esnek kur sistemi uygulanmalıdır. Sabit kur sistemi, Merkez Bankası'nı kurları sabit tutma amacıyla rezervlerini kullanarak müdahale etme mecburiyetinde bırakmaktadır. Pek çok gelişmekte olan ülkenin Merkez Bankası rezervleri yeterli düzeyde olmadığı için sabit kur sistemi krizlere karşı ülkeyi daha hassas hale getirmektedir. Sabit kur sistemi uygulandığı takdirde, Merkez Bankası rezervleri üzerinde baskı oluşturup spekülatif saldırıyı artırabileceğinden esnek kur sistemi en azından sistemin kırılganlığını hafifletebilecektir. Esnek kur sisteminde de geleceğe yönelik belirsizlikler olabilmektedir. Ancak esnek kur sistemi, Merkez Bankası'nı rezervlerini kullanma mecburiyetinde bırakmadan krizlere karşı finansal kırılganlığı azaltmak ve krizi önlemek açısından daha avantajlı görülmektedir. Ayrıca esnek kur sistemi ekonomideki olumlu ve olumsuz gelişmelere anlık tepki verebilmektedir. Kısa vadeli sermayenin yoğun olarak girdiği dönemde Merkez Bankası rezervleri artırılarak, bu rezervler ileriki dönem için ihtiyat amacıyla kullanılabilecektir.

KAYNAKÇA

Adanur, Aklan Nejla, "Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, V/7, 2002, s. 35-52.

Akbaş, Y. E., Şentürk, M., Sancar, C. ve Akyazı, H., "The Relationship Among the Current Deficit – Short Term Capital Movements and Economic Growth: Evidence from Turkey", 2012.

Akçoraoğlu, A., "International Capital Movements, External Imbalances and Economic Growth: The Case of Turkey", Yapı Kredi Economic Review, 11, 2000.

Akdiş, Muhammet, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Yol Açtığı Finansal Krizler ve Bu Krizleri Önlemede Kullanılabilecek Araçlar: Tobin Vergisi", Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı: 36, Mayıs-Haziran 2004, s. 36-48.

Akdiş, Muhammet, "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Finansal Krizler-Beklentiler", Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Sayı: 26, Ekim 2002, s. 1–45.

Aksaraylı, M. ve Tuncay, Ö., "Kısa Vadeli Sermaye Girişi Modellemesi: Türkiye Örneği", Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, XXIV/1, 2009, s.105-122.

Akyüz, Yılmaz, "Financial Liberalization: The Key Issues", UNCTAD Discussion Paper, No: 56, 1993, s. 18.

Akyüz, Y. ve Held, G., "Finance and The Real Economy, Issues and Case Studies in Developing Countries", UNCTAD Discussion Paper, No.91, 1993, s. 21.

Akyüz, Y. ve Karakoç, M., "Yapısı, İşleyişi ve Genel Özellikleri ile Hedge Fonlar ve Bir İnceleme", Alanya Uluslararası İşletme Fakültesi Dergisi, X/3, 2011, s. 72-93.

Albayrak, Candan, "Küreselleşme ve Ekonomik Krizin İş Hukukuna Etkisi", Türkiye Barolar Birliği Dergisi, Sayı: 98, 2012, s. 165-202.

Alkin, Emre, "Büyüme-İstikrar-Yabancı Sermaye İlişkisi," Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, 2001, s. 1-2. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/buyumeistikrar

Anbar, Adem, "Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri", Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, XXVII/1, 2009, s. 417-420.

Anson, Mark , "Hedge Funds", The Handbook of Financial Instruments, Ed.: Frank J. Fabozzi, John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2002, s. 667.

Apak, S., Uçak, A. ve Uzunoğlu, S., "Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", TEK Uluslararası Ekonomi Konferansı, 2006.

Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-K., Jorge I. and Kirilenko, A., "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", IMF Özel Durum Çalışması, 2000, s. 190. http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm

Aslan, N., Terzi, N. ve Siampan E., "Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme ve Reel Döviz Kuru İle İlişkisi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, V/10, 2014, s. 15-32.

Ay, A. ve Mangır, F., "Uluslararası Finansal Entegrasyon Bağlamında Sermayenin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi", Maliye Dergisi, Sayı: 153, Temmuz-Aralık 2007, s. 137.

