

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Portföy Yatırımları ve Sıcak Para

Hazırlayan
Zeki Bildirici
2501070025

04.02.2008

Bu çalışma tamamen özgür platformda, özgür işletim sistemi Pardus üzerinde özgür ofis yazılımı OpenOffice kullanılarak hazırlanmıştır.



İçindekiler Dizini

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri.....	3
Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Nedir.....	3
Kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	4
.1Olumlu Etkileri :.....	4
.2Olumsuz Etkileri.....	6
Portföy Yatırımları.....	7
Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinde portföy Dengesi Teoremi	8
Sıcak Para Olgusu.....	9
Sıcak Para Hareketlerinin Belirleyicileri.....	10
Tablolar.....	11
1. 1980-2007 Sermaye hareketlerinin Dağılımı	11
2. Portföy Yatırımları 1984-2006.....	11
3. Merkez Bankası verilerine Göre Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Kalemleri 1984-2006.....	11

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Nedir

Kısa vadeli sermaye, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye akımlarıdır (genellikle 30-60-90 gündür). Günümüzde kısa vadeli finansal yatırım araçları çok çeşitlidir. Ticari bonolar, finansman bonoları, hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, pre-finansman kredileri gibi araçlar kısa vadeli yatırım araçları olarak sayılabilir. Kısa vadeli sermaye hareketleri aynı zamanda, ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri ve dışardan veya yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanması gibi çok çeşitli finansal hareketleri içermektedir (Rodrik ve Velasco 1999:12)

Kısa vadeli sermaye hareketleri ödemeler dengesinde ;

a-Varlıklar:

i- Bankaların döviz mevcutları: Bankalarca yurtdışı muhabirleri nezdinde tutulan cari ve depo hesaplarından oluşmaktadır. Bankaların döviz üzerinden yaptıkları her türlü işlem, bankaların döviz mevcutlarına yansımaktadır.

ii- Verilen döviz kredileri: Bankalar ve Merkez Bankası tarafından yurtdışına verilen döviz kredilerinden oluşmaktadır.

b- Yükümlülükler:

Yurt dışında yerleşik kişilerce açılan döviz tevdiat hesapları (kısa vadeli KMDTH'lar dahil) ve yurtdışı bankaların depo hesaplarını içeren Mevduat kalemi ile banka ve kuruluşların yurt dışından sağladıkları kısa vadeli döviz kredileri ve dış ticaretin finansmanı amacıyla sağlanan kısa vadeli ticari kredileri kapsayan Kredi kaleminden oluşmaktadır.

Diğer bir ayrışıma göre, kısa vadeli sermaye hareketleri genel olarak kısa vade ile hisse senetleri alımı, kısa vadeli borç senetleri, bankalar ve özel sektörün temin ettikleri kısa vadeli dış krediler, yurt içinde bankalarda kısa vadeli açılan mevduatlar ve banka dışı diğer varlık kalemlerinde yapılan harcamalardan oluşmaktadır.

Kısa vadeli sermaye akımlarında yatırımcılar, yatırım yapacakları ülkelerdeki iç faiz oranlarını, kendi ülkelerindeki faiz oranları ve döviz kurundaki değişiklikleri göze almaktadırlar. Bu durum aşağıdaki gibi gösterilmekte olup, bu oran yakalandığında yatırım kararı verilmektedir.¹

$$(1+i^1 / 1+e) > 1+i^2$$

i^1 = iç faiz oranı

i^2 =dış faiz oranı

e = döviz kuru

Kısa vadeli sermaye hareketlerini kolaylaştıran ve arttıran ana nedenler arasında, yurt içi menkul kıymetlerin faiz oranlarındaki ani ve aşırı artışlar, döviz kurlarına ait kısıtlamaların kaldırılması ve döviz kurlarında (yabancı paranın fiyatı açısından) beklenen

