

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'YE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ
TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNE ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

Evren İPEK

Balıkesir, 2013

**T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**TÜRKİYE'YE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ
TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNE ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

Evren İPEK

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Özcan KARAHAN

Balıkesir, 2013

T.C.
BALIKESİR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüzün İktisat Anabilim Dalı'nda **200812506001** numaralı **Evren İPEK'in** hazırladığı "**Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerine Etkisi**" konulu DOKTORA tezi ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliği uyarınca 07.05.2013 tarihinde yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda tezin onayına OY BİRLİĞİ ile karar verilmiştir.

Başkan
Prof. Dr. Cemil ERTUĞRUL

İmza



Üye
Prof. Dr. Özcan KARAHAN (Danışman)

İmza



Üye
Doç. Dr. Oktay ÖKSÜZLER

İmza



Üye
Doç. Dr. Alpaslan SEREL

İmza



Üye
Yrd. Doç. Dr. Özlem KIZILGÖL

İmza



Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylım.

09/05/2013
Enstitü Müdürü
(Doç. Dr. Zübeyde GÜNEŞ YAĞCI)



ÖNSÖZ

Bu çalışmayla finansal liberalizasyon sürecinde finansal sermaye hareketlerinin Türkiye'deki yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerinin analizi amaçlanmıştır. Öncelikle uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki ve Türkiye'deki hacimsel ve kompozisyonel gelişimi incelenmiştir. Daha sonra ise finansal sermaye hareketlerinin tasarrufları ve yatırımları etkilediği kanallar teorik olarak ortaya konmuştur. Son olarak yabancı finansal fonların yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisi ekonometrik yöntemlerle analiz edilmiştir.

Tez çalışmam boyunca bana yol gösteren, danışmanım değerli hocam Prof. Dr. Özcan KARAHAN'a, değerli hocam Prof. Dr. Kerim ÖZDEMİR'e, aynı zamanda tez izleme komitesi üyesi olan ve ekonometrik analizlerde bilgi ve tecrübelerini esirgemeyen Yrd. Doç. Dr. Özlem KIZILGÖL'e, yine ekonometrik analizlerde desteğini eksik etmeyen Dr. Murat ERTUĞRUL'a teşekkürü borç bilirim.

Aynı zamanda bu süreçte göstermiş oldukları destekten dolayı sevgili eşim İbrahim Hakkı İPEK'e ve canım oğlum Yağız İPEK'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Balıkesir, 2013

Evren İPEK

ÖZET
TÜRKİYE'YE YÖNELİK FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ
TASARRUF VE YATIRIM ÜZERİNE ETKİSİ

İPEK, Evren
Doktora, İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Özcan KARAHAN
2013, 188 sayfa

1980'li yıllar sonrasında gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşan finansal serbestleşme uygulamalarıyla birlikte bu ülkelere olan sermaye akımları hız kazanmıştır. Dış finansal kaynaklara erişimlerini artırarak kalkınmalarını sağlayabilecekleri düşüncesiyle finansal serbestleşme politikalarını benimseyen bu ülkelere yönelik sermaye akımları finansal serbestleşme sonrası süreçte hem yüksek hacimlere ulaşmış hem de resmi kaynaklardan özel kaynaklara kaymıştır. Sermaye akımlarını tümüyle serbestleştirildiği 1989 yılından itibaren Türkiye ekonomisine yönelen sermaye akımları da hız kazanmış ve diğer gelişmekte olan ülke tecrübelerine paralel olarak önemli boyutlara ulaşmıştır.

Uluslararası fonlar yöneldikleri ülke ekonomisinin makroekonomik göstergeleri üzerinde olumlu ve olumsuz çeşitli etkiler yaratmışlardır. Uluslararası sermaye akımlarının bu etkileri birçok araştırmaya kaynaklık etmiştir. Bu çalışma da finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini Türkiye ekonomisi için zaman serisine dayalı ekonometrik yöntemlerle analiz etmektedir. Bu amaçla, uygulamalı analizlerde 1991:4-2012:2 arasındaki dönem için üçer aylık veriler kullanılarak sınır testi ve ARDL yaklaşımı metodolojileri uygulanmıştır. Finansal akımlarının etkisinin tespitine yönelik olarak iki ayrı finansal sermaye değişkeni tanımlanmıştır. Bunlardan ilki "sıcak para"dır ve ikincisi olan "finansal sermaye" ile kıyaslandığında daha kısa vadeli ve oynak fonları ifade etmektedir. Tasarruf ve yatırım modellerine ilişkin tahminler bu farklı yabancı sermaye tanımlamalarına göre tekrarlanmıştır.

Tasarruf modellerine ilişkin ampirik sonuçlar, finansal sermaye akımları ve yurtiçi tasarruflar arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modelindeki negatif işaretli ve istatistikî olarak anlamlı hata düzeltme katsayısı ile de desteklenmektedir. Bununla birlikte, ARDL modelinden elde edilen uzun dönemli katsayılar finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Sonuçlar, yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları dışladığını savunan "İkame Tezi" ile uyumludur. Yatırım modellerine ilişkin ampirik sonuçlar da finansal sermaye akımları ile yatırımlar arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. Hata düzeltme modelinin negatif işaretli ve anlamlı katsayısı, bu uzun dönemli ilişkiyi doğrulamaktadır. İlâveten, finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki uzun dönemli etkisinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Son olarak şunu da belirtmek gerekir ki, finansal sermayeyi

nasıl tanımladığımız yabancı fonların yurtiçi tasarruflardaki ve yatırımlardaki etkisinin yönünü değiştirmemektedir, ancak sıcak para tanımlaması altında etkinin büyüklüğünün daha fazla olduğu görölmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Sermaye Hareketleri, Yurtiçi Tasarruf, Yatırım, Sınır Testi, ARDL

ABSTRACT
EFFECT OF FINANCIAL CAPITAL FLOWS TO TURKEY
ON SAVING AND INVESTMENT

İPEK, Evren
PhD Thesis, Department of Economics
Adviser: Prof. Dr. Özcan KARAHAN
2013, 188 Pages

Capital flows to developing countries has been accelerated with the expansion of financial liberalization applications of these countries following the 1980s. Capital flows to these countries, which have adopted financial liberalization policies with the aim of increasing their development by accessing to external financial resources, both reached high volumes and shifted from official resources to private resources after the financial liberalization process. Capital movements towards Turkish economy have also gained pace and reached substantial levels, in parallel to other developing countries, since 1989 when the capital flows are entirely liberalized.

International capital flows created various positive and negative effects on the macroeconomic indicators of the host country. These effects of international capital movements have been the source of several previous researches. This study aims to investigate the effects of financial capital flows on domestic savings and investments in Turkish economy by using econometric methods based on time series. To this end, methodology of bound test and ARDL approach is employed in empirical analysis, using quarterly data for the time period from 1991:4-2012:2. For the identification of the effects of financial flows, two different types of financial capital flow variables are determined. The first one is "hot money" and represents more fluid and volatile funds compared with the latter one that is financial flows. The estimations related to saving and investment models are repeated for these different foreign capital definitions.

The empirical results related to saving models indicate that there is a cointegration relationship between financial capital flows and domestic savings. This outcome is supported with the negative signed and significant error correction term in the error correction model based on the ARDL approach. Furthermore, the long term coefficients from ARDL model indicate that financial capital flows effect domestic savings negatively. The results are consistent with the "Substitutability Thesis" according to which foreign capital crowds out domestic savings. The empirical results related to investment models also indicate that there is a cointegration relationship between financial flows and investment. Negative signed and significant error correction term of the error correction model confirms this long term relationship. Additionally, it is identified that the long term effect of financial capital flows on investment is positive. Finally it should be noted, that how we define the financial capital doesn't change the direction of the effects of

foreign funds both on savings and investment; but it is determined that the magnitude of the effect is larger under the hot money definition.