Babaoğlu, Didem, "Sermaye Akımlarının Yönetimi: Türkiye'ye İlişkin Bir Değerlendirme", Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005.

Bade, R.and Parkin M., "Foundations of Macroeconomics", Pearson-Addison Wesley Education Inc., U.S.A., 2004, s.504.

Bahar, Halil İbrahim, Sosyoloji, Ankara, Hayat Yayıncılık, 2009.

Bailliu, Jeannine, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", Bank of Canada Working Paper, 2000.

Balay, Refik, "Küreselleşme, Bilgi Toplumu ve Eğitim", s. 64, http://pol.atilim.edu.tr/files/kuresellesme/bt/kuresel_bt.pdf

Balay, Refik, "Küreselleşme, Bilgi Toplumu ve Eğitim", s. 66, http://www.turcomoney.com/yazar/gelir-dagilimindaki-esitsizlik-giderek-artiyor.html (12.05.2013)

Balkır, Zehra Gönül, "Küreselleşmenin Ekonomik Özgürlüklere Yansıması: Sosyal Hakların Daraltılması", http://www.sosyalhaklar.net/2009/bildiri/balkir.pdf

Balseven, H. ve Erdoğdu, M., "Mali Kriz Riski Bağlamında Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilir Bir Versiyonu", Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, XX/1, 2005, s. 306- 310.

Banuri, T. ve Schor, J., Financial Openess and National Autonomy, Oxford: Claredon Press, 1992.

Barışık, S. ve Açıkgöz, E., "Türkiye'de Uluslararası Sermaye Hareketleri Faiz İlişkisi: 1992–2005 Dönemi VAR Analizi", TİSK Akademi Dergisi, II/3, 2007.

Batmaz, Nihat, "Küreselleşmenin Yerel Ekonomiler Üzerinde Oluşturduğu Etkiler", Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Sayı: 9, 2012, s. 27-54.

Bauman, Zygmunt, Küreselleşme Toplumsal Sonuçları, Dördüncü Baskı, İstanbul: Ayrıntı Yayınları, 2012, s. 76.

Bayar, Fırat, "Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye", Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Sayı: 32, 2008, s. 25-34

Berksoy, Taner, "Kur-Faiz Kıskacı", Görüş Dergisi, Sayı: 47, 2001, s. 54.

Berument, H. ve Dinçer, N., "Do Capital Flows Improve Macroeconomics Performance in Emerging Markets?" The Turkish Experience", Emerging Markets Finance and Trade, XL/4, Temmuz-Ağustos 2004.

Brealey, R. A., Steward, C.M. and Alan, J. M., "İşletme Finansının Temelleri", (Çev. Ünal Bozkurt, Hatice Doğukanlı ve Türkan Arıkan), İstanbul: Literatür Yayınları, 1997, s. 647.

Calvo, G.A., Leidermann, L. ve Reinhart, C., "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors" International Monetary Fund, Staff Papers, Number 40, 1993, s. 108-150.

Calvo, G.A., Leidermann, L., ve Reinhart, C., “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s, The Journal of Economic Perspectives”, X/2, 1996, s. 123-139.

Caravcı, Ali, “Uluslararası Sermaye Hareketleri”, (Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi, 2000.

Celasun, O., Denizer, C. and Dong, H., “Capital Flows Macroeconomic Management and the Financial System: The Turkish Case 1989- 97”, The World Bank Policy Reserch Working Paper 2141, July 1999, pp. 1-58.

Cengiz, V. ve Karacan, R., “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Ekonomik Sonuçları”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Sayı: 15, 2015.

Cömert, Faruk, “İstihdam Sorunu ve Yabancı Sermaye”, Hazine Dergisi, Sayı: 13, 2000, s. 13-17.

Çankaya, Serkan, “Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği”, 2008, s. 2.

Çeken, H., Ökten, Ş., Ateşoğlu, L., “Eşitsizliği Derinleştiren Bir Süreç Olarak Küreselleşme ve Yoksulluk”, C. Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, II/9, 2008.

Çetin, Muhammet Şükrü, “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri: Türkiye Örneği”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2008.

Çeviş, İ. ve Kadılar, C., “The Analysis of The Short-Term Capital Movements by Using the VAR Modelis: The Case of Turkey”. The Pakistan Development Review, XL/3, 2001.

