

Bilanço Düzeltme Sürecinde Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Ani Duruş Problemine Karşı Makro Basiretli Politikalar

De-Leveraging and Mitigating Pro-Cyclicality of Capital Flows in Emerging Market Economies: Role of Macro-Prudential Policies

Tolga Dağlaroğlu (Gazi University, Turkey)
Dr. Baki Demirel (Gaziosmanpaşa University, Turkey)
Ph.D. Candidate Serdar Varlık (Gazi University, Turkey)

Abstract

International capital flows have been on an unprecedented roller-coaster ride in recent years. Capital flows to emerging market economies have been strongly correlated with changes in global financing conditions, rising sharply during periods with relatively low global interest rates and low VIX (called risk-on) and shrinking afterward. In open emerging market economies, interest rate increases can attract excessive capital inflows appreciating the exchange rate, and leading to excessive borrowing in foreign currency, and encouraging leverage. A well-designed macro prudential policy prevents credit –driven bubble and mitigating pro-cyclicality of capital flows.

1 Giriş

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarında görülen bu artış bu ekonomilerde çıktı açığının azaldığı ve enflasyonun yükseldiği dönemler olarak karşımıza çıkmaktadır. Sermaye akımlarında bu ortamda görülen bu artış sıkı para politikası yoluyla yurtiçi talebin kontrol edilmesini imkansız hale getirmektedir. Tam tersine sıkı para politikası yurtiçi faizlerin yüksek kalması nedeniyle yeni sermaye girişlerini teşvik etmektedir. Buna ek olarak sermaye akımlarında meydana gelen bu artış yurtiçi ekonomik dengelerin bozulmasına neden olarak finansal istikrarsızlığa ve kırılganlığa neden olmaktadır. Bu akımları absorbe etmeye yönelik yurtiçi tahvil, bono ve hisse senedi halka arzları aynı zamanda varlık fiyatları üzerindeki baskının azalmasına yol açmaktadır. Fakat başka bir problem kaldıraçlı işlemlerin artmasına neden olmaktadır.

Finansal piyasaların görece daha sakin olduğu dönemlerde bir başka ifade ile yatırımcıların riske açık (risk-on) sanayileşmiş ekonomilerdeki yatırımcılar kaldıraçlı işlemler ile ve/veya portföy yatırımları ile gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik yatırımlarını arttırmakta bunun sonucunda gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin merkez bankaları kurun değer kazanımının önüne geçebilmek için yerli para karşılığında dolar almakta ve hiç istemedikleri bir biçimde rezerv para birimi cinsinden orta vadeli menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Bu süreçte gelişmekte olan piyasa ekonomileri yurtiçi yatırımcıyla yerli para birimi cinsinden menkul kıymet ihraç ederek buna cevap vermektedir. Böylece görece finansal piyasaların sakin olduğu dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde kaldıraçlı işlemler sonucunda yapılan yatırımlar asimetric varlık swap neden olmaktadır bu işlem rezerv para birimi cinsinden finansal varlık yerine riskli olarak görülen gelişmekte olan piyasa ekonomisine ilişkin finansal varlıklara yatırım olarak ifade edilmektedir. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının azaldığı ve finansal piyasalarda oynaklığın arttığı dönemlerde kısacası yatırımcıların risk almaya istekli olmadığı kısaca kapalı olduğu (risk-off) durumda ülkeden sermaye çıkışı olmakta bunun sonucunda merkez bankasının uluslararası döviz rezervleri önemli ölçüde azalmaktadır bir başka ifade ile gelişmekte olan piyasa ekonomisine ait merkez bankası uluslararası yatırımcıya güvenli finansal varlık arz etmektedir. Bu noktada makro basiretli politikalar hatta bazı durumlarda ise sermaye kontrolleri bu akımların ve etkilerinin yönetilmesinde önemli birer araç olmaktadır. Çalışmamız beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm giriş bölümüdür. Giriş bölümünü takip eden birinci bölümde konu hakkındaki literatür üzerinde durulmuştur. İkinci bölüm çalışmada kullanılan verilerin ve yöntemin tanıtıldığı bölümdür. Bu bölümü takip eden üçüncü bölümde ise yapılan ekonometrik uygulama sonucu elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Sonuç bölümü çalışmada elde edilen bulguların değerlendirildiği ve yorumlandığı nihai bölümdür.

2 Literatür Sorgulaması

Küresel kriz ile birlikte merkez bankacılığında ve para politikasının çerçevesinde önemli değişimler görülmüştür. İktisat yazınında küresel kriz ile birlikte para politikasının çerçevesinde ve merkez bankacılığında meydana gelen değişimler ise üç başlık altında toplanabilir (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010 ve 2013).

İlki, artık merkez bankalarının sadece fiyat istikrarı hedefine odaklı bir para politikası yürütmemesi gerektiği aynı zamanda açık bir biçimde ekonomik büyümeyi de göz önünde bulunduracak bir para politikası izlemesinin gerekli olduğudur (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010 ve 2013). Küresel krizden önce makroekonomi

yönetiminde hakim görüş; fiyat istikrarının ve para politikasının tek aracı olarak kısa vadeli politika faiz oranlarının ön plana çıkartılmasıdır. Çünkü fiyat istikrarının sağlanması durumunda çıktı açığını oluşturmayacağı ve böylece finansal istikrarın kendiliğinden sağlanacağı varsayılmaktadır. Bunu sağlayacak temel aracın ise kısa vadeli politika faiz oranı olduğudur (Blanchard, Dell'Ariccia ve Mauro, 2010 ve 2013). Fakat merkez bankasının yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanması durumunda çıktının potansiyel düzeyine yakın bir seviyede oluşacağı bu durumun kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşüncesinin kriz ile birlikte geçerli olmadığı görülmüştür. Küresel kriz ile birlikte para politikasında ve merkez bankacılığında ortaya çıkan değişimlerden ikincisi ise, merkez bankalarının finansal istikrarı gözetken ve sağlayan bir para politikası uygulamasıdır. Kısacası merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin farkındalıklarının artmasıdır (Blanchard, Dell'Ariccia ve Mauro, 2010 ve 2013). Krizden önce savunulan temel görüş bir ekonomide fiyat istikrarının sağlanması ve çıktının istikrarlı olması aynı zamanda finansal istikrarı da sağlayacağıdır. Bunu sağlayacak temel aracın ise politika faiz oranı olduğudur. Bu görüşün hakim olduğu krizden önce büyük ılımlılık dönemi (Great Moderation) olarak adlandırılan makro ekonomik değişkenlerdeki oynaklığın azaldığı dönemde hem akademik yazında hem de politika uygulayıcılar arasında makro ekonomiyi ve finansal sistemi istikrara kavuşturmak için merkez bankasının sadece fiyat istikrarı hedefine odaklanması gerektiği ve politika faizinin krizlere neden olacak dengesizlikleri ortadan kaldırması için ideal bir araç olduğu görüşünün hakim olduğu görülmektedir. Böylece büyük ılımlılık dönemi bu anlamda merkez bankalarının finansal sistemde yaşanabilecek riskleri göz ardı etmelerine yol açmıştır.