1 Cihan Ömer, 2005, Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, ANKARA

ya da gerçekleşen önemli değişiklikler olarak sıralanabilmektedir.²

Iversen, kısa vadeli sermaye hareketlerini "gerçek" ve "eşitleyici" sermaye hareketleri adı altında ikiye ayırır. Buna göre, "gerçek" sermaye hareketi, sermayenin, bol olduğu ülkelere, kit olduğu ülkelere, faiz oranının yüksekliği avantajından yararlanmak üzere kayışını belirtmek amacıyla kullanılır. "Eşitleyici" sermaye hareketleri ise, ödemeler bilançosundaki bir dengesizliğin sonucu olarak döviz kurunda ya da kısa dönem faiz oranlarında ortaya çıkan değişmelerin ülkeler arasında geçici sermaye hareketlerine neden olmasıyla ortaya çıkar. Machlup, yüksek oranlı getiri sağlamaktan öte, riskten korunmayı amaçlayan türde sermaye hareketlerini ayrıca tanımlar, Iversen ise bunu tamamen reddetmektedir. Ona göre, vergi riskinden, ulusal paranın değer yitirmesi riskinden ve politik risklerden korunmayı amaçlayan bu türlü sermaye hareketleri tamamıyla "gerçek" sermaye hareketlerine dahildir (Iversen 1967³).

Kindleberger, kısa vadeli sermaye hareketlerinin gerçekleşebileceği kredi enstrümanlarını üç ana sınıfta toplamıştır: Yabancı "para", yabancı "döviz", yabancı "yatırımlar". Yabancı para, sahibi söz konusu ülkenin dışında bulunan nakit ve büyük ölçüde banka mevduatlarından oluşur. Yabancı döviz adı altında, tüccarlar ya da bankalar tarafından çekilebilen, ödenebilirlikleri bulunan ülkelerin dışında yaratılan ve tutulan bütün döviz çekleri, senetleri, tahvilleri yer alır. Kısa vadeli yabancı yatırımlar, faiz getiren aktiflere dayanır. Ticari kağıtlar, hisse senetleri, devlet tahvilleri bu kategoriye girer. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu şekildeki ayrımı, para arzı üzerinde yarattıkları etkilerin incelenmesi açısından önemlidir. (Kindleberger 1965)⁴

Kısa vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomi Üzerindeki Etkileri

.10lumlu Etkileri :

1.1.Döviz Dengesizliğinin Giderilmesi:

İç kaynak yetersizliği olan bir ülkede ihracat yolu ile döviz sorununun çözülememesi, ülkeyi kısa vadeli sermaye girişini teşvik ederek, mevcut döviz dengesizliğini gidermeye yöneltmiştir.

1988 sonrasında ülkemizde de, ihracat ve diğer gelir kalemlerindeki artışın döviz yaratma sorununun çözülememiş olması ve ülkedeki kapasite kullanım oranının oldukça yüksek seviyelere ulaşması, kısa vadeli sermaye hareketlerini teşvik edici politikaların uygulanmaya başlamasına neden olmuştur. Çünkü, ekonomik büyümenin devam ettirilmesinde ekonominin gereksinim duyduğu ithalatın yapılabilmesi için ülkedeki döviz dengelerinin sağlamış olması gerekir. Halbuki, ekonomik büyümenin hızlandığı dönemlerde ithal girdilerinin artmasına karşın ihracat artışı ithalatı karşılayacak düzeyde olmamıştır ve bu yüzden de büyüme hızının arttığı dönemlerde ihracatın ithalatı karşılama oranı hızla gerilemiştir. Bu nedenle kısa vadeli sermaye girişini teşvik edecek politikalar uygulanarak, ülkeye döviz girişi hızlandırılmış ve mevcut döviz dengesizliğini giderilmesine çalışılmıştır.

Aşağıdaki tabloda, ekonomik büyüme ihracatın ithalatı karşılama oranı ve kısa vadeli sermaye hareketleri arasındaki ilişki gösterilmiştir

2 McKINNON, R.I., 1973, "Optimum Currency Areas", **American Economic Review**, [American Economic Association Business Office](#), 161

3 Iversen Carl, 1967, Aspects of Theory of International Capital Movements, New York

4 Kindleberger Charles P. , 1965, International Short-Term Capital Movements Reprints of Economic Classics, New York

Tablo-4.1 1989-1995 Dönemindeki Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri :

Yıl	Büyüme Hızı	İhracatın İthalatı K.O.	Dış Ticaret	Cari İşlemler	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Kısa Vadeli Sermaye H.
1989	1.6	73.6	-4167.50	961	663	1386	-584
1990	9.4	58.1	-9342.8	-2625	700	547	3000
1991	0.4	64.6	-7453.4	250	783	623	-3020
1992	6.4	64.3	-8156.4	-974	779	2411	1396
1993	8.1	52.2	-14083.4	-9433	622	3917	3054
1994	-6.1	76.8	-5164	2631	559	1158	-5127
1995*	8.1	61.3	-13212	-3327	98	4496	1724

Kaynak :Türkiye İş Bankası, Ekonomik Rapor, Ankara, 1989-1994

(*) 1995 Verileri: İktisat Dergisi, Sayı 356, İstanbul; Nisan 1996, s. 19,68

1990 yılında ekonomik büyüme yüksek oranda artış göstermiş, ithalat artmış ve dış ticaret açığı büyüyerek, cari işlemler dengesinin açık vermesine neden olmuştur. Bu dönemde, portföy yatırımları ve doğrudan yatırımlar bu açığın ancak yansını kapatabilmiştir. Kalan açığın kapatılması ancak kısa vadeli sermaye girişi ile mümkün olmuştur.

Aynı şekilde, 1993 yılındaki rekor dış ticaret ve cari işlemler açığının kapatılmasında portföy yatırımları ile doğrudan yatırımlar yeterli olmayıp, kısa vadeli sermaye hareketlerinin sağladığı döviz girişi ile döviz açığı kapatılmıştır.

1995 yılında da kur artışının sınırlı düzeyde kalması, ithalatın ihracattan daha hızlı artmasına ve cari işlemler kaleminin, dış ticaret açığındaki artışa bağlı olarak açık vermesine neden olmuştur. Bu dönemde de, kısa vadeli sermaye girişleri teşvik edilerek, döviz girişi sağlanmış ve açık finanse edilmiştir.

1994 yılı ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomi üzerindeki etkilerinin net olarak yansıdığı bir yıl olmuştur. Bu dönemde mali piyasalardaki krizin, reel kesime de yansması, iç talebin daralmasına, ithalatın yavaşlamasına ve ekonomik büyümenin de eksi değere ulaşmasına neden olmuştur. Yüksek kur artışı, ihracatın hızla artmasına, ihracatın ithalatı karşılama oranının yükselmesine ve dış ticaret açığının daralmasına neden olmuştur. Fakat faiz-kur arasındaki marjın daralması hızlı kısa vadeli sermaye çıkışına ve ülkedeki döviz arz-talep dengesi bozulmasına neden olmuştur. İhracattaki artışın sağladığı döviz girişleri tek başına döviz dengesizliği gideremediği gibi, diğer cari gelirlerdeki artış da sermaye çıkışının neden olduğu döviz dengesizliğini telafi edememiştir. Bu yüzden, alınan istikrar tedbirleri ile birlikte kısa vadeli sermaye girişi yeniden teşvik edilerek, ülkedeki döviz dengesizliği giderilmeye çalışılmıştır.

1.2.Piyasalara Derinlik Kazandırma :

Sermaye hareketlerine getirilen serbesti ve de faizlerin serbest bırakılması ile yükselen reel faizler kısa vadeli fonların ülkeye gelmesine yol açmıştır Sermaye girişi ile

ulusal paranın yabancı paralar karşısındaki değer kaybının enflasyonun altında seyir etmesi ise ülkeye yönelik kısa vadeli fon akışını hızlandırmıştır.

Yabancı sermaye girişi ile birlikte hem menkul kıymet satışlarında hem de işlem hacminde yıllar itibari ile önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu durum hem tahvil piyasasında ikincil piyasaların gelişmesine sağlamış hem de yabancı yatırımcıların hisse senedine olan ilgisi bu piyasadaki fiyatları yükseltmiş ve daha çok şirketin halka açılarak hisse senetleri işlem gören şirket sayısını arttırmıştır. Sonuç olarak, piyasaların daha derin ve likit bir piyasa haline dönüşmesini sağlamıştır

.2Olumsuz Etkileri

1 Pahalya Borçlanma

Kamu açığının yüksek olduğu bir ortamda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi hükumete, yabancı sermaye girişinin özendirilmesiyle daha kolay borçlanma olanağı sağlamaktadır.