Danışoğlu, Ayşe Çelikel, "Uluslararası Sermaye Akımları Karşısında Uygulanan Politikalar", İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 2001, s. 116.

De Grauwe, Paul, "Controls Oil Capital Flows", Center for Economic Studies, Discussions Paper Series, 2000, pp.1-17.

Değirmen, S. ve Şengönül, A., "Türkiye'de Net Özel Tasarruf-Yatırım Açığının Belirleyicileri", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2012.

Demirçelik, A., Bahşayiş, T., "Şirketler Kesiminin Reel Yatırımları ve Bunların Finansmanı, Sermaye Piyasası Kurulu", Ankara, 1995.

Demirel, Onur, "Doğrudan Yabancı Yatırımlar, Ekonomik Büyümeye Etkileri ve Türkiye Uygulaması", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006, s. 10.

Dinler, Zeynel, İktisada Giriş, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 2005.

Eğilmez, M. ve Ercan K., Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, On Beşinci Baskı, İstanbul: Remzi Kitabevi, 2011, s. 365

Direkçi ve Kaygusuz, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Değişkenler ile Olan Etkileşimi: Türkiye Örneği", Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, V/9, 2013, s. 29-32.

Dooley, M. P. ve Isard, P., "Capital Controls, Political Risk and Deviations from Interest-Rate Parity", The Journal of Political Economy, LXXXVIII/2, 1980, pp. 370-384.

Ekinci, Necdet, "Kamu Açıkları ve Para Politikası", Görüş Dergisi, No: 6, 1997, s: 36-43.

Ekinci, Aykut, “Sermaye Hareketleri Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği”, Anadolu International Conference in Economics II, 2011.

Elbir, Cafer, “Yabancı Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyümeye Etkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2010.

Ercan, Hakan, Açık Ekonomi İstikrar Tedbirleri ve Sıcak Para, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları, No: 642, Ankara, 2000.

Eren, Aslan, Türkiye Ekonomisi, Bursa, Ekin Kitabevi Yayınları, 2015.

Ergül, Özgür, “Sermaye Kontrolleri: Uygulanışı, Etkinliği ve Türkiye Üzerine Yorumlar”, Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2012.

Erol, E. ve Samsunlu, A., "Yabancı Sermaye ve Türkiye'de Elektronik, Kimya ve Toprak Sektörlerinde Faaliyet Gösteren Yatırım Ortaklarının Performanslarının İncelenmesi", Doğuş Üniversitesi Dergisi, Cilt: 4, 2003, s. 71-88.

Edwards, S., “How Effective are Controls on Capital Inflows? An Evaluation of Chile’s Experience”, 1999, s. 1-28, http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/capflows_chile.pdf, (erişim tarihi: 7.09.2016)

Eichengreen, B., James, T., Wyplosz, C., “Two Cases for Sand in Wheels of International Finance”, Economic Journal, no: 24, 1995, s. 136-162.

Emil, F. ve Vehbi, T., “Uluslararası Sermaye Hareketleri Kalkınma Ve Türkiye Örneği”, Ekonomik Yaklaşım Dergisi, XIV/58, 2003, s. 1-23.

Ersoy, İ., “The Role of Private Capital in Flows and the Exchange Market Pressure on Real Exchange Rate Appreciation: The Case of

Turkey", South African Journal of Economics, LXXXI/1, 2013, pp. 35-51.

Erataş, F. ve Öztekin, D., "Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği", Ekonomi Bilimleri Dergisi, II/2, 2010.

Esener, Ç. ve Biniş, M., "Eski Sorunlar İçin Yeni Çözümler: Yeni Bir İşlem Vergisi Önerisi", İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, IV/3, 2012, s. 129- 131.

Eser, Kezban Akyol, "Finansal Serbestleşme Sürecinde Artan Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Ekonomisine Etkileri, Riskler ve Politika Araçları", (Basılmamış Mesleki Yeterlilik Tezi), Ankara, 2012.

Eset, U., "Türkiye'de Finansal Serbestleşme Deneyiminin Öğrettikleri ve Reel Ekonomi", İktisat Dergisi, Sayı: 363, Ocak 1997, s. 75-78.

Fernandez, Alvin E., "The New Wave of Capital Inflows; Pus or Pull?, Journal of Development Economics", 1996, s. 390-418.

Fisher, Irving, The Theory of Interest, New York: The Macmillan Company, 1930.