Krizden önceki dönemde finansal istikrarın sağlanmasına yönelik yaygın görüşlerden bir diğeri de politika faizine ek olarak mikro basiretli (micro-prudential) politika araçlarının finansal istikrarı sağlamak için yeterli olacağı düşünülmesidir. Buna göre merkez bankaları sadece para politikasının yürütülmesinden sorumlu olmalıydılar. Finansal sistemde uygulanan politikalar ve politika araçları tek bir finansal kurum için değil tüm finansal sistemi kapsayacak şekilde uygulanmalıdır. Böylece tüm sistemi kapsayacak şekilde uygulanacak basiretli düzenlemeler ve denetlemeler bankaların aşırı risk almasının önüne geçerek finansal istikrara önemli katkıda bulunacaktır. Kısacası merkez bankaları tarafından savunulan hakim görüş para politikası ve finansal istikrara yönelik politikalar arasındaki dikotomidir (Eichengreen et al., 2011 ve Hahm et al., 2012). Fakat yaşanan kriz, para politikası ve finansal istikrara yönelik politikalar arasındaki dikotominin geçersizliğini göstermiştir. Bir başka ifade ile sadece finansal kurumlara yönelik mikro basiretli düzenlemeler ve denetlemeler sistemin tümünden kaynaklanan riskleri ortadan kaldırmakta yetersizdir (Unsal, 2011).

Dolayısıyla yaşanan bu kriz bu dikotominin geçersiz olduğunu göstermesi açısından son derece güzel bir örnektir. Ağustos 2008 yılında Amerika Birleşik Devletlerindeki konut kredileri piyasalarında ortaya çıkan kriz, ABD sermaye piyasalarının çok küçük bir kısmını oluşturmaktaydı. Başlangıçta bu piyasada önemli kayıplar görülmesine rağmen politika yapıcıları bu kayıpları yönetilebilir olduğunu düşünmekteydiler. 2008 yılının yaz aylarında başta ABD Merkez Bankası ve diğer merkez bankaları bütün dikkatlerini artan enflasyona çevirmişlerdi. Fakat bu dönemde peş peşe yaşanan şoklar finansal sistem ve ekonomi arasındaki uçurumun artmasına neden olmuştur. 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers'ın ve 16 Eylül'de AIG iflası aynı gün ABD'de repo piyasalarında (Reserve Primary Fund) yaşanan hücum ve daha sonra ABD Kongresinin Sorunlu Varlıkları Alım Programı (TARP) onaylaması ile ABD finansal piyasalarında yaşanan şok global bir krize dönüşmüştür. Başta ABD olmak üzere Dünya'da ekonomik büyüme önemli ölçüde daralmış ve işsizlik başta ABD olmak üzere sanayileşmiş ekonomilerde yüzde 10'ların üzerine çıkmıştır. Dünya genelinde finansal kriz nedeniyle yaşanan resesyon 1930'lardan sonra dünyada yaşanan en ciddi resesyona neden olmuştur. Sonuç olarak yaşanan kriz para politikası ile finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar arasındaki uyumun önemine dikkat çekmesi açısından önemlidir. Çünkü finansal sistemde yaşanan bu gelişmelerin ekonomiye etkisi düşünülenenden daha fazla olmaktadır. Ayrıca finansal krizler sonrasında ortaya çıkan maliyette düşünülenenden daha fazladır. Kriz ile birlikte artık finansal piyasalardaki gelişmelerin makro ekonomik analizlerin merkezinde yer alması gerektiğinin önemi anlaşılmıştır (Hahm et al., 2012: 10). Para politikası ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik politikalar arasındaki bu dikotomi büyük ılımlılık döneminde sektörel dengesizliklerin oluşmasına yardımcı olmuş ve bu dengesizlikleri büyütürken global bir krize neden olmuştur. Bu anlamda global finansal kriz krizden önce temel politika araçları olarak görülen politika faiz oranına ve mikro ihtiyatı politikalarına olan güveni derinden etkilemiştir (Hahm et al., 2012: 10). Yaşanan bu kriz merkez bankalarına sistemik finansal istikrarı sağlama konusunda iki önemli ders çıkartmalarına neden olmuştur (IMF, 2012). İlki, fiyat istikrarının sağlanması ve çıktının istikrarlı olmasının bir ekonomi açısından önemli olduğu fakat bu faktörlerin tek başına sürdürülebilir makro ekonomik istikrarı sağlayamadığıdır. Bunun için merkez bankaları para politikası uygularken makro basiretli politikalar ile finansal istikrarı da göz önünde bulundurmalarının gerekli olduğudur (Unsal, 2011). Çünkü finansal sektörde yaşanan gelişmelerin ekonomik faaliyetlere olan etkisi geçmiş dönemler ile kıyaslandığında daha büyüktür (IMF, 2010 ve Hahm et al., 2012).

Bunun için merkez bankaları sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (pro-cyclicality) önüne geçmeli ve yapısal kırılmalıkların oluşmasını engellemelidir. Kısacası bir ülkede merkez bankası ister ana düzenleyici rolü üstlenen olsun isterse bu rol başka bir denetleyici, düzenleyici başka bir kurumun olsun merkez bankalarının makro ihtiyatı düzenleyici çerçevesinin içerisinde bulunması mutlaka gerekmektedir. Bunu için açık bir biçimde

operasyonel araçların, yönetim ve kurumsal ilkelerin göz önünde bulundurulduğu makro basiretli politikaların çerçevesi oluşturulması gerekmektedir (IMF, 2012).

İkincisi ise, merkez bankaları enflasyonla mücadelede kazanmış oldukları kredibilitiyi zarar vermeden para politikasının oluşturulmasında (formülasyonunda), yürütülmesinde ve uygulamasında finansal sistemdeki riskleri ve gelişmelere yer vermesi gerekmektedir (Unsal, 2011 ve IMF, 2012). Bu noktada iktisat yazınında ortaya çıkan temel tartışma konusu merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak amacıyla varlık piyasalarda oluşan balonlara nasıl tepki vereceğidir (IMF, 2010). Çünkü, varlık fiyatları para politikasının aktarım mekanizması kanalı içerisinde çok önemli bir role sahiptir. Optimal bir para politikası uygulaması çerçevesinde merkez bankasının varlık fiyatlarına tepki vermesi çıktı ve enflasyon açısından istenilen sonuçlara ulaşılabilmesi açısından önemlidir (IMF, 2010). İktisat yazınında, merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki balonlara (hareketlere) nasıl tepki vermesi gerektiği ile ilgili görüşler iki grupta toplanmaktadır. Bir başka ifade ile para politikasının yürütülmesinde varlık balonları ile ilgili temel tartışma, merkez bankası para politikası ile varlık fiyatlarında meydana gelen balonun patlaması halinde ekonomiye olan etkilerini sınırlayabilmek için balonu oluşmadan ortadan kaldırmalı mı (patlatmalı mı) yoksa balon patladıktan sonra ortalığı temizlemeli mi?