Kamu kesimi açığının finansmanı için hükümetin iç borçlanmaya yönelmesi, yurt içi faiz hadlerini yükselmesine ve de kısa vadeli sermaye akımlarının ülkeye girişlerinin hızla artmasına neden olmaktadır. Kamunun bu yolla finansman sağlaması üç olumsuz etkiyi de beraberinde getirmektedir.

- 1.1 Kamunun bütçe açıklarını kapatmak için iç borçlanmaya yönelmesi, hem ekonomideki faiz hadlerini yükseltmekte, hem de kamunun iç borç stokunu arttırmaktadır. Bununla birlikte, yurt dışından daha ucuza borç temin edebilecekken, kısa vadeli sermaye hareketleri teşvik edilerek daha kolay finansman imkanının sağlanması, hükümetin pahalya borçlanmasına da neden olmaktadır.

1.2

Hükümetin iç borçlanma yolu hem bütçe açıklarını kapatmaya çalışması hem de dış borç ödemeye çalışması iç borç senetlerinin faizlerinin yüksek seyretmesine ve dolayısıyla artan sermaye girişine neden olmaktadır. Böyle bir durumda ise, ülkeye giren sermaye ile döviz arzındaki artış döviz kurları üstünde baskı yaratmakta ve ulusal paranın değerlenmesine sebep olmaktadır. Zaman içerisinde faiz-kur arasındaki marjın giderek açılması, ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarının daha çok faiz ve kur beklentilerine göre hareket eden, duyarlılık derecesi yüksek, spekülasyon amaçlıya yönelik sıcak para niteliği taşımasına yol açar.

- 1.3 Kısa vadeli sermaye girişinin kamuya getirdiği bir başka yükte sermaye akımını çekmeye yönelik uygulanan sterilizasyon politikası ile gelmektedir.

Artan oranda sermaye girişi, ülkedeki döviz arzını arttırmaktadır. Bu döviz artışının kurda bir değer artışına yol açmasını engellemek için Merkez Bankası döviz fazlasını satın almak zorunda kalır. Fakat bu durumda da para arzında sağlanan artışın engellenmesi gerekmektedir. Bu yüzden, kamu tahvil ihraç ederek, Merkez Bankası'na bu menkul kıymetleri verir. Böylelikle, Merkez Bankası da açık piyasa işlemleri ile söz konusu menkul kıymetleri satarak sermaye akımının yol açtığı parasal genişlemeyi sınırlandırmaya çalışır. (")

Fakat, kamunun artan oranda tahvil ihraç etmesi faiz oranlarını da yukarıya çekmektedir. İşte asil problemde burada çıkmaktadır. Tahvil faiz oranlarının, sermaye girişleri ile artan döviz rezervlerinden sağlanacak getiriye kıyasla çok yüksek olması, bütçeye önemli bir yük daha getirmektedir. Bunun yanında, ilave sermaye girişi de devam etmektedir.

2 Mali Piyasalarda Dengesizlikler

Gelişen ülkeler kambiyo ve sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlamaları kaldırmaları yanında, özelleştirme çalışmalarında ağırlık vererek bir yandan finansal piyasalardaki serbestleşmeyi diğer yandan da sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliği arttırmaya çalışmıştır. Fakat tüm bu çabalara karşın, gelişen sermaye piyasaları gelişmiş piyasalara kıyasla halen sığ piyasalardır. Büyük miktarda alım-satım emirleri, fiyat hareketlerinde ani iniş-çıkışlara yol açmaktadır. Çünkü, bu piyasalarda işlem gören şirket sayısı, işlem hacmi, gelişmiş piyasalara göre daha azdır⁵

Portföy Yatırımları

Menkul değerlere yapılan yatırımlar (plasmanlar) olarak tanımlanan portföy yatırımları, genellikle hükümet tahvilleri ya da özel kuruluşların bono ve tahvilleri ile hisse senedi satın alınması şeklinde gerçekleşir. Ayrıca, son yıllardaki para piyasası araçları ile finansal türevler araçları işlemleri de bu hesaplarda izlenmektedir..

Portföy yatırımlarının azalıp artmasında dış alemdeki ve yurt içindeki faiz oranları ile birlikte ülkelerdeki politikalar etkili olmaktadır. Portföy yatırımcıları öncelikle kendi parasal kaynaklarının güvenli ve garantili bir karşılığının olmasını isterler.