Fischer, Stanley, "Globalization and Its Challenges", American Economic Review, XCIII/2, May 2003, pp. 2.

Foreman-Peck, J., Hughes H. A. and Ma, Y., "A Monthly Econometric Model of the Transmission of the Great Depression Between the Principal Industrial Economies," Economic Modelling, Elsevier, XVII/4, 2000, pp.515-544.

Glick, Reuven, "Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter

1998, http://www.frbsf.org/econrsrch/wklyltr/wklyltr98/el98-22.html, (erişim tarihi: 11.01.2016)

Gövdere, Bekir, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği" DTM, Dış Ticaret Dergisi, Sayı: 28, Nisan 2003, http://www.dtm.gov.tr/dtmweb, (erişim tarihi: 10.08.2016)

Güler, B., Keleş, E. ve Uçar, Ö., "Finansal İşlem Vergileri ve Avrupa Birliği Uygulaması", Türkiye Cumhuriyeti Avrupa Birliği Bakanlığı, Ekonomik ve Mali Politikalar Başkanlığı, Ankara, 2012, s. 28.

Gündoğdu, Mustafa Kemal, "Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Analizi", Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, 2014

Güneş, Sevcan, "Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği", Sosyo Ekonomi Dergisi, Sayı: 5, 2007, s. 13.

Gürbüz, Ramazan, "Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri", Yüksek Principal Industrial Economies," Economic Modelling, Elsevier, XVII/4, 2000, pp. 515-544.

Güriş, B. ve Kıran, B., "Reel Faiz Oranı ve Reel Döviz Kurunun Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerine Etkileri: Sınır Testi Yaklaşımı", İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Sayı: 255, 2007.

Helleiner, Gerry, "Capital Account Regimes and the Developing Countries", International Monetary and Financial Issues for the 1990s, vol. VIII, 1997, pp. 72- 86.

IIF, The Institute of International Finance, 2015 Raporu, http://www.maliye.gov.tr, (erişim tarihi: 13.08.2016)

IMF, “Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks”, Finance and Development, XXXIV/4, 1997, pp: 1-5, http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/imfstaff.pdf

IMF, “Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention”, Prepared by the Research Department, 2004.

İstanbul Menkul Kıymet Borsası Araştırma Müdürlüğü, Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, Araştırma Yayınları No: 3, Aralık 1994.

İnandım, Şeyda, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, 2005.

İnsel, A. ve Sungur, N., “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III-1999:IV”, ODTÜ Uluslararası Ekonomi IV. Kongresi, Eylül, Ankara, 2003, s. 6.

İktisat Terimleri Çalışma Grubu, İktisat Terimleri Sözlüğü, Ankara: Türk Dil Kurumu Yayınları, 2011.

Kar, M. ve Kara, M. A., “Türkiye’ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler”, Dış Ticaret Dergisi, Sayı: 29, 2005, s. 13-80.

Kara, Mehmet Akif, “Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş, Yüksek Lisans Tezi, 2002.

Karaca, S. Serdar, “Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Kriz Sonrası Görünüm”, Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi, 2010, s. 157- 173.

Karacan, Rıdvan, “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de Ekonomik Krizler, Sermaye Hareketleri ve ABD Doları Arasındaki İlişki”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, VII/33, 2014, s. 771.

Karadeniz, Oğuz, “Dünyada ve Türkiye’de İş Kazaları ve Meslek Hastalıkları ve Sosyal Koruma Yetersizliği”, Çalışma ve Toplum Dergisi, 2012, s. 18.

Karagül, Mehmet, Tehdit ve Fırsatlarıyla Dünya Ekonomisi, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım, 2010.

Karahan, Ö. ve Evren, İ., “Türkiye’ye Yönelik Yabancı Sermaye Akımlarının Hacim ve Kompozisyonundaki Gelişmeler”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Sayı: 21, 2013, s. 303-309.

Karakayalı, Hüseyin, Türkiye’nin Ekonomik Yapısı ve Değişim (Tarihsel Gelişim&Yapısal Değişim), Üçüncü Baskı, Manisa: Emek Matbaacılık Yayıncılık, 2009.

Karan, Mehmet Baha, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Dördüncü Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi, 2013, s. 45-48.

Karluk, Rıdvan Sadık, Uluslararası Ekonomi, İstanbul: Beta Yayınevi, 1998, s. 360-361.