İlki, merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan balonlara karşı durması (lean against wind) savunmaktadır (Blanchard, 2000; Borio ve White, 2003). İkincisi ise, merkez bankalarının varlık fiyatlarına doğrudan tepki vermemesi bunun yerine varlık balonu patladıktan sonra çıktığı ve enflasyonu istikrarlı hale getirmeye çalışmasıdır. İktisat yazınında bu sonucuna merkez bankasının varlık balonu patladıktan sonra bunun temizlemesi (clean) denilmektedir (Bernanke ve Gertler, 1999 ve 2001). Merkez bankasının varlık fiyatlarına müdahale etmemesini savunanlar iktisat yazınında Greenspan doktrini olarak da bilinen görüş savunmaktadır. Bu görüşe göre para politikasının yürütülmesinde varlık fiyatları önemlidir. Bundan dolayı, varlık fiyatları enflasyon ve istihdam üzerinde tahmin edilebilir etkilere sahip olmaktadır. Bundan dolayı merkez bankaları ile varlık balonlarının önüne geçmek yerine varlık balonu patladıktan sonra çıktı ve enflasyonu istikrarlı hale getirmeye çalışmalıdır. Para politikasının yürütülmesinde Greenspan doktrine bağlı kalınmasını savunanların bu konudaki savları beş başlık altında toplanmaktadır. İlki, varlık balonlarının belirlenmesi son derece zordur. İkincisi, faiz oranları varlık balonunun oluşmasını engellemek konusunda etkin bir araç olmayabilir. Çünkü merkez bankası varlık balonunu engellemek amacıyla faiz oranlarını artırdığında piyasa katılımcıları balonun oluştuğu varlıklardan daha fazla getiri elde etmeyi bekleyeceklerdir. Üçüncüsü ise, piyasalarda bir çok varlık bulunmaktadır. Dolayısıyla oluşan balon sadece varlıkların belirli bir kısmını temsil etmektedir. Böylece para politikası eylemleri sadece balonun oluştuğu varlıkları değil tüm varlıkların fiyatlarını etkileyebilir. Dördüncüsü ise, merkez bankasının faiz oranlarını arttırması varlık fiyatlarının ivmelendirici rolünü azaltmaktadır. Kısacası merkez bankasının varlık balonunu ortadan kaldırmak amacıyla faiz oranlarını arttırması sonucu varlık balonunun patlamasının ekonomiye olan etkisi tahminlerden daha büyük olabilir (Mishkin, 2010: 20-21). Bu anlamda Mishkin (2010) ve Claessens ve Kose (2013)'ye göre varlık balonlarının hepsi aynı olmamaktadır. Özellikle 1990'ların sonunda Asya'da görülen kredi artışı nedeniyle varlık fiyatlarında oluşan balon (credit-driven bubble) ekonomiler açısından en tehlikeli olanıdır. Bir ekonomide artan kredi hacmi ile varlık fiyatlarında ortaya balon şu şekilde çıkmaktadır. Ekonomiye ilişkin aşırı iyimser beklentiler veya finansal piyasalarda yaşanan yapısal değişim kredilerde artışa neden olmaktadır. Kredi hacminde meydana gelen artış varlık talebinin ve fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Varlık fiyatında meydana gelen artışlar bu kredilerin alınması sırasında kullanılan teminatların değerini artırmaktadır. Teminatların değerinde meydana gelen artış borçlanma imkanını kolaylaştırmakta bunun sonucunda tekrar varlık talebi ve fiyatları artmaktadır. Varlık balonu bu şekilde oluşmakta patladığında ise, varlık fiyatlarında önemli düşüşler meydana gelmekte bunun sonucunda teminatların değeri azalmakta teminatların değerinde meydana gelen azalış sonucunda kredi koşullarında daha fazla sıkılaştırmaya neden olmakta böyle kredileri geri çağırılmasına neden olmaktadır. Böylece varlık talebi, fiyatları ile birlikte kredi arzı da daralmaktadır. Geri dönmeyen krediler ve varlık fiyatlarında meydana gelen azalışlar finansal kurumlarının bilançolarını olumsuz etkilemekte bunun sonucunda tüm varlıkları ve kesimleri kapsayacak bir şekilde krediler ve yatırımlar azalmaktadır. Bu durum ise ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarını olumsuz etkilemekte bunun sonucunda ekonomik küçülmeye bağlı olarak kredi piyasalarında makroekonomik risk artmaktadır. Sonuç olarak finansal kurumların aşırı risk alma güdüsü, örneğin aşırı kaldıraçlı işlemler yapmaları, ellerinde tutmuş oldukları riskli finansal varlıklar nedeniyle taşımış oldukları risk ve kırılabilir bir yükümlülük yapısının bulunması kısa dönemde döngüsel olarak balonların oluşmasını ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik maliyetin şiddetini arttırabilmektedir. Dolayısıyla son yaşanan kriz finansal sistemden kaynaklanan sorunların mevcut olduğu bir ekonomide refahın sadece fiyat istikrarı ile sağlanamadığını ortaya koymuştur. Ekonomik refahın maksimizasyonu için finansal istikrarın ek faaliyet hedefi olarak kullanıldığı makro basiretli politikalara ihtiyaç duyulmaktadır (IMF, 2013). Böylece makro basiretli politikaların kullanılması potansiyel finansal kırılmalıkların oluşmasını engelleyecektir. Bu dönemde özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama konusunda karşılaşmış oldukları bir diğer önemli sorunda bu ekonomilere yönelik büyük çaplı ve oynaklığı yüksek sermaye akımlarında meydana artıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde politika faiz oranlarındaki farklılık ülkeye yönelik carry-trade türünden sermaye akımlarını hızlandırmaktadır. Bu durum bankacılık sektörü aracılığı kredi artışına ve kaldıraçlı işlemlerin artmasına neden olarak finansal istikrarı tehdit etmektedir. Ülkeler arasındaki bu yüksek faiz

farklılıkları bankacılık sektörü aracılığı ile ülkeye yönelik sermaye akımlarının hızlanmasına neden olmakta bunun sonucunda yerli para değer kazanmakta ve ekonomide aşırı ısınmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke bu duruma tepki olarak politika faiz oranlarını arttırmış fakat bu durum tam ters etki yaparak tekrar sermaye girişlerinin hızlanmasına neden olmuştur (IMF, 2013: 25-26). Bu durum gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (pro-cyclicality) oluşmasına yol açarak yapısal kırılmalıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Özellikle 2010 yılında G-4 merkez bankalarının (İngiltere Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası ve ABD Merkez Bankası) uygulamış oldukları niceliksel gevşeme politikasının sonucu aylık bazda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik kısa vadeli sermaye girişlerinin hızlandığını göstermesi açısından önemlidir (IMF, 2010). 2010 yılının ilk üç çeyreğinde gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımları 2004-2007 yılları arasındaki dönem ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir. Bu sermaye akımlarının bir diğer önemli özelliği gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında bu akımların oynaklığının (volatilitésinin) son derece yüksek olmasıdır IMF (2013c). Oynaklığının yüksek olmasından kastedilen bu sermaye akımlarının özellikle dışsal ekonomik gelişmelere son derece çabuk tepki verebilmesidir. Örneğin, IMF (2013b: 38) 2008-2012 yılları arasında gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin bu dönemde risklilik düzeyini etkileyen faktörlerin neler olduğunu araştırmıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerinin risklilik düzeyinin göstergesi olarak kullanılan risk primleri ortalama olarak 400 baz puan düşmüştür. Bu dönemde ülkelerinin risklilik düzeyinin iyileşmesine yurtdışı faktörler önemli katkıda bulunmuştur. Bu faktörlerden ilki ABD S&P borsa endeksinin oynaklığını gösteren VIX endeksinin azalması gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin risk primlerinde önemli düşüşe neden olmuştur. Bu endeksin azalması önümüzdeki dönemde borsa endeksinin oynaklığının azalacağını göstermesi açısından önemli olduğu gibi ayrıca günümüzde riski fiyatlamamanın alternatif bir ölçüsü olarak ve küresel anlamda yatırımcının risk iştahının göstergesi olarak kullanılmaktadır (Rozada ve Levy Yeyati, 2006:14-15 ve Özatay, Özmen ve Şahinbeyoğlu, 2008b).