Key Words: Financial Capital Flows, Domestic Saving, Investment, Bound Test, ARDL

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	viii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
1. GİRİŞ.....	1
1. 1. Problem.....	4
1. 2. Tezin Amacı.....	5
1. 3. Tezin Önemi.....	5
1. 4. Sınırlılıklar.....	6
1. 5. Tanımlar.....	7
2. İLGİLİ ALANYAZIN.....	8
2. 1. Kuramsal Çerçeve.....	8
2. 1. 1. Uluslararası Sermaye Hareketleri: Kavramsal Çerçevesi ve Gelişmekte Olan Ülkelerle Türkiye'deki Gelişimi.....	8
2. 1. 1. 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanım ve Türleri.....	9
2. 1. 1. 1. 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları.....	10
2. 1. 1. 1. 2. Portföy Yatırımları.....	14
2. 1. 1. 1. 3. Diğer Yatırımlar.....	18
2. 1. 1. 1. 4. Finansal ve Finansal Olmayan Sermaye Hareketleri.....	21
2. 1. 1. 2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	26
2. 1. 1. 2. 1. Sermaye Hareketlerinin Hacmindeki Gelişmeler.....	30
2. 1. 1. 2. 2. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonundaki Gelişmeler.....	34
2. 1. 1. 2. 3. Sermaye Hareketlerinin Bölgesel Dağılımı.....	37
2. 1. 1. 3. Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri.....	42
2. 1. 1. 3. 1. Sermaye Hareketlerinin Miktarındaki Gelişmeler.....	45
2. 1. 1. 3. 2. Sermaye Hareketlerinin Türlerindeki Gelişmeler.....	49
2. 1. 1. 3. 3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Toplam Uluslararası Sermaye Hareketleri İçinde Türkiye'nin Payındaki Gelişmeler.....	58
2. 1. 2. Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerindeki Etkileri.....	65
2. 1. 2. 1. Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarının Genel Olarak Yarattığı Makroekonomik Etkiler.....	65
2. 1. 2. 2. Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruflara Etkisi.....	71
2. 1. 2. 2. 1. Tamamlayıcılık Tezi.....	75
2. 1. 2. 2. 2. İkame Tezi.....	77
2. 1. 2. 3. Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlara Etkisi.....	83
2. 1. 2. 3. 1. Faiz Oranı Kanalı.....	84
2. 1. 2. 3. 2. Toplam Talep Kanalı.....	87
2. 2. İlgili Araştırmalar.....	89
2. 2. 1. Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruflar Üzerindeki Etkilerine İlişkin Ampirik Bulgular.....	89
2. 2. 2. Finansal Sermaye Akımlarının Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkilerine İlişkin Ampirik Bulgular.....	104
3. YÖNTEM.....	117
3. 1. Araştırmanın Modeli.....	117
3. 2. Evren ve Örneklem.....	121
3. 3. Veri Toplama Araçları ve Teknikleri.....	121
3. 4. Verilerin Analizi.....	125

3. 4 .1. Durağanlık Analizi.....	127
3. 4. 1. 1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	128
3. 4. 1. 2. Phillips-Perron Birim Kök Testi	130
3. 4. 1. 3. Kwiatkowski- Phillips- Schmidt- Shin Birim Kök Testi	131
3. 4. 1. 4. Ng- Perron Birim Kök Testi.....	132
3. 4. 2. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi.....	134
3. 4. 3. Değişkenler Arasındaki Uzun ve Kısa Dönemli İlişkiler: ARDL Yaklaşımı.....	137
4. BULGULAR VE YORUM.....	140
4. 1. Birim Kök Testi Sonuçları.....	140
4. 2. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları.....	145
4. 2. 1. Yabancı Sermaye Girişleri ve Tasarruflar.....	146
4. 2. 1. 1. Model 1: Finansal Sermaye ve Yurtiçi Tasarruflar	146
4. 2. 1. 2. Model 2: Sıcak Para ve Yurtiçi Tasarruflar	152
4. 2. 2. Yabancı Sermaye Girişleri ve Yatırımlar.....	156
4. 2. 2. 1. Model 1: Finansal Sermaye ve Yatırımlar	156
4. 2. 2. 2. Model 2: Sıcak Para ve Yatırımlar.....	160
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	164
5. 1. Sonuçlar.....	164
5. 2. Öneriler	172
KAYNAKÇA	174

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Özel ve Resmi Sermaye Akımları (Net- Milyar Dolar).....	31
Şekil 2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Özel Sermaye Akımların Kompozisyonundaki Gelişmeler (Net- Milyar Dolar).....	35
Şekil 3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Özel Sermaye Akımlarının Bölgesel Dağılımı (Net- Milyar Dolar).....	38
Şekil 4. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımları (Net- Milyon Dolar).....	46
Şekil 5. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Net- Milyon Dolar).....	50
Şekil 6. Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ile Sıcak Para (Milyon Dolar).....	57
Şekil 7. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Akımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri.....	59
Şekil 8. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri	61
Şekil 9. Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri.....	62
Şekil 10. Türkiye'ye Yönelik Diğer Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri.....	63

ÇİZELGELER LİSTESİ

	Sayfa No
Çizelge 1. Değişkenlerin Tanımlaması.....	122
Çizelge 2. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları	141
Çizelge 3. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi Sonuçları	142
Çizelge 4. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi Sonuçları.....	142
Çizelge 5. Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları	143
Çizelge 6. Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu	147
Çizelge 7. Model 1'in Sınır Testi Sonuçları	148
Çizelge 8. ARDL (3,0,1,0,0) Modelinin Tahmin Sonuçları	149
Çizelge 9. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları.....	151
Çizelge 10. Model 2'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu	152
Çizelge 11. Model 2'nin Sınır Testi Sonuçları	153
Çizelge 12. ARDL (3,0,3,0,1) Modelinin Tahmin Sonuçları	154
Çizelge 13. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları.....	155
Çizelge 14. Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu	157
Çizelge 15. Model 1'in Sınır Testi Sonuçları	157
Çizelge 16. ARDL (1,1,1,1) Modelinin Tahmin Sonuçları	158
Çizelge 17. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları.....	159
Çizelge 18. Model 2'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu	161
Çizelge 19. Model 2'nin Sınır Testi Sonuçları	161
Çizelge 20. ARDL (1,1,0,1) Modelinin Tahmin Sonuçları	162
Çizelge 21. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları.....	163

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD: Amerika Birleşik Devletleri
ADF: Genişletilmiş Dickey-Fuller
ARDL: Gecikmesi Dağıtılmış Otoregresif Model
DEKK: Dinamik En Küçük Kareler
DGLS: Dinamik Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
EBRD: Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
EKK: En Küçük Kareler
GMM: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HDM: Hata Düzeltme Modeli
IFS: International Financial Statistics
IMF: Uluslararası Para Fonu
KBGSMH: Kişi Başı Gayri Safi Milli Hasıla
KBGSYİH: Kişi Başı Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KBMG: Kişi Başı Milli Gelir
KPSS: Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
PP: Phillips-Perron
SUR: Görünüşte İlişkisiz Regresyonlar
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi
VAR: Vektör Otoregresif
VECM: Vektör Hata Düzeltme Modeli
UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü

1. GİRİŞ

1970'lerden itibaren önce gelişmiş ülkeler, sonrasında ise gelişmekte olan ülkeler uluslararası sermaye akımları önündeki kısıtları kısmen veya tamamen kaldırma yoluna gitmişlerdir. Finansal serbestleşme uygulamalarına yönelen gelişmiş ülkeler sahip oldukları geniş miktardaki sermaye ile yüksek getiriler elde etmeyi amaçlarken, gelişmekte olan ülkelerin amacı ise dış borçlarını ödemek ve kalkınmalarını finanse etmek için ihtiyaç duydukları dış kaynaklara ulaşabilmektir. Uluslararası ekonomik kuruluşların yönlendirmelerinin de önemli rolü olduğu bu süreçte, faiz kur arbitrajından faydalanarak en yüksek getiriye elde etme peşinde hareket eden sermaye akımları hızlanarak önemli hacimlere ulaşmıştır. Hacimsel artışına iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmelerin de etki ettiği uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerinde yarattıkları etkiler günümüz dünyasının en önemli olgularından biri olmuştur.

Yabancı sermaye, yöneldiği ülkelerin yurtiçi tasarruflarına eklemlenip yatırımları finanse ederek ekonomik büyümeyi artırabileceği gibi parasal genişlemeye, enflasyonist baskılara, reel döviz kurunun değerlenmesine ve cari açığın artmasına neden olarak istenmeyen makroekonomik sonuçlar da doğurabilmektedir. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisine yönelen finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları ve yatırımları hangi yönde etkilediği araştırılmıştır.

Türkiye gibi cari açık vererek büyüyen bir ülkede cari açığı finanse eden yabancı sermayenin türü ve bu yabancı sermayenin nasıl kullanıldığı önem arz etmektedir. Yabancı sermayeye bağlı ekonomik büyümenin ve cari açığın sürdürülebilirliği için bu fonların reel yatırımları, özellikle de ticarete konu olan sektörlerdeki yatırımları, finanse ederek ihracatı artırması

gerekmektedir. Ancak bu sayede alınan borçların faiziyle birlikte ödenebilmesi için gerekli reel birikim sağlanabilecektir. Ayrıca dış kaynaklardan faydalanılarak yatırım artışının sağlanabilmesi, yarattığı gelir artışı yoluyla, düşük tasarruf düzeylerinin yükseltilebilmesine de olanak sağlayacaktır.