Karluk, Rıdvan Sadık, “Türkiye Ekonomisi”, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2011, Ünite 5-6.

Karluk, Rıdvan Sadık, “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımları”, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 13, 1983, s. 14.

Kanca, C., Üzümcü, A. ve Deniz, A., “Fisher Etkisi Türkiye Ekonomisi İçin Geçerli Mi? Bir Zaman Serisi Analizi: 1980- 2013”, Verimlilik Dergisi, 2015

Kaya, Y. T, “Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği”, Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları No: DPT: 2487, Ağustos 1998, s. 33-43.

Kazgan, Gülten, Yeni Ekonomik Düzende Türkiye’nin Yeri, İstanbul: Altın Kitaplar Yayınları, 1995.

Kazgan, Gülten, İktisadi Düşünce veya Politik İktisat’ın Evrimi, İstanbul: Remzi Kitabevi, 9. Basım, 2000.

Kazgan, Gülten, Türkiye Ekonomisinde Krizler, 1929-2001, Birinci Baskı, İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

Keskin, Nagehan, “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği” Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, 2008.

Kıran, Burcu, “Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, XXII/1, 2007.

Kıpıcı, A. ve Kesriyeli, M., “Reel Döviz Kuru Tanımları ve Hesaplama Yöntemleri”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yayın No: 97/1, Sayı 131, 1997, s. 1.

Kıvılcım, Fulya, “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Türkiye Açısından Değerlendirilmesi”, Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi, Cilt 5, 2013, s. 220-222.

Koyuncu, Fatma Turan, “Türkiye’de Seçilmiş Makroekonomik Değişkenlerin Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Üzerindeki Etkisinin Yapısal VAR Analizi: 1990-2009 Dönemi”, Ekonomi Bilimleri Dergisi, I/2, 2010, s. 55.

Küçüközmen, C. ve Murat M., “Finansal Riskten Korunma Yolları (Hedge Funds)”, 2005, s. 3-15.

Linhart, Pavel H., “International Economics”, 8 Addition, Harward, 1986, s. 366.

Lhabitant, François-Serge, Handbook of Hedge Funds, John Wiley&Sons Ltd., Chichester, England, 2006.

Machlup, Fritz, “The Three Concepts of the Balance of Payments and the So-Called Dollar Shortage”, International Monetary Economics, George Allen and Unwin Ltd., London, 1970, pp. 69-71.

Mc Lean, Ben ve Sona Shrestha, “International Financial Liberalization and Economic Growth”, Research Discussion Paper, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia, 2002.

Miles, Marc, “Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and Monetary Indepence”, American Economic Rewiew, No: 68, 1978, pp. 428-436.

Mishkin, Frederic, “Financial Policies and The Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries”, NBER Working Papers No: 8087, January 2001.

Morande, F. G., “Domestic Currency Appreciation and Foreign Capital Inflows: What comes First?”, Journal of International Money and Finance, 7, 1988, s. 447 - 466.

OECD(1), https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm (erişim tarihi: 11.08.2016)

OECD(2), https://data.oecd.org/drf/private-flows.htm (erişim tarihi: 5.09.2016)

Organ, İ. ve Berk, E., “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Döviz Kuru İlişkisi ve Türkiye İçin Tobin Vergisi Tartışması”, Econ World Working Paper Series, No: 005, 2016, s. 13.

Ödemeler Dengesi, <http://www.ekonomi.name/kavramlar/odemeler-bilancosu.html>, (erişim tarihi: 17.06.2016)

Öcal, F. M. ve Polat, M. A., "Küresel Düzeyde Sermaye Hareketlerini Yönetmede Tobin Vergisi: Türkiye Örneği", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 40, Haziran-Aralık 2012, s. 67-94.

Öksüz, Suat, Türkiye'de Para ve Dış Denge, Eskişehir: İTİA Yayınları, No: 223/146, 1980.

Örnek, İbrahim, "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf Ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, Sayı: 63, 2008, s. 215.

Pamuk, S., "Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri ve Türkiye Örneği", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006.

Parasız, İlker, Türkiye Ekonomisi 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1998.

Pazarcık, O., Ünsal, N., Nakipoğlu, E., Türkiye'de Dış Kredi Kullanımı, Milli Prodüktivite Merkezi Yayınları: 380, Ankara: Yeniçağ Basım Yayın, 1989.