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin risk primlerinde azalışa neden olan dışsal faktörlerden ikincisi ABD Merkez Bankasının uygulamış olduğu aşırı gevşek para politikasıdır. Risk primlerindeki azalışın arkasında yatan temel faktör, özellikle başta ABD olmak üzere sanayileşmiş ülkelerin merkez bankasının izlemiş olduğu gevşek para politikası faiz oranlarının düşmesidir. Faiz oranlarındaki bu azalış sanayileşmiş ülkelerdeki yatırımcıların ellerinde ihtiyaç amacıyla daha az nakit tutmak istemelerine neden olmuştur. Böylece getiri aramak amacıyla yatırımcıların riskli varlıklara yönelik talepleri artmış ve bunun sonucunda risk primleri düşmüştür. Sonuç olarak bu dönemde ABD izlenen aşırı gevşek para politikasının risk primlerindeki azalışa katkısı ise 85 baz puan olmuştur (IMF, 2013b: 38). Aynı zamanda gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları bu ülkelerdeki yatırımcıları getiri elde etmek amacıyla (search for yield) risk alma konusunda teşvik etmektedir (Rajan, 2005; 2010 ve Hoenig, 2010). Gelişmiş ülkelerdeki gevşek para politikasına ek olarak kriz, risk ve getiri arasındaki algılamamanın da değişmesine neden olmuştur. Bu açıdan gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin kamu borç dinamikleri çoğu gelişmiş ülkelerin borç dinamikleri ile karşılaştırıldığında daha iyi olması gelişmekte olan ülkelerin finansal varlıklarına olan talebin artmasına neden olan bir diğer faktör olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2010). Risk iştahındaki bu oynaklık risk primlerinin en önemli belirleyicisi olduğu gibi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının da etkileyen en önemli faktördür. VIX endeksinin düşük olduğu dönemlerde yatırımcıların risk alma iştahının arttığı ve Türkiye gibi ülkelere yönelik portföy şeklinde sermaye akımlarının hızlandığı görülmektedir. Tam tersine VIX endeksinin yüksek olduğu dönemlerde portföy biçimindeki sermaye akımlarının azaldığı görülmektedir. Aşağıdaki şekil Dünya ekonomisinde risk algılamasının düşük olduğu (VIX endeksinin düşük) dönemler süresince özellikle hisse senetlerine ve borçlanma enstrümanlarına yönelik sermaye akımlarının arttığını göstermektedir. Küresel kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve diğer gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin yeni bir para politikası çerçevesine ihtiyaç duymasının nedeni uluslararası ekonomik konjonktürün yukarıda belirttiğimiz yapısından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak global hisse senedi piyasalarında nispeten risk algılamasının düşük olduğu dönemlerde Türkiye gibi gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımların ve bu ülkelerin çıkartmış olduğu finansal varlıklara olan talep artmakta ve ülkelerin risk primlerinde önemli azalışlar görülmektedir. Bu duruma iktisat yazınında sermaye akımlarının risklere açık (risk-on) olduğu dönem olarak adlandırılmaktadır. Tam tersine global anlamda hisse senedi piyasalarında oynaklığın arttığı dönemlerde yatırımcıların gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi azalmaktadır. İktisat yazınının da bu duruma yatırımcıların risklere kapalı olduğu (risk-off) durum denilmektedir (McCauley, 2012). Sermaye akımlarındaki bu oynaklık sanayileşmiş ekonomiler açısından çok büyük problemlere neden olmamaktadır. Fakat finansal piyasaların görece daha sığ olduğu, dış ticarete açıklık derecesinin yüksek olduğu, yabancı para birimi cinsinden finansal varlıklara olan ihtiyacın büyük olduğu ve reel sektörün üretim anlamında fazla bir çeşitlenme gösteremediği gelişmekte olan piyasa ekonomilerini makro ekonomik istikrarı ve finansal istikrarı iki açıdan tehdit etmekte ve uygulanan politikaları karmaşıktırmaktadır. İlk doğrudan cari işlemler açığı ve toplam talep üzerinde meydana getirmiş olduğu etkilerdir. Sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde çıktı açığı azalırken enflasyon yükselmekte ve reel döviz kuru orta vadeli denge değerinden sapmaktadır. Bu durum ekonomi açısından oldukça maliyetli olmaktadır. Karşılaşılan ilk maliyet enflasyon olurken, ikincisi dış ticarete ülkenin rekabetçiliğini kaybetmesidir. Bu durum karşısında merkez bankası yurtiçi talebi dengeleyebilmek ve enflasyonu kontrol altında

tutabilmek amacıyla faiz oranlarını arttırmak durumunda kaldığında bu durum ülkeye yönelik sermaye akımlarının tekrar artmasına neden olmakta ve tekrar başa dönülmektedir. Böylece bu ekonomilerde sermaye akımları yurtiçi makro ekonomik dengeleri bozmaktadır. Sermaye akımlarının ekonomi üzerinde ikinci etkisi kredi genişlemesine dayalı varlık balonlarının oluşmasına zemin hazırlayarak ülkeyi ani duruş problemine karşı finansal olarak istikrarsız hale getirmektedir. Özellikle sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde bankalar kredi koşullarını esnetmekte bu durumda hızlı kredi genişlemesine neden olmakta bunun sonucunda varlık fiyatları hızlı bir biçimde artmaktadır. Ayrıca sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde yurtiçi finansal varlıklara olan talebin artması yerel menkul kıymet (tahvil, bono ve hisse senedi) ihraçlarının hızlanmasına neden olmakta bu ihraçlar sermaye akımlarını absorbe edip varlık fiyatları üzerindeki baskının hafiflemesine neden olmakta fakat kaldıraç oranlarının (borç / öz kaynak) artmasına yol açmakta bu durum ülkenin net yurtdışı yükümlülüklerinin artmasına neden olarak ani duruş problemine karşı ülkeyi kırılgan hale getirmektedir (IMF, 2011 ve Claessens ve Kose , 2013:9).

3 Materyal ve Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde yurt içine gelen kısa vadeli sermaye akımlarını (sıcak para) üzerinde hangi yurt içi ve yurt dışı faktörlerin etkili olduğu araştırılmak istenmiştir. Sıcak para üzerinde etkili olduğu düşünülen değişkenlerin belirlenmesi bir bölüm önce verilen literatürden yararlanılmıştır. Çalışma da kullanılacak regresyon denklemi kurulurken Adler ve Tovar (2012) çalışmaları referans alınmıştır. Temele regresyon denklemi şu biçimdedir:

$$swap_{it} = \beta + \alpha X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Burada swap sıcak parayı beta kesişim değerini X ise sıcak parayı etkileyen değişkenler matrisini, ε , ise hata terimini simgelemektedir. Buradaki X matrisinde yer alan değişkenleri de kapsayacak biçimde model bir fonksiyon olarak aşağıdaki gibi yazılabilir

$$swap_t = f(CDS_t, EMBI_t, FF_t, VIX_t, LEV_t, REER_t, TCMB_t)$$

Burada CDS hazine bonusu spreadlerini, EMBI, JP Morgan gelişmekte olan ülke piyasa bona endeksini, FF, FED funds'u, VIX, global riski, LEV kaldıraç oranlarını, REER reel döviz kurunu ve TCMB merkez bankası politika faiz oranını (i_{TR}) simgelemektedir.