Yabancı sermayenin yatırımları artırması kadar yurtiçi tasarrufları artırıcı etkiler yaratması da önemlidir. Yabancı sermaye akımları yöneldiği ülkenin yurtiçi fonlarına eklenerek toplam fon arzını, bir başka ifadeyle toplam tasarrufları artıracaktır. Ancak yabancı tasarruflara bağlı olarak toplam tasarruflar yükselirken yurtiçi tasarruflarda meydana gelen düşüş yönlü etkiler yabancı sermaye girişiyle karşı karşıya olan ülkeyi yatırım ve ekonomik büyüme anlamında yabancı sermayeye bağımlı hale getirir. Bir diğer ifadeyle, yurtiçi tasarruf artışı sağlanmadan gerçekleşen sermaye girişleri ülkenin yabancı fonlara bağımlılığını artırır. Özellikle ekonomik büyümenin kaynağı olan bu yabancı sermayenin kompozisyonunun ağırlıklı olarak spekülatif, kısa vadeli ve akışkan nitelikteki yabancı fonlardan oluşması, ilgili ülkenin kırılganlığını artırarak ülkeyi önemli risklerle karşı karşıya bırakır.

İlgili literatürde yabancı sermaye akımları ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişki tamamlayıcılık ve ikame tezleri ayırımında incelenmiştir. Bu tezlerden ilki yabancı sermayeden yurtiçi tasarruflara doğru pozitif yönlü bir ilişkiye işaret ederken, ikincisi yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları azaltıcı etkiler yarattığını savunmaktadır. Tamamlayıcılık tezinin göre yabancı sermaye akımları, ödünç verilebilir fon arzında yarattığı artış kanalıyla yatırım ve tüketim kredilerini artırmakta, artan kredi imkanlarına bağlı olarak yükselen yatırım harcamaları da milli geliri ve dolayısıyla tasarruf seviyesini yükseltmektedir. İkame tezinin göre ise, yabancı sermaye sağladığı kolay finansman imkanlarıyla kamu harcamalarını artırarak kamu tasarruflarını düşürdüğü gibi; rahatlattığı likidite kısıtı, değerlendirdiği reel döviz kuru ve yükselttiği menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatları kanalıyla da tüketimi artırmakta ve özel sektörün tasarruflarını düşürücü etkiler doğurmaktadır.

Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisi ise sermaye girişine bağlı olarak faiz oranlarında ve toplam talepte meydana gelen değişimler kanalıyla gerçekleşmektedir. Yabancı sermaye akımlarının ödünç verilebilir fon arzını artırarak faiz oranlarını düşürücü etkiler yaratması beklenmekle birlikte; bu fonların spekülâtif niteliği, yabancı fon girişine bağlı olarak artan kamu açıkları, yüksek para ikamesi ve izlenen sterilizasyon politikaları dolayısıyla sermaye girişi sonrasında beklenen faiz oranı düşüşleri oluşmayabilmektedir. Bu açıklamalar ışığında, sermaye girişi sonrası faiz oranları düşerse aralarındaki negatif yönlü ilişkiye bağlı olarak yatırım harcamaları artmakta, faiz oranları artış gösterirse de yatırım harcamaları azalmaktadır. Yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisi toplam talep kanalıyla da açıklanabilir. Buna göre yabancı sermayenin doğurduğu toplam talep artışı beklenen hasılatla neden olduğu yükselişe bağlı olarak yatırımları artıracaktır.

Finansal sermaye akımlarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisinin araştırıldığı bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Giriş bölümünü takip eden ikinci kısımda yabancı sermaye akımlarına ilişkin kavramsal açıklamalar, yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki hacimsel ve kompozisyonel gelişimi, yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan bölgeler arasındaki dağılımı, yabancı sermaye akımlarının Türkiye ekonomisindeki hacimsel ve kompozisyonel gelişimi, Türkiye ekonomisine yönelik yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler içerisindeki payı, yabancı sermayenin tasarrufları ve yatırımları etkileme kanalları ile bu alanda yapılmış çeşitli ampirik çalışmalar yer almaktadır. Çalışmanın üçüncü kısmında ampirik analizlerde izlenecek ekonometrik yöntemlere ilişkin teorik bilgiler aktarılmış, kurulacak modeller ve modellerin değişkenleri tanımlanmış, analizlerde kullanılan veri setinin elde edildiği kaynaklara ilişkin bilgiler sunulmuştur. Dördüncü bölüm ise elde edilen uygulama sonuçlarının aktarılmasına ve bu sonuçların yorumlanmasına ayrılmıştır. En son bölümde de elde edilen bulgulara dayanarak genel değerlendirmeler yapılmış ve politika önerilerine yer verilmiştir.

1. 1. Problem

Finansal liberalizasyona yönelik uygulamalar 1980'li yıllardan sonra büyük bir hız kazanmıştır. Böylece gelişmiş ülkelerdeki geniş hacimli tasarrufların sermaye akımları şeklinde, iç tasarrufları dolayısı ile fonları kısıt ama yüksek finansal getiri sunan gelişmekte olan ülkelere yönelerek, bu ülkelerdeki yatırımları finanse edecek kaynak kullanımını genişleteceği umut edilmiştir. Bu bağlamda finansal sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki toplam tasarrufları ve böylece yatırımları artırarak ekonomik büyümeyi hızlandıracağı düşünülmüştür.

Ancak gelişmekte olan ülkeler, özellikle 1990'lı yıllardan sonra yüksek miktarda yabancı sermayeye ev sahipliği yapmalarına rağmen, yatırımlarını artırarak istikrarlı bir büyüme sağlayamamışlardır. Bunun yerine oldukça ciddi ekonomik krizler ile karşı karşıya kalmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde yaşanan bu süreç sonucunda beklenen olumlu gelişmelerin aksine uluslararası sermaye akımlarının kriz yaratma potansiyeline ilişkin fikirler yaygınlaşmıştır.

Sonuç olarak gelişmekte olan ülkeler finansal liberalizasyondan umduklarını bulamamışlar, önemli miktardaki yabancı sermaye girişine rağmen sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sürecine ulaşamamışlardır. Bu bağlamda tasarrufları dolayısı ile yatırımları artırarak ekonomik büyümeye kaynak olacak sermaye girişlerinin sağlanabilirliğine ilişkin koşulların belirlenmesi ve bu koşulların yerine getirilmesi gelişmekte olan ülkeler için önemli bir problem olarak ortaya çıkmıştır.

1. 2. Tezin Amacı

Yukarıda ifade edilen problem ile ilgili olarak tezimizin amacı sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğini ekonomi içinde toplam yatırım ve tasarruflar üzerine yarattığı etkiler bağlamında değerlendirmektir. Başka bir ifade ile sermaye girişlerine bağlı olarak istikrarlı bir biçimde ekonomik büyümeyi sağlamanın koşullarını, söz konusu fonların gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf ve yatırım üzerine yarattığı etkiler çerçevesinde analiz etmektir.

Buna bağlı olarak, Türkiye Ekonomisine yönelik sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği dolayısı ile tasarruf ve yatırımları üzerine yarattığı etkiler ampirik olarak incelenecektir. Böylece 1989 yılında sermaye hareketleri üzerindeki tüm kısıtlamaları kaldırarak finansal serbestleşme sürecini tamamlayan Türkiye Ekonomisinde finansal sermaye hareketlerinin, yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkilerini, zaman serisi verilerine dayalı ekonometrik modeller yardımı ile inceleyeceğiz.

1. 3. Tezin Önemi

Yaşanan önemli ekonomik krizlerden sonra, sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğine ilişkin bilimsel çalışmalar finansal entegrasyon içerisine tam olarak dahil olan gelişmekte olan ülkeler için büyük bir önem kazanmaktadır. Tezimiz sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğini, söz konusu fonların yatırım ve tasarruf üzerine yarattığı etkiler çerçevesinde değerlendirerek söz konusu literatüre bu açıdan katkı sağlamayı amaçlamaktadır. Özellikle yapılan ampirik çalışma ile Türkiye örneği önemli bir gelişmekte olan ülke tecrübesi olarak literatüre taşınmıştır.

Ayrıca, yukarıda belirlendiği şekilde finansal serbestleşme sürecindeki tecrübesinin analiz edilmesi sonucu, sermaye hareketlerinin sürdürülebilirliğine ilişkin Türkiye performansına ve buna bağlı olarak ülkemizde gelecekte uygulanması gereken ekonomik politikalara ilişkin önemli çıkarımlara ulaşılmıştır.

1. 4. Sınırlılıklar

Bu çalışma, veri kaynağı olarak, raporlar, makaleler, bildirimler, lisansüstü ve doktora tezleri, kitaplar ve internet veri tabanları ile sınırlıdır. Gelişmekte olan ülkelere ait veriler IMF veri tabanından elde edilirken Türkiye'ye ilişkin verilerin sağlanmasında TCMB, DPT gibi ulusal veri tabanları ile birlikte IMF veri tabanından da yararlanılmıştır.