Pazarlıoğlu, M.V. ve Gülay, E., "Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği", Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, IX/2, 2007, s. 208.

Saraçoğlu, F. ve Şahan, Ö., "Tobin Vergisi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Sayıştay Dergisi, Sayı: 55, Ekim-Aralık 2004, s. 72.

Seyidoğlu, Halil, Uluslararası Finans, İstanbul: Güzem Can Yayınları, No: 27, 2013.

Spahn, Paul Bernd, International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options, University of Frankfurt/International MonetaryFund (IMF), Working Paper WP/95/60, 1995, pp. 1-63.

Spahn, Paul Bernd, "On the Feasibility of a Tax on Foreign Exchange Transaction", Report Commissioned by the Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, February, 2002, pp. 1–65.

Smith, Jacob G., "Exchange Rate Instability and the Tobin Tax", Cambridge Journal of Economics, Vol. 21, 1997, pp. 744.

Stiglitz, Josept, "Bleak Growth Prospects for the Developing World", International Herald Tribune, April 10-11, 1999, s. 1-6, http://www.iht.com/articles/1999/04/10/edstiglitz.2.t.php , (erişim tarihi: 7.09.2016)

Şenses, Fikret, Neoliberal Küreselleşme Kalkınma İçin Bir Fırsat Mı Engel Mi? Ankara, 2004.

Şimşek, Ali Rıza, "Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ve Türkiye Ekonomisine Etkileri", Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, 2007.

Şimşek, Muammer, "Türkiye'deki Yabancı Sermayenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Yaklaşım", Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 12, 1995, s. 12.

Şimşek, M. ve Kadılar, C., "Fisher Etkisinin Türkiye Verileri ile Testi", Doğuş Üniversitesi Dergisi, VII/1, 2006, s. 99-111.

Takım, Abdullah, "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri", Bartın Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü, 2010, s. 50.

Tanören, Damla, “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği”, (Yüksek Lisans Tezi), Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2009.

Taşçı, K. ve Demirbaş, E., “Küreselleşme Sürecinde Sermaye Hareketlerinin Vergilendirilmesi: Tobin Vergisi”, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, II/2, 2011, s. 78–109.

TCMB, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html, 2011.

TCMB, Para Politikası Raporu, 2012.

TCMB, Ödemeler Dengesi ile İlgili İstatistikler, Ödemeler Dengesi Analitik Sunumu, 2015

Tezcanlı, M., Varış, S., Kumbasar, B., Oral, E., Görgünay, H., Tan, E. Uytun, E., Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Yayınları, 1994.

Tobin, James, Interview with James Tobin: Reigning in the Markets, Courier, February 1, 1999.

Tokat, Ekin, "Capital Flows Under Different Modes of Financial Liberalization: Evidence from India and Turkey", IUP Journal of Applied Finance, 2009, XV/2, pp. 18-36.

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, 1989 Tarih ve 20249 Nolu Resmi Gazete, http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/20249.pdf&main=http://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/20249.pdf (erişim tarihi: 11.08.2016).

Türsoy, Turgut, “Sermaye Hesabı Liberalizasyonu: Teorik Bir İnceleme”, Doğuş Üniversitesi Dergisi, IX/2, 2008, s. 217–231.

Udomkerdmongkol, M., Holger, G. and Oliver, M., "Foreign Direct Investment and Exchange Rates: A Case Study of US FDI in Emerging Market Countries", University of Nottingham, School of Economics, Discussion Papers, VI/5, 2006, s. 1- 32.

UNCTAD, Trade and Development Report, Cenevre: UNCTAD, 1992.

Uzunoğlu, S., Aklin, K. ve Gürlesel, C., "Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye", İstanbul: İstanbul Menkul Kıymet Borsası Araştırma Yayınları, 1995.

Ünsal, Erdal, Makro İktisat, Altıncı Baskı, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2005, s. 73-74.

Vergil H. ve Karaca, C., "Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi", Ege Akademik Bakış Dergisi, X/4, 2010, s. 1207-1216.

Yeldan, Erinç, "Sıcak Para Akımları, Dış Borçlar ve Reel Kur", 2005, www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan15_9Mar05.pdf

Yeldan, Erinç, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, On İkinci Baskı, İstanbul: İletişim Yayınları, 2006.