3.1 Materyal

Çalışma 2008-2012 dönemini kapsamaktadır ve yukarıda açıklanan her bir değişkene ait aylık zaman serileri kullanılmıştır. Kullanılan zaman serilerini Thomson data stream ve IMF (IFS) veri tabanlarından elde edilmiştir.

3.2 Yöntem

Eşbütünleşme analizi varsayımlarımdan birisi de durağanlıkla ilgili olduğundan değişkenlerin durağanlığının sınanmalıdır. Değişkenlerin durağanlığının sınanmasında ADF, PP ve KPSS gibi birim kök testleri kullanılabilir. Bu testler de bir zaman serisi birim kök içermiyorsa durağan kabul edilmektedir. Bu çalışmada, Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) (Dickey ve Fuller, 1979) kök testleri kullanılmıştır. Birim kök testlerinin sonuçları, Tablo 1'de sunulmuştur

ADF TESTİ		
SERİLER	DÜZEY	BİRİNCİ SIRA FARKLAR
Swap	0.7496	-8.7198***
EMBI	-1.4704	-5.9332***
FF	-4.5683	-6.5027***
VIX	-2.8485*	-5.8096***
REER	-1.0472	-6.4835***
LEV	-2.2715	-2.7749*
TCMB	-3.7295**	-5.0149***
CDS	-2.3368	-5.7555***

Not: ADF testine göre serilerin durağanlığı sınanmış, buna göre *** olan yerlerde 1 % anlamlılık düzeyine göre, ** olan yerlerde 5 % anlamlılık düzeyinde ve * olan yerlerde %10 anlamlılık düzeyine göre null hipotezi reddedilerek serilerin durağan olduğunu öngören alternatif hipotez kabul edilmiştir. ADF testi için kullanılan gecikme sayısını Eviews 5.1 ekonometrik paket programının otomatik olarak seçtiği değer kabul edilmiştir.

Tablo 1. Çalışmanın Değişkenlerine Ait Durağanlık Testleri

Tablo 1 de görüldüğü gibi analizde ele alınan, Swap, faiz, JP Morgan MB, , FED faiz oranı, reel döviz kuru, kaldıraç oranı ve CDS serilerinin düzeyde durağan olmadığı, MB politika faiz oranının düzeyde durağan, VIX ise düzeyde zayıf durağan olduğu bulgularına uyarlanmıştır. Diğer yandan (2) numaralı tahmin denkleminde yer

alan tüm değişkenlerin birinci sıra farklarının durağan olduğu yani birim kök olmadıkları bulgusuna erişilmiştir. Ancak kaldırıcı oranlarının zayıf durağanlığa sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuçlarla birlikte analizimiz bir sonraki aşamaya geçmeye olanak kazanmıştır. Birinci sıra farkları durağan olan seriler arasında uzun dönem ilişkinin olup olmadığı eş bütünleşme analizi ile belirlenmektedir. Bu çalışmada değişkenler arasında eş bütünleşmenin varlığı Johansen testi kullanılarak araştırılmıştır.

Johansen ve Juselius (1990), eş bütünleşme hipotezini test etmek için en çok benzerlik yöntemi (Maximum Likelihood Estimation) ve Likelihood Ratio testlerini geliştirmişlerdir. Johansen testi birinci farkların ECM (Error Correction Model) formu şöyledir;

$$\Delta X_{1t} = \Gamma_1 \Delta X_{t-1} + \dots + \Gamma_{k+1} \Delta X_{t-k} + \Pi X_{t-k} + \mu + \varepsilon_t \text{ ve } \varepsilon_t \sim N(0, \Lambda) \quad t = 1, \dots, T.$$

$$H_1(r) : \Pi = \alpha \beta \text{ dir} \quad (2)$$

Burada α β ($n \times n$) boyutundaki matrislerdir Π ve Γ katsayı matrisleridir. Δ fark denklemini k ise gecikme uzunluğunu, μ ($n \times 1$) vektör sabit değeri, ε_t hata terimi vektörü ve Λ ($n \times n$) kovaryans matrisini göstermektedir. $H_1(r)$ belli koşullar altında ΔX_{1t} sürecinin durağan olduğunu varsaymaktadır. Yani eşitlikte $I(0)$ olduğundan sağ tarafın durağan olması ancak ΠX_{t-k} 'nin durağan olmasıyla gerçekleşir. Eş bütünleşme testinde Johansen yaklaşımı Likelihood Ratio testine dayalıdır ve Trace ve max statistic testi olmak üzere iki ayrı test kullanılmaktadır.

$A_{max} = -T \sum_{i=r+1}^n \ln(I - A_i)$, $r = 0, \dots, n-1$. Burada A_i en yüksek eigenvalue değeridir. Max statistic testi ise $A_{max} = -T \ln(I - A_i)$ şeklindedir.

Aşağıdaki Tablo 2, tahmin denkleminizde yer alan değişkenler için yapılan Johansen Eş Bütünleşme test sonuçlarını göstermektedir.

Null Hipotez	Trace Test	Null Hipotez	Maximum Eigenvalue Test
$r \leq 0$	309.1989***	$r = 0$	107.3405***
$r \leq 1$	201.8584***	$r = 1$	59.61641***
$r \leq 2$	142.2420***	$r = 2$	40.91777**
$r \leq 3$	101.3242***	$r = 3$	29.94335
$r \leq 4$	71.38087***	$r = 4$	28.85046**
$r \leq 5$	42.53041***	$r = 5$	17.37649
$r \leq 6$	25.15392***	$r = 6$	14.66283**
$r \leq 7$	10.49109***	$r = 7$	10.49109***

Not: r , eş bütünleşme vektör sayısını göstermektedir. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde null hipotezini (seriler arasında eş bütünleşme yoktur) reddedildiğini gösterir. Kullanılan kritik değerler varsayımlara göre (örneğin: doğrusal trend, sabit değer) farklılık göstermektedir. Johansen öncesi VAR gecikme sayısı 3 alınmıştır.

Tablo 2. Johansen Eş Bütünleşme Testi Sonuçları

Tablo 2'de sunulan Johansen eş bütünleşme analizi, trace ve maksimum eigenvalue test sonuçlarını yansıtmaktadır. Çalışmada, her iki testten elde edilen sonuçlara göre "Türkiye'de sıcak parayı etkilediğini düşündüğümüz değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi aranmıştır. Trace (İz) testinden elde edilen bulgular, veri değişkenler arasında en az yedi eş bütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Maksimum Eigenvalue testinde ise üç eş bütünleşme ilişkisinin olduğu bulgusuna erişilmiştir. Her iki testten elde edilen bulgular seçilmiş değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olduğunu işaret etmektedir.