Doğrudan yatırım ile portföy yatırımları arasında bazı önemli farklılıklar vardır. En önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı durumunda, şirket yönetimi ve denetiminde etkili olunmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olur. İkinci önemli fark, doğrudan yatırımlarda yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirmesi, portföy yatırımlarında ise yabancı yatırımcının sermayeden başka bir katkıda bulunmamasıdır. Portföy yatırımları kalemi varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında;

- Hisse Senetleri
- Borç Senetleri
- Tahvil ve senetler
- Para piyasası araçları
- Finansal türevler

ayrımında ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır.

Hisse Senetleri: Banka ve diğer kuruluşlarca ihraç edilen yabancı hisse senetlerine yapılan yatırımlardır.

Borç senetleri:

i) Tahvil ve senetler: Yatırımcıya koşulsuz olarak sabit bir getiri sağlayan tahvil, kuponsuz tahvil gibi 1 yıldan uzun vadeli menkul kıymet araçlarıdır.

ii) Para piyasası araçları: Vadeleri 1 yıl veya daha az olan ve yatırımcıya koşulsuz olarak belirli bir tarihte sabit bir getiri sağlayan hazine bonoları gibi menkul kıymetlerdir.

iii) Finansal türevler: Sahibine ileri bir tarihte getiri sağlayan faiz veya para swapları, futures, options gibi ikincil piyasa araçlarıdır.

Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinde portföy Dengesi Teoremi

Uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerine Portföy Dengesi Yaklaşımı, geleneksel Faiz Paritesi Teoremi ile çok benzemektedir. Söz konusu yaklaşım da, kısa vadeli sermaye akımının görece faiz oranı düzeylerine bağlı olduğunu ileri sürmektedir. Modelin geleneksel tipi, ilk önce Tobin ve Markowitz tarafından ortaya atılmış Mundell ve Whitman tarafından da tartışılmıştır⁶. Teori, geleneksel faiz Paritesi Teoremi'nin yalnızca sermaye akımını dikkate almasına karşılık, menkul kıymetlere olan talebin akım sermayeden çok stok sermaye ile ilgili olduğunu ve bu stok sermayenin de hem görece getiri oranları hem de iki ülkedeki menkul kıymetlerin parasal tutarı ile ilgili olduğunu savunmaktadır (Allen 1973:135). Bugün, Portföy Dengesi Teoremi ile ilgili olarak iktisadi literatürde yer alan çalışmalarda, Markowitz (1959) ve Tobin'in (1965) çalışmaları temel alınarak teori oluşturulmuş, başlangıçtaki çalışmalar, kimi zaman eleştirilmekle beraber, geliştirilerek test edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin Portföy Dengesi yaklaşımıyla açıklanmasında, aldığı katkı eleştirilere karşın, Floyd'un⁷ çalışması önemlidir. Çalışmanın amacı, tam istihdamın gerçekleştiği, dış ticarete açık ve küçük bir ekonomide bir genel denge modeli oluşturarak uluslararası sermaye hareketlerinin hem stok hem de akım dengesini, Portföy Dengesi Teorisi bağlamında incelemektir. Modelin tamamı, menkul kıymetler piyasasını, mal piyasasını ve döviz . kuru piyasasını tanımlayan üç denklemden oluşmaktadır. Menkul kıymetlere olan talebi de reel para balansları stoku (parasal servet), iş gücünün sağladığı reel gelir (beşeri servet) ve makine stokunun sağladığı reel gelir (fiziksel sermaye) olarak bir portföy içinde toplamaktadır. Beşeri ve fiziksel sermayeyi ilgilendiren piyasaların tam ve mükemmel işlediği varsayımından hareketle her iki türdeki sermayeyi tek bir homojen menkul kıymet olarak nitelendirmektedir. Menkul kıymetler piyasasında, yurt içi yerleşiklerin sahip oldukları fiziksel sermayeden elde ettikleri getiri (Q), reel para balansları (M/P), yurt içi üretim düzeyi (Y) ve fiyatlar genel düzeyinde beklenen artış (R«*) ile ilişkilendirilmektedir. Mal piyasası, gelir-harcama ilişkisi üzerine kuruluyken; döviz kuru piyasasında denge ödemeler bilançosu dengesi ile sağlanabilmektedir. Fiyatlar genel düzeyinde ve denge döviz kurunda değişmelere neden olan dışsal değişkenler, nominal para stoku (M) ve fiyatlar genel düzeyinde beklenen yükselme oranıdır. İşte, fiyatlar genel .düzeyinde ve denge döviz kurunda ortaya çıkan değişimler, Q'yu, yani yerli yatırımcıların sahip oldukları sermayeden sağladıkları getiriye etkileyerek sermaye hareketlerini doğuracaktır. Bunun altındaki ana neden, yatırımcıların portföylerini yeniden düzenlemek istemeleridir. Böylece yatırımlarını risklerden arındırmış, getirilerini maksimize etmiş olurlar. Bu şekilde gerçekleşen sermaye hareketi de, sabit kurda döviz rezervlerinin artması ya da azalması ile; esnek kurda da döviz kurunun değişimi ve veya ihracat ve ithalatın uyumu ile karşılanır. Dolayısıyla, esnek kur sisteminde, para arzında ortaya çıkabilecek bir artış, yerli malların fiyatını artırmak yoluyla döviz kurunu artıracaktır. Reel para stokunda veya yurt içi fiyatlar genel düzeyinde, Q'daki değişim nedeniyle olabilecek bir değişim, ödemeler bilançosu dengesinde bir seferlik