Yeldan, E., Balkan, E., Biçer, F. G., "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the post-1990 Turkish Economy", 2002, http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/BBY_metu2002- 2.pdf (erişim tarihi: 7.09.2016)

Yentürk, Nurhan, "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri", Gazi Üniversitesi Ekonomik Yaklaşım Dergisi, No.27, 1997, s. 55–64.

Yentürk, Nurhan, Türkiye Ekonomisi, Remzi Kitabevi, 2000.

Yentürk, N. ve Çimenoğlu A., "Impact of International Capital Inflows on the Turkish Economy", ERCMETU VI. International Conference in Economics Symposium Proceedings, 2002, s. 1-28.

Yılancı, Veli, "Fisher Hipotezinin Türkiye İçin Sınanması: Doğrusal Olmayan Eşbütünleşme Analizi", Atatürk Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Dergisi, XXIII/4, 2009, s. 212.

Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M., Makro Ekonomi, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2006.

Yılmaz, Pelin, "Türkiye'de Finansal Serbestleşme ve Fonksiyonel Gelir Dağılımı", (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2011.

Yücel, İlhan, "Ödemeler Bilançosu Sorunu ve Planlı Dönemde Türkiye'nin Ödemeler Dengesi", Adana İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, 1973, s. 16.

Walter, Ingo, International Economics: Theory and Policy, The Ronald Press Company, New York, 1968.

WORLDBANK(1), http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FP.CPI.TOTL.ZG&country (erişim tarihi: 11.08.2016)

WORLDBANK(2), http://archive.data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND (erişim tarihi: 11.08.2016)

WORLDBANK(3), data.worldbank.org/indicator/BX.PEF.TOTL.CD.WD (erişim tarihi: 11.08.2016)

EK

```
FaizOranı = {5.6, 12.6, 4.6, 4.4, 11.1, 8.1, 3.6, 10.3, 9.1, 11.75}
{5.6, 12.6, 4.6, 4.4, 11.1, 8.1, 3.6, 10.3, 9.1, 11.75}

EnflasyonOranı = {2, 6.39, 0.34, -0.22, 7.81, 4.40, 4.02, 6.35,
  6.38, 8.85}
{2, 6.39, 0.34, -0.22, 7.81, 4.4, 4.02, 6.35, 6.38, 8.85}

KurDegişimi = {6.1, 11865.2, 20.8, 232.6, 38.4, 570.3, 13.3, 61,
  10.9, 2.2}
{6.1, 11865.2, 20.8, 232.6, 38.4, 570.3, 13.3, 61, 10.9, 2.2}

PortföySermaye2014 =
 {51915.79, 3259.25, 270.19, -341.16, -12922.26, 2320.65,
    4843.44, 12369.28, 2550.56, 2559} / 1000 // N
{51.9158, 3.25925, 0.27019, -0.34116,
 -12.9223, 2.32065, 4.84344, 12.3693, 2.55056, 2.559}

Deltafi = Table[FaizOranı[[i]] - FaizOranı[[10]], {i, 1, 9}]
{-6.15, 0.85, -7.15, -7.35, -0.65, -3.65, -8.15, -1.45, -2.65}

DeltaEi = Table[EnflasyonOranı[[i]] - EnflasyonOranı[[10]], {i, 1, 9}]
{-6.85, -2.46, -8.51, -9.07, -1.04, -4.45, -4.83, -2.5, -2.47}

Deltaki = Table[KurDegişimi[[i]] - KurDegişimi[[10]], {i, 1, 9}]
{3.9, 11863., 18.6, 230.4, 36.2, 568.1, 11.1, 58.8, 8.7}
```

```
ulkeler = {ÇİN, ENDONEZYA, ÇEK CUMHURİYETİ, MACARİSTAN, RUSYA,
   ŞİLİ, MEKSİKA, HİNDİSTAN, GÜNEY AFRİKA, TÜRKİYE};

ulkeler[[1]]

ÇİN

mm = ulkeler // TableForm

ÇİN
ENDONEZYA
ÇEK CUMHURİYETİ
MACARİSTAN
RUSYA
ŞİLİ
MEKSİKA
HİNDİSTAN
GÜNEY AFRİKA
TÜRKİYE

rr = Transpose[{Deltafi, DeltaEi, Deltaki, Range[9]}] // TableForm

-6.15    -6.85    3.9       1
0.85     -2.46    11863.    2
-7.15    -8.51    18.6      3
-7.35    -9.07    230.4     4
-0.65    -1.04    36.2      5
-3.65    -4.45    568.1     6
-8.15    -4.83    11.1      7
-1.45    -2.5     58.8      8
-2.65    -2.47    8.7       9
```

```
{rr, mm} // Flatten
```