4 Bulgular

4.1 Hata Düzeltme Modeli

Eş Bütünleşme" analizi sonucu elde edilen bulgular bütün değişkenlerle sıcak para değişkeni (swap) oranı arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin varlığına işaret etmektedir. Bu durum aralarında eş bütünleşme ilişkisi bulunan seçilmiş değişkenlerle swap arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Aralarında uzun dönem bir nedensellik saptanan değişkenlerde görülebilecek kısa dönem sapmaların tekrar dengeye ulaşım sağlayacağı saptanmasında "Hata Düzeltme Modelinden" yararlanılmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada da aralarında eş bütünleşme ilişkisi saptanan değişkenler arasında Hata Düzeltme Modelini Kullanmamızın gerektiği ortaya çıkmıştır. Daha açık bir ifadeyle Eşitlik (1) elde edilen hata teriminin bir gecikme değerini Eşitlik (3) de bağımsız değişken olarak katmamıza ihtiyaç olduğu görülmektedir.

$$\Delta swap_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta MSCI_t + \beta_2 \Delta FF_t + \beta_3 \Delta VIX_t + \beta_4 \Delta REER_t + \beta_5 \Delta LEV_t + \beta_6 \Delta i_t + \beta_7 \Delta CDS_t + \beta_8 ecm_{t-1} + v_t \quad (3)$$

Burada, Δ fark denklemini, $\beta_0 \dots \beta_8$ parametre değerlerini, ecm , hata düzeltme model terimini, v ise hata terimini göstermektedir. Eş bütünleşme analizleri değişkenler arasındaki uzun dönemli denge ilişkisini

göstermektedir. Ancak eş bütünleşme analizi eş bütünleşme ilişkisinin yönünü vermemektedir. ECM dayalı nedensellik testi bu ilişkinin yönünü vermektedir. Hata Düzeltme Modeli (VEC-Vector Error Correction), Granger(1987) çalışmasında geliştirilmiş bir modeldir ve zaman serileri arasındaki kısa ve uzun dönem dengesizliğinin giderilmesi için kullanılmaktadır. Daha açık bir ifade ile hata düzeltme modeli kısa ve uzun dönem arasında ayırım yapılmasına ve kısa dönem dinamiklerinin belirlenmesine olanak sağlamaktadır. Bu modelde hata terimi (ecm) değişkenlerin kısa dönem davranışlarını uzun dönem davranışlarına bağlamak için kullanılmaktadır. Aşağıdaki Tablo 4 hata düzeltme modeli (ECM) bulgularını yansıtmaktadır.

Değişkenler	Katsayı	Standart Sapma	Olasılık
Kesişim***	7592.026	1334.017	0.0000
Δ MSCI(-1)**	-203.8871	76.23900	0.0135
Δ FF (-3)*	-88198.45	50053.44	0.0913
Δ VIX(-2)**	-1089.250	396.9530	0.0116
Δ REER(-2)**	185047.8	78686.67	0.0276
Δ Lev(-1)**	32971.65	11744.20	0.0100
Δ i _{TR} (-8)*	2586.188	1269.601	0.0533
Δ CDS(-1)**	-216.6085	84.10049	0.0169
ecm (-1)**	-0.348517	0.132417	0.0149
AR (1)**	-0.460724	0.206780	0.0359
R ²	Adj R ²	DW	Prob
0.78	0.64	2.0235	0.000115

Not: *, **, *** işaretleri sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 3. ECM Regresyon Analizi Sonuçları

Tablo 3’de görülen hata düzeltme modeli sonuçları ele alınan değişkenler ile swap değişkeni arasındaki kısa dönem ilişkisi üzerinde bazı değerlendirmeler yapabilmeye olanağı sağlamaktadır. Tabloda yer alan tüm değişkenler ile swap arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkisi olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Bu ilişkinin yönü MSCI, FF (FED Funds), VIX ve CDS için negatif i_{TR} (TCMB politika faiz oranı), ve LEV (Kaldıraç oranı) için ise pozitif olarak saptanmıştır. Değişkenler arası ilişkilerin yönü beklendiği gibi çıkmıştır ve ekonomik kurama uygundur.

Bu çerçevede küresel riski yansıtan VIX değerinin yükselmesi, küresel risk iştahının azalmasına ve Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomilerine doğru küresel sermaye akışının düşmesine yol açabilecektir. Benzer biçimde ülke riskini yansıtan CDS değerinin yükselmesi de ülkeye yönelik yabancı sermaye akımlarını azaltabilecektir. Ayrıca FED’in faiz artırımına gitmesi küresel sermaye akışının ABD’ye yönelmesine neden olacağı için Türkiye gibi ülkelerden sermaye kaçışları olabilecektir. Dolayısıyla ile bu üç değişkenle Türkiye’ye yönelik sıcak para hareketleri arasında negatif bir ilişki olması beklenir ve nitekim bulgular beklendiği gibidir. Kaldıraçlı işlemlerin (LEV artan) yüksek olduğu dönemlerde Türkiye’ye gelen sermaye akımlarının da yüksek olması beklenir açıkçası sıcak para akımlarının yüksek olduğu dönemlerde bankacılık sektörü başta olmak üzere özel sektörün daha yüksek kaldıraç oranları ile çalıştığı ve riski arttırdığı görülmektedir. Buna karşılık sermaye akımlarının tersine dönmesi durumunda (sudden stop) banka ve özel sektörün yüksek kaldıraçlı işlemlerinin tersine döndüğü görülmektedir. Bu çerçevede kaldıraç oranları ve sıcak para ilişkisinin yönünün pozitif olduğunu söyleyebiliriz. TCMB politika faiz oranını yükseltmesi Türk lirası cinsinden yatırımların cazibesini arttıracığından sıcak para için cazip edici olacaktır bu bağlamda i_{TR} ile swap arasındaki ilişkinin yönü pozitif olmalıdır. Reel döviz kuru ise ülke parasının değer kazanması ile birlikte pozitif bir görünüme sahip olacaktır buda sıcak para akışını arttıracaktır. Örneğin Türk lirasının dolar karşısında değer kazanması ucuz dolar cinsinden borçlanma imkanını ve ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayeyi arttıracaktır. Dolayısıyla ile Swap ve REER arasındaki ilişkinin yönün de pozitif olması beklenmektedir.

Eldeki bulgular gerek TCMB gerekse FED faiz politikalarının Türkiye’ye yönelik sıcak para hareketleri üzerinde zayıf ve daha uzun süreli etkiye sahip olduklarını göstermektedir. Zira FED politika karar değişikliğinin swap üzerindeki etkisi üç gecikme (üç ay) olurken TCMB politika faiz oranının sekiz gecikmedir (sekiz ay). Diğer yandan VIX, MSCI, CDS gibi riski yansıtan değişkenlerin Swap üzerindeki etkilerinin daha yüksek bir istatistiki anlam içerdiği ve gecikme sürelerinin daha kısa olduğu görülmektedir. Bu durum sıcak paranın lokal veya global riske daha duyarlı olduğu biçimde yorumlanabilir.