6 Tobin J.,1965,The Theory of Portfolio Selection in the Theory of Interest Rates F.Hahn F.P.R

7 Floyd John E.,1972,Portfolio Equilibrium and The Theory of Capital Movements ...,New York

değişme yaratır. Bu da,döviz kurunda ortaya çıkan uygun hareketlerin ithalat ve ihracat ozanlarına yansmasıyla finanse edilebilir ve böylece,fiziksel sermayenin getirisindeki artışın neden olduğu sermaye hareketi yaratılmış olur. Bu bağlamda, Floyd, yurt içine net kısa vadeli sermaye girişini, yurt içi üretim düzeyi, dünya faiz oranı, reel para balansları, yurt içi fiyatlar genel düzeyinde beklenen artış ve yurt içi yerleşiklerin sahip oldukları fiziksel sermayeden elde ettikleri getiri ile ilişkilendirmektedir. Bunun ardından Floyd, sabit ve esnek kur sistemlerinde sermaye hareketlerinin makro ekonomik denge üzerinde etkilerini incelemeye girişmiştir. Bu, özellikle para politikasının olası etkilerini tartışmaya yöneliktir.

Sonuç olarak, Portföy Dengesi Teoremi bağlamında üretilen modeller, iki ülke arasında gerçekleşen kısa vadeli sermaye hareketlerini, söz konusu iki ülkedeki faiz oranları arasındaki farkla ilişkilendirmektedir. Yalnız, bu şekildeki uluslararası sermaye hareketleri, menkul kıymetlerin dolaşımının hem akım hem de stok etkilerini beraberce içermektedir. Yani, uluslararası kısa vadeli sermaye hareketleri, yalnızca faiz oranları farklarının değil, her iki ülkedeki toplam menkul kıymet tutarındaki büyüme oranının da bir fonksiyonudur (Grubel 1968⁸). Yatırımcıların yatırımlarını yüksek faizli menkul kıymetlere yöneltmeleri sermaye hareketlerinin akım etkisini; faiz oranının yükselmesiyle bozulan denge nedeniyle portföylerinde zaten var olan menkul kıymetlerin bileşimini değiştirmeleri, yatırımlarını daha yüksek faizli menkul kıymetlere kaydırmaları da sermaye hareketlerinin stok etkisini göstermektedir. Böylece, bir ülkede yükselen faiz oranı, tasarrufları o ülkeye çekerek halihazırda var olan menkul kıymetlerin değerinin daha da artmasını sağlayacaktır. Ayrıca, Portföy Dengesi Teoremi'ne göre, ihracatın finansmanı için alınan kısa vadeli borçlar da rahatlıkla kısa vadeli sermaye hareketleri kapsamında değerlendirilebilir.