				ÇİN
-6.15	-6.85	3.9	1	ENDONEZYA
0.85	-2.46	11863.	2	ÇEK CUMHURİYETİ
-7.15	-8.51	18.6	3	MACARİSTAN
-7.35	-9.07	230.4	4	RUSYA
-0.65	-1.04	36.2	5	ŞİLİ
-3.65	-4.45	568.1	6	MEKSİKA
-8.15	-4.83	11.1	7	HİNDİSTAN
-1.45	-2.5	58.8	8	AFRİKA GÜNEY
-2.65	-2.47	8.7	9	TÜRKİYE

```
Portföysermayesi = Abs[PortföySermaye2014]
 (*Abs komutu mutlak değer alır*)
```

```
{51.9158, 3.25925, 0.27019, 0.34116,
 12.9223, 2.32065, 4.84344, 12.3693, 2.55056, 2.559}
```

```
Table[{Portföysermayesi[[i]], i}, {i, 1, 9}] // TableForm
```

51.9158	1
3.25925	2
0.27019	3
0.34116	4
12.9223	5
2.32065	6
4.84344	7
12.3693	8
2.55056	9

```
In[16]:= Table[{If[Deltafi[[i]] < 0, 1, 0], If[DeltaEi[[i]] > 0, 1, 0], If[Deltaki[[i]] < 0, 1, 0]},
          {i, 1, 9}] // TableForm
```

Out[16]//TableForm=

1	0	0
0	0	0
1	0	0
1	0	0
1	0	0
1	0	0
1	0	0
1	0	0
1	0	0

$$C_1 = \begin{cases} 1 & a_{f_i} = 1 \ \& \ a_{e_i} = 1 \ \& \ a_{k_i} = 1 \ ise \\ 0 & diğer \ durumlarda \ ise \end{cases}$$

$$C_2 = \frac{a_{f_i} + a_{e_i} + a_{k_i}}{3}$$

```
In[17]:= nnn = Table[{If[Deltafi[[i]] < 0, 1, 0], If[DeltaEi[[i]] > 0, 1, 0], If[Deltaki[[i]] < 0, 1, 0]},
          {i, 1, 9}]

Out[17]= {{1, 0, 0}, {0, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}, {1, 0, 0}}

In[18]:= mmm = Table[Total[nnn[[i]]], {i, 1, 9}]

Out[18]= {1, 0, 1, 1, 1, 1, 1, 1, 1}

In[19]:= fff = Table[If[mmm[[i]] > 2, 1, 0], {i, 1, 9}]

Out[19]= {0, 0, 0, 0, 0, 0, 0, 0, 0}

In[20]:= ttt = Table[Total[nnn[[i]]] / 3, {i, 1, 9}] // N

Out[20]= {0.333333, 0., 0.333333, 0.333333, 0.333333, 0.333333, 0.333333, 0.333333, 0.333333}
```

```
In[21]:= Table[{fff[[i]], ttt[[i]], i}, {i, 1, 9}] // TableForm
```

Out[21]//TableForm=

0	0.333333	1
0	0.	2
0	0.333333	3
0	0.333333	4
0	0.333333	5
0	0.333333	6
0	0.333333	7
0	0.333333	8
0	0.333333	9

```
In[22]:= ggg = fff // MatrixForm
```

Out[22]//MatrixForm=

$$\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix}$$

```
In[23]:= uuu = Table[Portföysermayesi[[i]], {i, 1, 9}]

Out[23]= {51.9158, 3.25925, 0.27019, 0.34116, 12.9223, 2.32065, 4.84344, 12.3693, 2.55056}

In[24]:= fff = Table[If[mmm[[i]] > 2, 1, 0], {i, 1, 9}]

Out[24]= {0, 0, 0, 0, 0, 0, 0, 0, 0}

In[25]:= fff.uuu

Out[25]= 0.

In[26]:= ttt.uuu

29.1778
```