Uygulama sonucunda, hata düzeltme teriminin (ecm_t) beklendiği gibi negatif ve istatistiki olarak anlamlı olduğu görülmüştür. Bu durum bize değişkenlerde görülen kısa dönem sapmalara karşın modelin uzun dönem değerlerine yaklaştığını göstermektedir. Modele eklenen AR(1) (Auto Regression) katsayısının anlamlı değer almasından dolayı sistemde bir oto korelasyon probleminin olmadığını söyleyebiliriz.

4.2 Varyans Ayrıştırması (Variance Decomposition)

Bu çalışmada seçilmiş değişkenler arasında bir eş bütünleşme ilişkisinin olup olmamasının sorgulanması kadar, bu değişkenlerin swap değişkenindeki değişmelerini etkileme dereceleri de önemlidir. Dolayısıyla çalışmada bu yönde bulgulara ulaşılmasına imkan tanıyan VAR modelinden hareketle “varyans ayrıştırması”

hesaplamaları yapılmıştır. Varyans ayrıştırması işleminin yapılabilmesi için ele alınan serilerin durağan olması önemlidir. Aksi takdirde durağan olmayan serilerle yapılan hipotez testleri kuşku hâle gelmektedir. Bu yüzden çalışma içerisinde varyans ayrıştırma hesaplaması yaparken ele alınan serilerin birinci sıra farkları dikkate alınmıştır. Varyans ayrıştırması ile ilgili yapılan hesaplar aşağıdaki Tablo 4'da gösterilmektedir.

Dönem/ Değişken	Δ Swap	Δ MSCI	Δ FF	Δ VIX	Δ REER	Δ Lev	Δ i _{TR}	Δ CDS
Q1	1000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Q2	64.03799	2.857800	9.189844	15.89902	6.238852	1.142504	0.453183	0.180808
Q4	55.54342	2.922473	14.98223	14.15484	8.461983	2.354681	1.403792	0.176585
Q6	46.50714	3.468034	16.73069	14.59487	13.28834	3.652419	1.550939	0.207568
Q8	51.83980	6.383366	12.81656	12.57672	10.89144	2.910456	2.365493	0.216164
Q10	48.05717	9.139675	15.44988	10.69084	10.94619	2.696890	2.769890	0.249461
Q12	46.63027	8.804066	14.45301	14.19208	10.16210	2.850187	2.665632	0.242649
Q14	46.07739	8.223417	15.19780	14.14034	9.855596	2.856094	3.415359	0.234012
Q16	44.64685	9.258239	15.67193	13.68248	10.00374	2.803849	3.705598	0.227308
Q18	44.15672	9.553646	15.28875	14.13737	9.776832	3.207857	3.648062	0.230769
Q20	43.73604	9.890643	15.18484	13.67317	9.853618	3.309531	4.118913	0.233241
Q22	42.85105	9.662190	14.67394	15.44858	9.648748	3.379006	4.106988	0.229490
Q24	42.47168	10.41700	14.52998	15.20191	9.666660	3.415888	4.046683	0.250193

Tablo 4 Varyans Ayrıştırma Hesaplamasının Sonuçları

Tablo 4'de gösterilen varyans hesaplamasından elde edilen bulgular Türkiye'ye yönelik sıcak para akımının büyük ölçüde hata düzeltme modeli ile uyumludur. Elde edilen bulgulara göre sıcak para meydana gelen değişimi açıklama gücü en yüksek değişkenler, MSCI, VIX ve FF(FED Funds) olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda sıcak paradaki değişimin açıklanmasında yurt dışı veya küresel faktörlerin daha belirgin bir paya sahip olduğunu söyleyebiliriz. Değişkenlere ilişkin bir başka önemli bulgu CDS'ler hariç tüm değişkenlerin zaman periyodu içerisinde sıcak para akımlarındaki değişimleri açıklama güçlerinin yüksek olmasıdır. Yurt dışı değişkenler kadar reel döviz kurunun da sıcak para akımlarındaki değişmeyi açıklama gücünün yüksek olduğu ve bu açıklama gücünün zaman periyotları içerisinde artış gösterdiği görülmektedir. Diğer yandan kaldıraç oranlarının da en az para politikası faiz oranı kadar sıcak para değişmelerini açıklama gücü olması dikkat çekici bir başka bulgudur. CDS oranlarının açıklama gücünün düşük çıkması ise ülke riski açısından umut verici bir bilgi olabilir.

5 Sonuç

Bu çalışma küresel finansal kriz sonrası Türkiye'ye gelen sıcak parayı etkileyen yurt içi ve yurt dışı faktörlerin belirlenmesini amaçlamıştır. Bu bağlamda değişkenler arasında uzun dönem ilişkisinin varlığını test etmek için Johansen eş bütünleşme testinden, kısa dönem dinamiklerinin belirlenmesinde ise hata düzeltme modelinden yararlanılmıştır. Eldeki bulgular uzun dönemde veri setini oluşturan bütün değişkenlerle sıcak para arasında uzun dönemli ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Kısa dönem etkilerine baktığımızda, sıcak paranın reel döviz kuru, TCMB politika faiz oranı ve kaldıraç oranı ile pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişkisi olduğu anlaşılmıştır. Yani merkez bankası politika faiz oranı ile sıcak para hareketlerine yön verebilmektedir. Ayrıca ülke para biriminin reel olarak değerlendirilmesi sıcak para için girişte ve çıkışta olmak üzere iki kere kazanç sağlayacağı için cazip edici olmaktadır. Bunlara ilaveten kaldıraçlı işlemlerin arttığı dönemlerde sıcak para akışının da arttığı ve aralarında kısa dönem ilişki olduğu bulgularca desteklenmektedir. Sıcak parayı etkileyen dışsal faktörler ise sıcak para arasında negatif bir ilişki vardır. Bu ilişki VIX, MSCI ve CDS'ler gibi küresel ve ülke riskini yansıtan değişkenlerde istatistiki olarak anlamlı çıkması sıcak paranın risk iştahına bağlı olarak hareket ettiği kanıtlanmaktadır. Bu bağlamda küresel veya ülkeye özgü risklerin artması ani duruş (sudden stop) probleminde yol açmakta ve ülke kırılganlığını arttırmaktadır diyebiliriz. Diğer yandan FED'in politika faiz oranı üzerinde yaptığı değişikliklerin Türkiye ekonomisine yönelik sıcak para hareketleri ile negatif ancak istatistiki olarak düşük anlamlılığa sahip olduğunun anlaşılması da FED faiz politikasının doğrudan değil dolaylı olarak sıcak para hareketine yön verdiği biçimde yorumlanabilir.

Çalışmada son olarak seçilmiş değişkenlerin sıcak para hareketlerinde meydana gelen değişmeyi açıklama güçlerine bakılmıştır. Bulgular sıcak para meydana gelen değişmelerin en fazla küresel değişkenler tarafından açıklandığına işaret etmektedir. Bu durum Türkiye'ye yönelik sıcak para hareketlerinde küresel risk algılamalarının büyük etkisi olduğu biçimde ifade edilebilir. Ancak reel döviz kurundaki değişmelerde sıcak para hareketini açıklama gücü yüksek değişkenler arasında yer alması Türkiye'ye yönelik sıcak paranın kur değişimlerini dikkate almaya devam ettiği şeklinde yorumlanabilir.