Sıcak Para Olgusu

Sermaye hareketleri doğrultusunda ele alınan sıcak para olgusu,kısa vadeli sermaye hareketleri içerisinde yer almaktadır. Eğer kısa vadeli sermaye hareketlerinin belirsizlik özelliği çok fazlaysa ve hareket kabiliyet derecesi de yüksekse,piyasalara hızla girip aynı hızla çıkıyorsa bunu sıcak para hareketleri olarak adlandırabiliriz.

Sıcak para hareketlerinin çerçevesini likidite özelliği yüksek,çok kısa vadeli sermaye hareketleri çizmekte olup,zaman ve miktar belirsizliği ayırddedici unsur olmaktadır.

Spekülatif,kısa dönemli aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içeren ulusal piyasalarda,faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan,yüksek risk yüksek getiri özelliklerini haiz varlıklarla yatırım yapan kısa vadeli sermaye akımları,sıcak para olarak da tanımlanabilir. Sıcak paranın kapsamı,kısa vadeli spekülatif sermaye olarak belirlenmiştir. Bu kapsam içerisinde ödemeler dengesi bilançosunun portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye hareketleri alt kalemlerinden,yerleşik olmayanların döviz tevdiat hesapları ve bakacılık sektörünün sağladığı yabancı krediler işlem hacmi alınmamaktadır.⁹

8 Grubel Herbert G.,1968 ,International Diversity Portfolios:Welfare Gains and Capital Flows,The American Ekonomik Review.

9 Ata Selim,2003

Sıcak Para Hareketlerinin Belirleyicileri

1. Döviz Kurunda Yerli Paranın Değer Kaybedeceği Beklentisi :

Sıcak para giriş-çıkışına neden olan ana unsurlardan birinin döviz kurunun değişme olasılığı olduğu konusunda bir görüş birliği hakim durumdadır.

2. Ülkeler Arası Faiz Oranı Farklılığı ve Faiz Arbitrajı

Faiz arbitrajı ülkeler arası faiz oranları farklılığından yararlanmak için para piyasalarında yapılan kısa süresi işlemleri ifade eder gelişmiş ülkelerdeki yatırımcılar kendi ülkelerindeki düşük faiz hadleri yerine gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek faiz haddini görerek yüksek kar sağlamak amacı ile bu ülkelere yönelik para transferinde bulunurlar.¹⁰

3. Ülkeler arası Risk ve Karlılık Farklılıkları

Sermaye akımlarında etkin olan nedenlerden bir tanesi de risk ve karlılık farklarıdır Yabancı yatırımcılar ellerindeki parayı yüksek gelir yaratan alanlara yöneltirken bu alandaki karlılık ve riski birlikte değerlendirirler.

4. Döviz Kuru,Faiz Oranları ve Enflasyon Priminin Sermaye Akımlarına olan Etkisi.

10 Calvo,Gullermo,A.,Leiderman,Leonardo&reinhart,M,Carmen, "Inflows of Capital to developing Countries in the 1990's,Journal Of Economic Perspectives Volume 10, Spring 1996

Tablolar

1. 1980-2007 Sermaye hareketlerinin Dağılımı

2. Portföy Yatırımları 1984-2006

3. Merkez Bankası verilerine Göre Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Kalemleri 1984-2006

Yıl	Toplam Sermaye Hareketleri (net)	Doğrudan Yatırımlar	Portföy Yatırımları	Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri
1980	672	18	0	656	-2
1981	899	95	0	683	121
1982	280	55	0	127	98
1983	883	46	0	39	798
1984	73	113	0	612	-652
1985	1065	99	0	-513	1479
1986	2124	125	146	1041	812
1987	1891	106	282	1453	50
1988	-958	354	1178	-209	-2281
1989	780	663	1386	-685	-584
1990	4037	700	547	-210	3000
1991	-2397	783	623	-783	-3020
1992	3648	779	2411	-938	1396
1993	8903	622	3917	1370	2994
1994	-4257	559	1158	-784	-5190
1995	4565	772	237	-95	3635
1996	5483	612	570	1636	2665
1997	6969	554	1634	4788	-9
1998	-840	573	-6711	3985	1313
1999	4935	138	3429	344	1024
2000	9610	112	1022	4276	4200
2001	-13882	2769	-4515	-1130	-11006
2002	2463	958	-593	2170	23
2003	7239	1253	2465	-956	5431
2004	18493	2026	8023	5811	2950
2005	38270	8951	13437		
2006	35107	18985	7373		
2007/11	37872	14699	110		