Uluslararası sermaye akımlarının hacimsel ve kompozisyonel gelişimine ilişkin olarak gelişmekte olan ülke verileri IMF veri tabanından, Türkiye verileri ise TCMB veri tabanından elde edilerek yorumlanmıştır. TCMB'nin yayınladığı ödemeler bilançosu IMF'e paralel bir şekilde oluşturulmaktadır. Bu bağlamda diğer yatırımların kısa vadeli ve uzun vadeli ayırımına ilişkin olarak hesaplanmış bir veri sunulmamaktadır. Araştırmacı kısa vadeli sermaye akımı ve diğer uzun vadeli sermaye akımı ayırımını kendisi yaparak, bu verileri hesaplamak zorundadır. Bu çalışmada da Türkiye ekonomisine yönelik olarak bu ayrıştırma bireysel olarak gerçekleştirilmiş, yorumlamalar da bu şekilde oluşturulan veriler ile gerçekleştirilmiştir. Benzer şekilde finansal sermaye ve sıcak paraya ilişkin olarak oluşturulmuş bir veri seti de bulunmamaktadır. Özellikle sıcak para değişkenine çalışmalarda farklı tanımlamalar getirildiği görülmektedir. Bu nedene bağlı olarak bu değişkenlerin veri seti de çeşitli kaynaklardan faydalanılarak bireysel olarak hesaplanmıştır.

Çalışmanın ekonometrik analizlerinde kullanılan yurtiçi tasarruf değişkenine ait hesaplanmış veriler sadece DPT veritabanında ve yıllık bazda sunulmaktadır. Bu nedenle üçer aylık verilerle yapılmak istenen ekonometrik analizlerde yurtiçi tasarruf değişkenine ait verilerin araştırmacı tarafından hesaplanması zorunluluğu vardır. Bu çalışmada da yurtiçi tasarruf değişkeni GSYİH ile özel ve kamu sektörü tüketimleri arasındaki fark olarak hesaplanarak analizlere dahil edilmiştir.

1. 5. Tanımlar

Finansal sermaye akımları, "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları" dışında kalan "Portföy Yatırımları" ile "Diğer Sermaye Hareketleri"nin toplamından oluşmaktadır (Kula, 2003, 143).

Toplam tasarruflar ulusal tasarruflar ile yabancı tasarrufların toplamından oluşur. Bir ekonominin ulusal tasarrufları da GSMH ile özel sektör ve hükümet sektörlerinin tüketimlerinin toplamından oluşan ulusal tüketim arasındaki farka eşittir (Ünsal, 2005, 58-61).

Toplam yurtiçi tasarruflar, toplam ulusal tasarruflardan net faktör gelirleri ile net özel cari transferlerin çıkarılması sonucu ulaşılan değeri göstermektedir (Ülengin ve Yentürk, 2001, 1324).

Brüt yatırım, iş alemi sektörü tarafından bina, makine-teçhizat ve stoklar için yapılan harcamalarla hane halkının konut inşaatı için yaptığı harcamaların toplamından oluşmaktadır. Bu şekilde brüt yatırımlar sabit yatırım ve stok yatırımı olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit yatırımlar, iş aleminin bina, makine ve teçhizat harcamaları ile hane halkının konut harcamalarını içerir. Stok yatırımı ise firmaların mamul, yarı mamul ve hammadde şeklindeki stoklarında bir yılda meydana gelen değişmeyi ifade etmektedir (Ünsal, 2005, 45).

2. İLGİLİ ALANYAZIN

Çalışmanın ilgili alanyazın kısmında sırasıyla uluslararası sermaye akımlarına ilişkin kavramsal çerçeve sunulmakta, uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki ve Türkiye'deki gelişimi değerlendirilmekte, yabancı sermaye akımlarının tasarrufları ve yatırımları etkilediği teorik kanallar belirlenmekte, yabancı sermayenin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini analiz eden ampirik çalışmalara değinilmektedir.

2. 1. Kuramsal Çerçeve

2. 1. 1. Uluslararası Sermaye Hareketleri: Kavramsal Çerçevesi ve Gelişmekte Olan Ülkelerle Türkiye'deki Gelişimi

Bu kısımda ilk olarak uluslararası sermaye akımlarına ilişkin çeşitli kavramsal bilgiler sunularak farklı türdeki yabancı sermaye yatırımları arasındaki ayrımlar değerlendirilecektir. İkinci olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelen uluslararası sermaye akımlarının hacimsel gelişimi hem toplam hem de farklı türlere göre incelenecek, yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkelerdeki bölgesel dağılımı irdelenecektir. Üçüncü olarak da, uluslararası sermayenin Türkiye ekonomisindeki gelişimi hacim ve kompozisyon olarak incelenerek, Türkiye ekonomisine yönelen yabancı sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler içindeki payı yorumlanacaktır.

2. 1. 1. 1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanım ve Türleri

Uluslararası sermaye hareketlerinin başarıyla analiz edilebilmesi için tanımlanması, sınıflandırılması ve türleri arasındaki farklılıklarla benzerliklerin irdelenmesi önem arz etmektedir. Buna göre çalışmanın bu bölümünde sermaye hareketleri kavramsal olarak analiz edilerek söz konusu unsurlar ortaya konmaya çalışılacaktır.

Sermaye hareketleri (capital movements) ülke ekonomileri arasında sermaye giriş çıkışını ifade eden bir kavramdır. Bu bağlamda ülkeye gelen sermaye “sermaye girişi” biçiminde ifade edilirken, ülkeden giden sermaye de “sermaye çıkışı” olarak nitelendirilebilir. Sermaye giriş çıkışları fiziki sermaye yatırımları (üretim tesisleri, bina, arazi, vs.) ve finansal fonlar (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu alım satımı; yabancı bankalarda açtırılan mevduat hesapları, vs.) şeklinde iki türde gerçekleşebilmektedir. Bu şekilde bir ülkenin dış dünya ile yaptığı sermaye işlemleri ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabına kaydedilerek izlenmektedir.

Ödemeler bilançosu hesapları alacaklı ve borçlu işlemler olarak ikiye ayrılmaktadır. Ülkeye döviz girişi sağlayan ve alacak hakkı doğuran işlemlere alacaklı işlem, ülkeden döviz çıkışına neden olan ve ülkeyi borç yükümlülüğü altına sokan işlemlere borçlu işlem adı verilmektedir. Ödemeler bilançosunda alacaklı işlemler pozitif (+) olarak, borçlu işlemler ise negatif (-) olarak kaydedilmektedir (Çelik, 2008, 544). Yabancı sermaye girişi ülkeye döviz girişine neden olmakta ve alacaklı hesap olarak sermaye hesabına (+) işaretle kaydedilmektedir. Sermaye çıkışı ise ülkeden döviz çıkışına neden olmakta ve borçlu hesap olarak sermaye hesabına (-) işaretle kaydedilmektedir (Keskin, 2008, 23).

Sermaye hesabındaki toplam alacaklı ve borçlu işlemlerin net bakiyesine sermaye bilançosu adı verilmektedir. Sermaye hesabına bir yıl içerisinde yapılan pozitif ve negatif kayıtlar birbirine eşit ise sermaye hesabı dengededir. Eğer pozitif kayıtlar daha fazla ise sermaye hesabı fazlasından,

aksi durumda ise sermaye hesabı açığından bahsedilir (Çelik, 2008, 558). Sermaye hesabı fazlası sermaye girişinin sermaye çıkışından daha fazla olması anlamına gelmekteyken, sermaye hesabı açığı ise sermaye çıkışının sermaye girişinden daha fazla olduğu durumu ifade etmektedir (Reinhart, Calvo ve Leiderman, 1994, 3).

Uluslararası Para Fonu [IMF], uluslararası sermaye hareketlerini doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere üç gruba ayırarak kategorize etmektedir. IMF ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [TCMB], tarafından yayınlanan ödemeler dengesi istatistikleri karşılaştırıldığında, Türkiye'nin ödemeler dengesi istatistiklerinin de IMF tarafından önerilen kavram ve sınıflandırmalar ışığında hazırlandığı görülmektedir.

Sermaye hareketleri istikrarlılık bakımından değerlendirildiğinde en istikrarlı uçta doğrudan yabancı sermaye yatırımları yer alırken, kısa vadeli sermaye hareketleri diğer uçta bulunmaktadır. Böylece sermaye hareketleri ekonomi üzerinde türlerine göre farklı etkilere sahip olabilmektedir. Bu çerçevede, çalışmamızın bundan sonraki kısmında sermaye hareketleri IMF'in yaptığı sınıflama esas alınarak ayrıntılı bir biçimde açıklanacaktır.