Son olarak elde edilen bulgular Türkiye'ye yönelik sıcak para akımlarının risk on ve risk off uygun hareket gösterdiğini desteklemektedir. Ayrıca kaldıraç oranları ile sıcak para hareketi arasında hem uzun hem de kısa dönem ilişkisinin varlığı dikkate alındığında sıcak paranın ülke ekonomisinde yaratabileceği olumsuzluklar

karşısında makro ihtiyati politikaların önemi ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan reel döviz kuru değişmelerinin sıcak para hareketini etkilediği düşünüldüğünde, döviz kuru ile enflasyon arasından doğrudan ve dolaylı ilişki ihmal edilmemeli ve finansal istikrar yanında fiyat istikrarı hedefinden de vazgeçilmemelidir. Zira fiyat istikrarı hedefinden sapma sıcak para hareketlerinin risk algılamalarında olumsuzluk yaratabilir ve ülke ekonomisinin kırılabilirliği artırabilir.

Kaynakça

- Bernanke, S. Ben., Mark Gertler., (1999) “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” In New Challenges for Monetary Policy: Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 1999 (Kansas City: Federal Reserve Bank).
- Bernanke, S. Ben., Mark Gertler., (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, American Economic Review, 91 (May), pp. 253-57.
- Bernanke, S. Ben., (2004), “International Monetary Reform and Capital Freedom” conference remarks at Cato Institute, 22nd Annual Monetary Conference, October 14, 2004, pp.1-12 (Washington: Cato Institute) available at <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004>
- Blanchard, Olivier, (2000), “Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy,” in: Japan’s Financial Crisis and its Parallels to the US Experience, Ryoichi Mikitani and Adam Posen (eds.), Institute for International Economics Special Report 13 (Washington DC: Peterson Institute for International Economics)
- Blanchard, Olivier, (2000), “Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy,” in: Japan’s Financial Crisis and its Parallels to the US Experience, Ryoichi Mikitani and Adam Posen (eds.), Institute for International Economics Special Report 13 (Washington DC: Peterson Institute for International Economics)
- Blanchard, Olivier., Giovanni Dell’Ariccia ve Paolo Mauro, (2010), “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note SPN /10/03, February 12, 2010. (Washington DC: International Monetary Fund, February 2010).
- Blanchard, Olivier., Giovanni Dell’Ariccia ve Paolo Mauro, (2013), “Rethinking Macro Policy II: Getting Granular”, IMF Staff Discussion Note SDN 13/03, April 15, 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, April 2013).
- Blanchard, Olivier., John Simon., (2001), “The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility” Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2001, No. 1. (2001), pp. 135-164.
- Borio, Claudio., William White., (2003), “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes,” in Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 2003 (Kansas City: Federal Reserve Bank).
- Catão, A. Luis., Gian Maria Milesi-Ferretti., (2013), “External Liabilities and Crises” IMF Working Paper No.13/113 May, 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, May, 2013).
- Claessens, Stijn., M. Ayhan Kose., (2013), “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications” IMF Working Paper, WP/13/28, January , 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, January 2013).
- Eichengreen, Barry., Mohamed El-Erian., Arminio Fraga., Takatoshi Ito., Jean Pisani-Ferry., Eswar Prasad., Raghuram Rajan., Maria Ramos., Carmen Reinhart., Hélène Rey., Dani Rodrik., Kenneth Rogoff., Hyun Song Shin., Andrés Velasco., Beatrice Weder di Mauro., Yongding Yu., (2011), “Rethinking Central Banking” Committee on International Economic Policy and Reform Brookings Institution, September 2011
- Galati, Gabriele., Alexandra Heath., Patrick McGuire., (2007), “Evidence of Carry Trade Activity” BIS Quarterly Review International Banking and Financial Market Developments in Special Features, September 2007, pp.27-41 (Basel: Bank for International Settlements, September 2007).
- Hahn, Joon-Ho., Frederic S. Mishkin, Hyun Song Shin, Kwanho Shin., (2012), “Macroprudential Policies in Open Emerging Economies” NBER Working Paper No. 17780, January 2012 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)
- Hoenig, Thomas., (2010), “The High Cost of Exceptionally Low Rates,” speech given at Bartlesville Federal Reserve Forum, Bartlesville, Oklahoma (June 3) <http://www.kansascityfed.org/SpeechBio/HoenigPDF/Bartlesville.06.03.10.pdf>
- International Monetary Fund, (2004), “Global Financial Stability Report Market Developments and Issues in Chapter IV. Global Financial Market Developments, Appendix I: Determinants of the Rally in Emerging Market Debt—Liquidity and Fundamentals”, April 2004 (Washington DC: International Monetary Fund, April 2004).
- International Monetary Fund (2010), “Central Banking Lessons from the Crisis” Prepared by the Monetary and Capital Markets Department (Washington DC: International Monetary Fund, May 27, 2010).

- International Monetary Fund, (2011), “World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows in Chapter 4. International Capital Flows: Reliable or Fickle?” April 2011, pp.125-163(Washington: International Monetary Fund, April 2011)
- International Monetary Fund, (2012), “World Economic and Financial Surveys: Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability, Chapter 2. Sovereigns, Banks, and Emerging Markets: Detailed Analysis & Policies” April 2012 pp.35-51 (Washington DC: International Monetary Fund, April 2012).
- International Monetary Fund,(2013a), “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies” January 29, 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, January 2013)
- International Monetary Fund,(2013b), “World Economic and Financial Surveys :Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges” (Washington DC: International Monetary Fund, April 2013)
- Lane, R. Philip., Gian Maria, Milesi-Ferretti., (2006), “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Asset and Liabilities, 1970–2004” IMF Working Paper No.06/69 March, 2006 (Washington DC: International Monetary Fund, March, 2006).
- McCauley, Robert N., (2012), "Risk-On/risk-Off, Capital Flows, Leverage and Safe Assets" Economies BIS Working Papers No 382, July 2012., (Basel: Bank for International Settlements, July, 2012).
- Mishkin S. Frederic., (2010), “ Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis” Prepared for the ECB Central Banking Conference, “Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis,” Frankfurt, November 18-19, 2010
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Marcos Chamon.,(2012), “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies” IMF Staff Position Note SPN/12/01 February 29, 2012 (Washington DC: International Monetary Fund, February 2012).
- Özatay, Fatih., Erdal Özmen.,Gülbin Şahinbeyoğlu.,(2008b), “Does Globalization Undermine the Efficiency of Inflation Targeting” Economic Research Forum 15th Annual Conference 23rd-25th November 2008 Cairo, Egypt.
- Rajan, G. Rhaguram., (2005), “Has Financial Development Made the World Riskier?” NBER Working Paper No. 11728, November 2005 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)
- Rajan, G. Rhaguram., (2010), “Bernanke Must End Era of Ultra-Low Rates,” Financial Times (July 28), <http://www.ft.com/cms/s/0/2a19a706-9a7a-11df-87fd-00144feab49a.html>
- Rozada, Martín González., Eduardo Levy Yeyati., (2006), “Global Factors and Emerging Market Spreads” Inter-American Development Bank Research Department Working Paper No.552, May, 2006 (Washington DC: Inter-American Development Bank).
- Unsal, D. Filiz., (2011) “Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses”, IMF Reserach Bulletin, Volume 12, Number 3. (Washington DC: International Monetary Fund, September 2011).