1984-2006 Portföy Yatırımları

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
2.	Portföy Yatırımları	0	0	146	282	1178	1386	547	623	2411	3917	1158	237	570	1634	3429	1022	-4515	-593	2485	8023	13437	7373	
2.1.	Varlıklar	0	0	0	-25	-6	-39	-134	-91	-754	-563	35	-466	-1380	-710	-1622	-759	-593	-788	-2096	-1386	-1388	-4029	
2.1.1	Genel Hükümet								0	330	62	-33	-19	-41	-21	-46	-33	-36	-42	-33	-25	-20	-42	
2.1.2	Bankalar								-754	-754	-37	-391	-1386	-667	-1791	-912	-680	-281	-1437	-632	-686	-1286	-3754	
2.1.3	Diğer Sektörler								0	-139	20	-42	34	-2	180	98	120	-471	-617	-421	-697	72	-233	
2.2.	Yükümlülükler	0	0	146	307	1184	1445	681	714	3165	4480	1123	703	1950	2344	-5089	4188	1615	-3727	1503	3851	9411	14670	11402
2.2.1.	Hisse Senetleri	0	0	0	0	0	17	89	147	350	670	889	195	191	8	-618	428	489	-79	-16	905	1427	5689	1839
2.2.2.	Borc Senetleri	0	0	146	307	1184	1428	592	567	2815	3910	134	508	1759	2336	-4671	3780	1126	-3648	1519	2946	7994	9001	9483
2.2.2.1.	Merkez Bankası	0	0	0	178	179	0	0	-216	0	0	-213	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2.2.2.	Genel Hükümet	0	0	0	0	618	1043	572	593	2888	3903	448	933	1919	1915	-4389	3677	984	-3645	1968	3123	7994	9351	9483
2.2.2.2.1.	Yurtiçi	0	0	0	0	0	0	0	10	182	35	124	428	582	-3992	540	-5126	-3744	929	1614	6025	5934	6129	
2.2.2.2.2.	Yurtdışı	0	0	0	0	618	1043	572	593	2878	3721	411	809	1491	1363	-377	3137	6110	99	1029	1508	1959	3417	3334
2.2.2.2.2.1.	Borçlanma	0	0	0	0	618	1043	572	618	2978	3759	721	2311	2804	2698	2706	5015	7507	2148	3286	5286	5753	6489	5848
2.2.2.2.2.2.	Geni Ödeme	0	0	0	0	0	0	-25	0	-38	-310	-1502	-1313	-1545	-3083	-1878	-1397	-2048	-2257	-3756	-3794	-3072	-2514	
2.2.2.3.	Bankalar	0	0	146	129	387	385	20	-28	43	7	-312	-212	-180	-202	83	142	-3	-439	-177	0	-350	0	

Merkez Bankası Verileri İle Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Kalemleri 1984-2006

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Ticari Krediler																								
Kısa Vadeli	545	472	-168	-498	-213	67	361	433	1645	2184	-879	1593	139	316	-117	771	797	-1941	1130	1215	3715	3014	2560	
Krediler																								
Merkez Bankası																								
Kısa Vadeli	391	189	179	608	-564	0	5	-69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Genel Hükümet																								
Kısa Vadeli	0	0	0	0	0	-1029	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1000	-1000	0	0	0	0	0	0
Bankalar																								
Kısa Vadeli	0	296	390	436	-43	-29	1014	663	2404	3782	-6601	801	769	724	63	2070	4741	-7052	-731	2015	3347	2704	-3952	
Diğer Sektörler																								
Kısa Vadeli	142	-9	615	-44	-137	-73	1002	-399	-4	-394	-131	446	7	586	419	-60	128	183	-728	288	341	367	495	
Mevduatlar																								
Merkez Bankası																								
Kısa Vadeli	-626	171	-244	-15	-43	-40	-123	-132	55	144	115	101	63	50	-80	-98	2	131	718	772	75	-142	-453	