2. 1. 1. 1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede bir firmayı satın almak veya yeni kurulan bir firma için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir firmanın sermayesini artırmak yoluyla, o ülkede bulunan firmalar tarafından diğer bir ülkede bulunan firmalara yapılan ve kendisiyle birlikte, teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır (Karluk, 2003, 486). IMF tanımlamalarına göre ise; doğrudan yatırım bir ülkede yerleşik kişilerin başka bir ülkede yerleşik şirkette

sürekli bir pay elde ettiği uluslararası yatırım kategorisidir. Buna göre doğrudan yatırım şirketi, yabancı yatırımcının bir şirketteki hisse senetlerinin yüzde on veya daha fazlasına sahip olduğu şirketler olarak tanımlanmaktadır (IMF, 2012a, 86). Faiz oranı farklılıkları veya spekülâtif güdüler yerine uzun dönemli kar beklentilerinin etkisinde olan doğrudan yatırımların ağırlıklı olarak sabit varlıklardan oluşuyor olması, bu tür yabancı sermayenin bir kriz anında kaçışını zorlaştırmaktadır. Bu nedenle en istikrarlı yabancı sermaye türü olarak değerlendirilir (Fernandez-Arias ve Hausman, 2001, 36).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları genellikle çok uluslu şirketler tarafından yapılmaktadır. Çok uluslu şirketler, ana merkezin yönetim ve denetimi altında olan ve farklı ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerden oluşan kurumsal yapılardır. Çok uluslu işletmelerin ana merkezlerine bağlı olarak değişik ülkelerde faaliyet gösteren işletmelere de yabancı sermaye şirketi, bağlı şirket, şube veya yavru şirket gibi isimler verilmektedir. Çok uluslu işletmelerin yabancı bir ülkede tamamen yeni bir üretim tesisi kurmaları ev sahibi ülkenin sermaye stokunu artırıcı etki doğurmaktadır. Mevcut bir şirketle birleşme veya onun satın alınması şeklinde yapılacak doğrudan yabancı sermaye yatırımları ise sermaye stokunda bir artışa neden olmazken ancak yeni teknoloji ve yönetim bilgileri getirme ya da çok uluslu işletmenin dış pazarlama kanallarından yararlanma gibi etkiler yaratmaktadır (Seyidoğlu, 2007, 598).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının belirleyicisi olarak ileri sürülen etkenler, ekonomik faktörler, yatırım ortamına ait faktörler ve politik faktörler olarak üç grupta toplanabilir (Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü [UNCTAD], 1998, 91).

Ekonomik faktörler içinde ev sahibi ülkedeki pazar büyüklüğü, piyasanın büyüme potansiyeli, bölgesel ve küresel piyasalara erişim olanağı, ülkeye özel tüketici tercihleri ve piyasa yapısı doğrudan yabancı sermaye yatırımları için özel önem taşımaktadır. Ev sahibi ülkenin doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından cazibesini artıran bir başka ekonomik faktör de doğal kaynakların bolluğu ve ucuzluğunun yanı sıra düşük ücretli nitelikli ve

niteliksiz işgücü bulma kolaylığıdır. Ayrıca yabancı yatırımcılar fiziki altyapının yeterliliğiyle birlikte ulaşım, haberleşme ve ara malları gibi girdi maliyetlerini de göz önünde bulundurmaktadırlar. Ev sahibi ülkenin bölgesel entegrasyon anlaşmasına üyeliğinin olup olmaması da yabancı yatırımcının kararına etki eden bir diğer ekonomik faktördür.

Yatırım ortamına ait faktörlerle ilgili olarak ise ilk sırada doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına yönelik olarak verilen teşvikler ve doğrudan yatırımların promosyonu sayılabilir. Bunun yanında yabancı yatırımcılar rüşvet ve yolsuzluğun düşük olduğu, bürokratik etkinliğin sağlandığı ülkeleri tercih etmektedirler. Yaşam kalitesi gibi sosyal yaşama ilişkin faktörler yanında yatırım sonrası sağlanan hizmetler de yabancı yatırımcıların ev sahibi ülkede dikkat ettikleri unsurlar arasında yer almaktadır.

Son olarak politik faktörlere değinilecek olursa; ülkedeki ekonomik, politik ve sosyal istikrar kadar piyasaya giriş ve işlemlere ilişkin kurallar, yabancı iştiraklere davranış standartları, piyasa yapısı ve işleyişine ilişkin politikalar da doğrudan yabancı sermaye yatırımı kararlarını etkileyen önemli faktörlerdir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkili olan politik unsurlar arasında yabancı sermayeye ilişkin uluslararası anlaşmaların da önemli yeri bulunmaktadır. Ayrıca ev sahibi ülkenin özelleştirme politikaları, ticaret ve vergi politikaları da doğrudan yatırımların belirleyicileri arasındadır. Düşük kurumlar vergisi oranlarının yanı sıra izlenen özelleştirme uygulamaları da yabancı yatırımcı için ev sahibi ülkenin cazibesini artıran önemli faktörlerdir.

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik etkileri incelenecek olursa çoğunlukla olumlu etkilerin ortaya çıktığı belirlenmektedir. Bu türdeki yabancı sermayenin ev sahibi ülke üzerinde oluşturduğu olumlu etkilerin ilki ekonomik büyüme üzerine olmaktadır. Doğrudan yatırımlar yöneldikleri ülkeye fiziki sermaye, yönetim bilgisi, teknoloji ve uluslararası pazarlara giriş imkanı götürmeleri dolayısıyla ilgili ülkelerin ekonomik gelişmelerine olumlu katkılar sağlayabilmektedirler (Alp, 2000, 218). Öyle ki, doğrudan yabancı yatırımlar ülkelerin sermaye ve döviz birikimini

hızlandırarak, üretim kapasitesinin, ihracatının ve büyüme hızının artmasına neden olmakta, iç rekabeti artırması dolayısıyla ekonomiye dinamizm kazandırmaktadır (Şimşek ve Behdioğlu, 2006, 52).

Doğrudan yatırımların ekonomik anlamda diğer olumlu bir etkisi ise ev sahibi ülkenin vergi ve özelleştirme gelirlerini artırmak şeklinde olmaktadır. Doğrudan yabancı sermayeli şirketlerin vergi gelirlerini artırıcı en önemli etkisi elde ettikleri karlardan ödedikleri vergiler yoluyla ortaya çıkmaktadır. Vergi gelirlerinde doğrudan yatırımlara bağlı olarak oluşan artışın diğer kaynakları ise yarattıkları istihdam dolayısıyla ödenen gelir vergileri ve işletme faaliyetleri nedeniyle ödenen dolaylı vergilerdir. Doğrudan yabancı yatırım şeklinde gerçekleşen sermaye girişleri özelleştirme süreçlerinde de önemli bir aktör olarak karşımıza çıkmaktadırlar. Böylece doğrudan yabancı yatırımlarının ülkelerin özelleştirme gelirlerinin artırmasında etkili olduğu görülmektedir (Dikmen, 2010, 43-44).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomiye sağladığı önemli bir etkide de yeni üretim kapasitesi ile yarattığı istihdam olanaklarından kaynaklanmaktadır. İşsizlik sorunlarını giderecek yatırımları kendi kaynakları ile giderebilme imkanları yetersiz olan ülkelerde yabancı sermaye yatırımları istihdam açısından olumlu etkiler yaratmaktadır (Ülgen, 2005, 41). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik yararları arasında son olarak gelişmekte olan ülkelerde yerli sermaye oluşumu için gerekli olan ve yerel olarak yapılamayan altyapı, makine, ve ekipmanı sağlaması ve ülkede yan sanayilerin gelişmesine destek olması sayılabilir (Çinko, 2009, 124).

Doğrudan yabancı sermaye ekonomiye sağladığı olumlu etkilerin yanında bazı olumsuzluklara da neden olabilmektedir. Örneğin, bir plan dahilinde ülkeye kabul edilmeyen doğrudan yabancı sermayenin ülkenin ana sektörlerini denetim altına alarak ekonomik ve siyasi bir tehlike yaratması söz konusu olmaktadır. Ayrıca yabancı sermayeli işletmelerde kullanılan modern üretim teknolojisine rağmen yerel işletmelerdeki ilkel ve geleneksel üretim yapısı ekonomideki bütünlüğü bozarak ikili bir yapıya neden olmakta, yurtiçinde haksız rekabete yol açmaktadır. Bununla birlikte dolaysız yabancı

sermaye yatırımının elde ettiği karı uzun vadede kendi ülkesine transfer etmesi döviz çıkışına neden olarak ödemeler bilançosu açığının artmasına yol açmaktadır (Şimşek ve Behdioğlu, 2006, 53).

2. 1. 1. 1. 2. Portföy Yatırımları

Portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında uluslararası politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenerek sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır (Başoğlu, 2000, 90; Tezcanlı vd., 1994, 8). IMF tanımlamasına göre ise portföy yatırımları hisse senetleri ve bono ve tahvil gibi borç senetlerine ilaveten para piyasası araçlarını ve finansal türevleri de içermektedir (IMF, 2012a, 91). Kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanan portföy yatırımları, ödemeler bilançosunun sermaye ve finans hesabında, varlık ve yükümlülük ana başlıkları altında, hisse senetleri ve borç senetleri ayırımında ve sektörel dağılımı da içerecek şekilde sınıflandırılmaktadır (TCMB, 2011b, 8).

Portföy yatırımlarının varlıklar alt hesabı yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Yükümlülükler alt hesabında ise yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse ve devlet iç borçlanma senetleri, yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma izlenmektedir (Çelik, 2008, 561-562).

Portföy yatırımlarının işlem gördüğü sermaye piyasaları uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı, tahvil ve hisse senedi gibi devredilebilir nitelikteki menkul değerlerin alınıp satıldığı yerlerdir. Sermaye piyasaları birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayrılırlar. Fon sağlamak üzere çıkartılan tahvil ve hisse senetlerinin ilk satışı birincil sermaye piyasasını

oluşturmaktadır. Bir kez çıkartılan tahvil ve hisse senetleri sonsuz biçimde el değiştirebilirler. Halen mevcut menkullerin alınıp satıldığı piyasalara da ikincil sermaye piyasaları denilmektedir (Seyidoğlu, 2007, 568-571).

Portföy yatırımlarının kısa vadeli yatırımlarla kıyaslandığında daha uzun vadeleri oldukları belirlenebilir. Ancak bu tür yatırımlar likiditesi yüksek menkul kıymetlerden oluştuklarından kısa vadeli sermaye akımları gibi, yatırım yapılan ülkeyi her an terk etme olasılığı taşır (Alp, 2000, 197; Sula ve Willett, 2009, 298). Bu nedenle kalkınmanın finansmanına katkıda bulunabildikleri gibi ülke ekonomisinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi ve cari işlemler dengesinin kötüleşmesi şeklinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedirler (Ayvaz, Baldemir ve Ürüt, 2006,178).

Bu tür akımların ekonomiyi ne kadar etkileyeceği kompozisyonuna olduğu kadar hacmine de bağlıdır. Portföy yatırımlarının ilk türü yerleşiklerin uluslararası sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek gerçekleştirilmektedir. Vadeleri uzun olan bu tür yatırımlar kredibilitesi yüksek ve ödeme gücü yerinde olan kamu sektörü veya bazı büyük firmalar tarafından yapılabilmektedir. Kontrollerinin yerleşiklerde olması dolayısıyla akışkanlık, dışarıya kaçış, oynaklık ve kısa vadecilik gibi özellikler göstermemektedir. Portföy yatırımlarının ikinci türü ise yurtdışındaki yerleşiklerin yurtiçinde menkul kıymet alıp satmalarıdır. Spekülatif amaçlı ve yüksek getiri peşinde koşan bu tür yabancı sermaye son derece oynak, kolayca kaçabilir, ters çevrilebilir bir özelliktir. Oldukça likit olmaları nedeniyle kolaylıkla yurtdışına çıkartılabilmektedir. Bu tür yatırımların üretken alanlara yönelip yönelmediğini anlamak amacıyla sermaye piyasalarında yöneldikleri araçların incelenmesi gerekmektedir. Teoride devlet tahvili ve bonosuna yönelik portföy yatırımlarının kamuyu finanse etmesi nedeniyle etkin kullanıldığı söylenemezken, hisse senedine giden portföy yatırımlarının firmaların finansman ihtiyaçlarını karşılaması nedeniyle verimli oldukları söylenebilir. Hisse senetleri aracılığıyla gerçekleştirilen portföy yatırımları kısa vadeli, spekülatif amaçlı ve makroekonomik çevreye çok hassas olan sıcak para

niteliğinde olmaları dolayısıyla dikkat edilmesi gereken bir kalem olarak değerlendirilmelidir (Kont, 1998, 693-694).

Uluslararası portföy akımlarını etkileyen unsurlar değerlendirildiğinde yatırımcıların portföy çeşitlendirme isteğinin temel bir unsur olduğu söylenebilecektir. Buna göre, yatırımcı sermaye fonlarını çeşitli menkul değerler arasında belirli bir risk düzeyinde en yüksek geliri elde edecek şekilde dağıtmaktadır (Kar ve Kara, 2003, 2). Bunu yaparken de portföyünde hem yerli hem de yabancı menkul değerlere yer vermektedir. Yatırımcının portföyünde yerli menkul kıymetlerle birlikte yabancı menkul kıymetleri de bulundurması yerli ve yabancı varlık getirileri arasındaki düşük korelasyona bağlı olarak riskin azaltılmasını sağlamaktadır (Tesar, 1999, 238). Böylece portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılması veya aynı risk düzeyinde daha yüksek bir getiri elde edilmesi hedeflenmektedir (Seyidoğlu, 2007, 591).

Ülkelerin sundukları finansal arbitraj olanakları portföy akımları için önemlidir. Yüksek faiz ve düşük döviz kuruna dayalı arbitraj imkanları sağlayabilen ülkeler portföy yatırımlarını ekonomilerine çekmekte başarı göstermektedirler. Portföy yatırımları cazip kazanç olanaklarının yanı sıra risk faktöründen de etkilenmektedir. Ülkenin kredibilitelerini artıran dolayısıyla riskini düşüren unsurlar arasında siyasi ve ekonomik istikrarın önemi yüksektir. Yatırım yapılacak ülkedeki siyasi istikrarsızlıklar, yabancı sermayeye hem ülke riski hem de devlet politikalarının sürekliliği ile ilgili olarak güvensizlik verecektir. Bu durum ise yabancı yatırımcının siyasi istikrara sahip alternatif ülkelere yönelmesine neden olacaktır (Tezcanlı vd., 1994, 50). Portföy yatırımcıları yatırım kararı alırken siyasi istikrar kadar ekonomik istikrarı da göz önünde bulundurmaktadır. Makro ekonomik dengeleri daha düzgün ve ekonomik anlamda istikrarlı ülkeler portföy akımlarından daha yüksek pay almayı başarmaktadırlar.

Portföy akımlarını uyaran bir diğer önemli unsur da ekonomi politikalarında serbestleşmedir. Kambiyo ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, finansal piyasalarda serbestleşmeye gidilmesi ve özelleştirme uygulamaları ile sermaye piyasalarının likiditesi ve derinliğinin artırılması

portföy yatırımlarını olumlu etkilemektedir. Ekonomik işleyiş sürecini serbestleştirmeye yönelik bu uygulamalar, uluslararası piyasalarla entegrasyonu artırarak daha fazla uluslararası yatırımcı çekilmesine neden olmaktadır (Tezcanlı vd., 1994, 52-53).

Portföy akımlarının uzun dönemde devam edip etmeyeceği bu akımların tüketim veya yatırım alanlarında kullanılma oranına, ihracat artışına yol açarak geri ödeme kapasitesini iyileştirip iyileştirmeyeceğine ve yatırımcılarla uzun dönemde istikrarlı bir politik ve ekonomik ortamın sürdürülüp sürdürüleemeyeceğine bağlı olmaktadır (Aslan, 1997, 92-93).

Portföy yatırımlarının yöneldiği ülke ekonomisi üzerinde, bir sonraki bölümde ayrıntısıyla değerlendirilecek olan çeşitli olumlu ve olumsuz etkileri söz konusudur. Öncelikle olumlu etkilerden bahsedilecek olursa, portföy akımları ulusal kaynakların elverdiği düzeyin üzerinde harcama ve yatırım yapılabilmesine olanak vermektedir. Artan kaynak kullanımı ile ulusal tasarruflarla sağlanabileceğin ötesinde üretim ve gelir artışı gerçekleştirilmekte ve ekonomik büyüme hız kazanmaktadır. Ekonomideki hızlı büyüme ise hem istihdamı hem de ulusal refahı olumlu etkilemektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, 32).

Ev sahibi ülkenin ekonomik büyümesinin yanı sıra yurtiçi sermaye piyasalarının gelişimine de önemli katkılar sağlayan portföy akımlarının olumsuz etkileri de söz konusudur. Portföy yatırımları yöneldiği ülke ekonomilerinde enflasyon baskısı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi, cari işlemler dengesinin kötüleşmesi ve menkul kıymetler borsalarının aşırı değerlenmesi gibi riskler de yaratabilmektedir (Alp, 2000, 179-180). Ayrıca bu tür sermaye akımlarının sahip olduğu yüksek volatilitate nedeniyle istikrarsızlıklara yol açtığı gözlenmektedir. Özellikle beklentilerdeki bozulmayla birlikte portföy yatırımlarında gözlenen ani çıkışlar ülke ekonomisinde krizle sonuçlanan ciddi sorunlar yaratabilmektedir.

2. 1. 1. 1. 3. Diğer Yatırımlar

Ödemeler bilançosunun "Diğer Yatırımlar" şeklinde ifade edilen sermaye kalemi doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve rezerv dışında kalan tüm finansal işlemleri içeren bir artık değerdir (IMF, 2012a, 95). Ödemeler bilançosunda varlık ve yükümlülük hesaplarında incelenmekte; ticari krediler, krediler, döviz mevcutları ve mevduat hesapları, diğer varlık ve yükümlülükler şeklinde alt ayrımları bulunmaktadır (TCMB, 2011a, 6). Diğer yatırımların varlıklar alt kaleminde yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakit kredileri ile bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıkları takip edilmektedir. Yükümlülükler alt kaleminde ise yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakit krediler ile Merkez Bankası ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları izlenmektedir (Çelik, 2008, 562-563). Portföy yatırımlarında olduğu gibi diğer yatırımlara ilişkin varlık ve yükümlülük alt kalemleri parasal otorite (merkez bankası), merkezi hükümet, bankalar ve diğer sektörler gibi dört farklı sektörel ayırmda incelenmektedir (IMF, 2012a, 95).

Diğer yatırımların vadesi bir yıldan fazla olanları diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, vadesi bir yıla kadar olanları ise kısa vadeli sermaye hareketleri olarak sınıflandırılmaktadır (TCMB, 2011a, 6). Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri, portföy yatırımları içinde yer almayan, vadesi bir yıldan uzun olan yurtiçi borçlanmaları, borç geri ödemelerini ve borç vermelerini içermektedir (Chuhan, Perez-Quiros ve Popper, 1996, 4). Bu kalemdeki borçlanmalar sermaye girişi, geri ödemeler ise çıkış olarak nitelendirilir (Eğilmez ve Kumcu, 2008, 248).

Ödemeler bilançosunun diğer uzun vadeli sermaye hareketleri kaleminde izlenen borçlanmalar sermaye piyasası araçlarıyla olan borçlanmalar değildir (Keskin, 2008, 31). Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri bankaların, kamu sektörünün, özel şirketlerin uluslararası finans kuruluşlarından ve yabancı hükümetlerden aldıkları kredileri ifade etmektedir.

Genellikle proje finansmanında kullanılmak ve makro dengeleri düzeltmek amacıyla verilen bu kredilerin kaynağı Yatırım Bankaları, IMF, Dünya Bankası, bankaların oluşturduğu konsorsiyumlar, hükümetler ve diğer kuruluşlardır. Uzun vadeli ve istikrarlı yapıda olan bu tür sermaye hareketleri otoritelerin politika yürütmedeki etkinliklerini ve makroekonomik dengeleri bozmazlar. Uzun vadeli olmaları, proje finansmanı ve ekonomik dengeleri düzeltmede kullanılmaları, reel sektöre akmaları ve yerleşikler tarafından gerçekleştirilmeleri nedeniyle sermaye kaçıışı riski taşımayan sermaye akımlarıdır (Kont, 1998, 694-695).

Kısa vadeli sermaye hareketleri ise vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikteki sermaye hareketleridir. Bu tür sermaye hareketleri ihracat kredileri gibi dış ticaretin finansmanına yönelik olabilecekleri gibi uluslararası faiz ve döviz kuru farklılıklarından yararlanma amacıyla da yapılabilmektedir (Keskin, 2008, 31). Kısa vadeli sermaye hareketleri varlıklar ve yükümlülükler olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Yerleşiklerin yurtdışında tuttıkları döviz pozisyonları ve verdikleri krediler varlıklar kısmında gösterilirken, yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen kısa vadeli sermaye hareketleri ise yükümlülükler kısmında gösterilmektedir (Kont, 1998, 708).

Kısa vadeli sermaye akımlarının yöneldiği para piyasaları kısa süreli fon arz ve talep edenlerin bir araya geldikleri piyasalardır. Bu şekilde bankalar, kişiler ve kurumlar para piyasalarının en temel aktörleridir. Hazinesin bir yıldan kısa vadeli borçlanma senedi ihraç edebilmesi bu kurumu da para piyasasının tarafları arasına sokmaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2008, 219).

Kısa vadeli sermaye ekonominin gelişim potansiyeline göre değil, genellikle finansal aktiflerdeki yüksek getiriden ve faiz kur arbitrajından yararlanmak amacıyla gelmektedir (Kar ve Kara, 2003, 11). Reel faiz oranı ve döviz kuru seviyesi kısa vadeli sermaye hareketlerinin en önemli belirleyicilerindedir. Yüksek faiz, düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler bu tür sermaye akımlarını çekmekte başarılı

olmaktadırlar (Kıran, 2007, 271). Kısa vadeli sermaye fonlarının döviz kurlarına ve faiz oranlarına aşırı duyarlı olması nedeniyle ekonomi otoriteleri, sterilizasyon gibi kontrol yöntemlerini kullanarak, faiz oranları ve döviz kurlarını kısa vadeli sermaye fonlarını ülke ekonomisine çekecek şekilde etkilemekte ve böylece cari açıkları kapatmayı amaçlamaktadırlar (Küçükaksoy, 2006, 93).

Spekülatif amaçlı, akışkan, kolay kaçabilir, makro ekonomik değişkenlere karşı aşırı hassas ve yönetilmesi zor nitelikteki kısa vadeli sermaye hareketleri, bu özelliklerinden ötürü sermaye hareketleri içerisinde en çok dikkat edilmesi gereken türdür (Kont, 1998, 695). Sıcak veya spekülatif para olarak da adlandırılan kısa vadeli sermaye akımları, olası belirsizlik durumlarında girdikleri ülkeyi anında terk edebildiklerinden ekonomik büyümeye katkı sağlamadıkları gibi ekonomide önemli istikrarsızlıklarda yaratabilmektedirler (Alagöz ve Yapar, 2006, 83).

Bu tür sermaye akımlarının ekonomide oluşturdukları çeşitli olumsuz etkilerden ilki döviz kurları üzerine olmaktadır. Ülkeye girişte yatırım yapılan ülkenin parasına dönüştürülen kısa vadeli sermaye, ülkeyi terk ederken de uluslararası geçerliliği olan dövizlere dönüştürülmektedir. Kısa vadeli sermaye akımlarına ev sahipliği yapan ülkelerde ortaya çıkan herhangi bir siyasi veya ekonomik olumsuzluk durumunda, bu fonların ülkeden kaçışı hızlanmakta ve döviz talebindeki artışla birlikte ülke parası değer kaybetmektedir. Yerli yatırımcıların da ellerindeki yerli paranın değerini korumak veya dövizdeki hızlı yükselmeden kar elde edebilmek amacıyla dövize hücum etmesiyle, döviz talebi daha da artmakta ve dolayısıyla yerli paradaki değer kaybı hızlanmaktadır. Böyle bir ortamda ise ilgili ülkelerin döviz kuruna müdahale etme çabaları çoğu zaman başarısız olmakta ve durum krizle sonuçlanmaktadır (Alp, 2000, 186-187).

Kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomide yarattığı bir diğer büyük tehlike ise istikrarsız kaynak bolluğu sağlayarak kamu ve ödemeler dengesi açıklarını geçici olarak telafi etmelerinden kaynaklanmaktadır. Kamu ve ödemeler dengesi açıklarının kapatılıyor olması, otoritelerin bu açıkların

temelinde yatan unsurlara ve alınması gereken yapısal önlemlere değinmesini geciktirebilmektedir. Özellikle popülist politikaların hakim olduğu ve hükümetlerin çeşitli baskı gruplarının tesiri altında olduğu ekonomilerde otoriteler, sorunların temeline inmek yerine üzerini örterek geçici bir rahatlama yaratmaktadırlar. Bu durum ise ilerleyen dönemlerde çok ciddi ekonomik sorunlara neden olabilmektedir (Kont, 1998, 695).

2. 1. 1. 1. 4. Finansal ve Finansal Olmayan Sermaye Hareketleri

Günümüzde hızla gelişerek ekonomiyi yakından etkileyen önemli bir unsur haline gelen uluslararası sermaye hareketlerinin yukarıda aktarılan IMF sınıflandırmasından farklı şekillerde de kategorize edilmesi mümkündür. Uluslararası sermaye akımlarına ilişkin ilk sınıflandırma, özel (doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, diğer yatırımlar) ve resmi sermaye hareketleri şeklinde de yapılabilir (Williamson, 2001, 13). Resmi sermaye hareketleri, gelişmiş ülkelerin az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Bu yardımlar genellikle devletler ya da Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmektedir. Uluslararası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine yönelmesini ifade etmektedir. Uluslararası özel sermaye hareketlerinin en belirgin özelliklerinden birisi, bunların uluslararası para ve sermaye piyasaları üzerinden ticari koşullarla sağlanmalarıdır. Sermaye piyasası işlemleri tahvil ve hisse senedi gibi menkul değerlerin alım satımıyla gerçekleşmekte ve portföy yatırımları olarak adlandırılmaktadır. Para piyasalarında gerçekleştirilen uluslararası mali işlemler ise; ticari bankalar tarafından dış ticaretin finansmanına yönelik olarak kısa vadeli, likiditesi yüksek ve risk oranı düşük banka kredileri şeklindeki işlemlerdir. Uluslararası özel sermaye akımlarının önemli bir

bölümü de üretime yönelik olarak gerçekleştirilen doğrudan yabancı sermaye yatırımları oluşturmaktadır (Kar ve Kara, 2003, 1-2).

Sermaye hareketlerine ilişkin ikinci bir sınıflandırma akımların vadeleri göz önünde bulundurularak kısa vadeli kaynaklar ve uzun vadeli kaynaklar olarak yapılmaktadır. Ülkenin vadesi bir yıldan daha uzun olan sınır ötesi sermaye işlemlerine uzun vadeli sermaye hareketleri denilmektedir. Uzun süreli sermaye işlemleri özel şirketler ya da resmi kuruluşlar (hükümetler, uluslararası kurumlar ve diğer hükümet kuruluşları) tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları, ülke dışındaki bankalara açılan uzun vadeli mevduat hesapları, uluslararası kalkınma bankaları, yatırım ve finans kuruluşları ile konsorsiyumların açtıkları krediler, diğer devletlerden alınan uzun vadeli borçlar, hükümetler ile diğer kamu kuruluşlarının uluslararası sermaye piyasalarında tahvil ihracı sonucunda sağladıkları fonlar bu hesap içinde yer almaktadır (Karluk, 2003, 450; Seyidoğlu, 2007, 322).

Vadesi bir yıla kadar olan uluslararası sermaye akımlarına da kısa vadeli sermaye hareketleri denilmektedir. Bu tür sermaye akımlarının vadesi genellikle 30, 60 veya 90 gündür. Bunlara “sıcak para hareketleri” de denilmektedir. Hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri, muhabir açıkları günümüzde çok çeşitlenmiş olan kısa vadeli mali yatırım araçlarındandır (Çelik, 2008, 558).

Sermaye işlemlerinin vadelerine göre sınıflandırılması bunların paraya dönüştürülebilme yani likidite özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Kısa süreli sermaye hareketlerine konu olan varlıklar oldukça likit varlıklardır. Bununla birlikte sermaye piyasalarındaki yüksek likidite neticesinde bazı uzun vadeli tahviller de istenildiği anda kolayca paraya dönüştürülebilir bir nitelik kazanmıştır. Bu durum da vade ayırımının önemini yitirmesine neden olmuştur (Seyidoğlu, 2007, 322).

Uluslararası sermaye hareketlerinin sınıflandırılmasına ilişkin üçüncü ayırım da borç yaratan ve borç yaratmayan sermaye akımları şeklindedir. Doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının hisse senedinden oluşan kısımları borç yaratmayan finansman olarak kabul edilirken portföy yatırımlarının borç senetleri ve diğer yatırımların toplamı ise borç yaratan sermaye akımlarını ifade etmektedir (Yentürk, 2005, 32; Kirabaeva ve Razin, 2010, 2).

Tüm bu sınıflandırmalara ilaveten uluslararası sermaye akımlarının finansal olan ve olmayan sermaye olarak ayrıştırmak da mümkündür. Tezin inceleme alanını da oluşturan finansal sermaye akımları, doğrudan yabancı sermaye yatırımları dışında kalan portföy yatırımları ile diğer sermaye hareketlerinin toplamından oluşmaktadır. Portföy yatırımları ile diğer yatırımların toplamının finansal sermaye hareketleri olarak adlandırılmasının nedeni bu fonların ülkeye finansal araçlar yardımıyla girmeleridir (Kula, 2003, 143). Doğrudan yabancı sermaye yatırımları fiziki yatırım şeklinde ülkeye girmesi dolayısıyla finansal olmayan sermaye hareketlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Finansal sermaye ile özel sermaye akımları arasındaki fark da finansal sermayenin doğrudan yabancı sermaye akımlarını kapsamamasından kaynaklanmaktadır. Finansal sermaye akımları, kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımları gibi likiditesi yüksek fonlara ilaveten diğer yatırımlar kalemi içerisinde yer alan uzun vadeli finansal araçları da içermektedir.

Finansal sermaye tanımının portföy yatırımları ile diğer yatırımlar toplamından oluştuğu göz önünde bulundurulduğunda, portföy yatırımları ile diğer yatırımları etkileyen unsurların aynı zamanda finansal sermayenin de belirleyicileri olduğu söylenebilecektir. Çalışmanın portföy yatırımları ve diğer yatırımlar alt başlıklarında da aktarıldığı gibi yüksek finansal arbitraj getirisiyle birlikte ev sahibi ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrar finansal sermayeye yön veren en önemli unsurlardır. Finansal sermayenin içerdiği likiditesi yüksek fonlar ise bu tür sermayeye akışkan ve spekülatif nitelik kazandırarak ekonomide istikrarsızlık yaratma potansiyelini artırmaktadır.

Finansal sermaye tanımına dahil edilebilecek ve bu alandaki literatürde de sıkça kullanılan bir diğer tanımlama ise "sıcak para" kavramına ilişkindir. Sıcak para, matematiksel bir tabirle finansal sermayenin alt kümesi olarak düşünülebilecektir. Bu kavramın genel kabul gören kesin bir tanımı olmamakla birlikte, spekülâtif ve kısa dönemci olduğu, aşırı dalgalanma ve akışkanlık gibi unsurlar içerdiği; bu özelliklerinden ötürü de ekonomide istikrarsızlık yarattığı bilinmektedir. Sıcak para ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan arbitraj ögesine dayanmaktadır (Yeldan, 2002, 30). Beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sıcak para akımlarının miktarından ziyade, ani hareketi önemlidir (Çelik, 2008, 34).

Sıcak para hareketleri birçok çalışmada farklı şekillerde hesaplanmıştır. Kısa vadeli sermaye akımları genellikle sıcak para yerine kullanılan bir veri olsa da gerçekte aralarında önemli farklılıklar bulunmaktadır. İlk olarak kısa vadeli sermaye hareketleri reel sektörün kredi işlemlerini de içerebilmekteyken sıcak para tanımına ticari krediler benzeri kalemler girmemektedir. Aralarındaki ikinci farklılık kısa vadeli sermaye kalemlerinde yer almayan portföy yatırımları ve net hata ve noksan kalemi de sıcak para tanımına dahil olmaktadır. Net hata ve noksan kalemi kayıt dışı sermaye akımlarını gösterdiği varsayımından hareketle sıcak para tanımına dahil edilmektedir (TCMB, 2005, 28- 29).

İnandım (2005) ve Seyidoğlu ve Altınay (2008) çalışmalarında Türkiye için sıcak para akımlarını hesaplamışlardır. Her iki çalışmada da Türkiye'ye yönelik sıcak para tanımlamasına yabancıların yurtiçinde hisse senedi ve hükümete ait iç borçlanma senedi alım satımlarından oluşan portföy akımlarını; bankaların yurtdışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurtiçinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurtdışından kullandıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurtiçinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişimden oluşan kısa vadeli sermaye akımlarını ve net hata noksan kalemini dahil etmişlerdir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da 2005 yılı ilk çeyreğinde yayımladığı Para Politikası Raporunda benzer tanımlamayı yapmıştır.

Görüldüğü gibi, cari işlemler ve sermaye hareketleri içine girmeyen ve açıklanmayan sermaye giriş çıkışını ifade eden net hata ve noksan kalemi sıcak para olarak adlandırılabilir. Bu kalemin negatif değer olması sıcak para girişini, pozitif değer olması ise sıcak para çıkışını ifade etmektedir (Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, 1995, 124-130). Yeldan (1996) ise yaptığı sıcak para tanımlamasına portföy yatırımlarını, yerleşik olmayan kişilerin döviz cinsinden mevduatlarını, bankacılık sisteminin sağladığı döviz cinsinden kredileri ve net hata ve noksan kalemini dahil etmiştir (Aktaran: Yentürk, 2005, 130). Nihayet sıcak paraya ilişkin bir diğer tanımlama da Boratav ve Yeldan (2001) tarafından yapılmıştır. Buna göre sıcak para tanımı içine portföy yatırımları, diğer yatırımlar ve net hata noksan kalemi dahil edilmiştir.

Öte yandan sıcak para tanımlamalarında net hata ve noksan kaleminin içerilmesi eleştirilmektedir. Buna göre net hata noksan kalemindeki değişimler cari işlemlerde ihracatın veya ithalatın eksik/fazla ölçülmesinden kaynaklanabileceği için bu kalemin tümüyle sermaye hareketlerinden kaynaklandığı varsayılarak sıcak para tanımlamasına dahil edilmesi yanlış yorumlara yol açacaktır. Bunun için sıcak para, portföy yatırımları ve net kısa vadeli sermaye hareketleri toplamından oluşmalıdır.

Sonuç itibarı ile “Sıcak Para Akımları” finansal sermaye akımlarının daha dar bir tanımından oluşmaktadır ve potansiyel olarak olumsuz ekonomik etkilerinin daha fazla olduğu varsayılmaktadır. Bu çerçevede araştırmamızda finansal sermaye hareketleri yanında sıcak para akımlarının ekonomik etkileri de araştırılarak aralarındaki farklılık belirlenmeye çalışılacaktır.

2. 1. 1. 2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri

Bretton Woods Sisteminin yıkılmasına bağlı olarak uluslararası finansal sistemin serbestleşme süreci hızlanmış ve buna bağlı olarak uluslararası sermaye akımları büyük bir hacme ulaşmıştır. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının arttığı gözlemlenmiştir.

Uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelik gelişimi incelendiğinde söz konusu sürecin dinamiklerinin içsel ve dışsal faktörler başlığı altında ele alındığı görülmektedir. Diğer bir ifade ile, yabancı sermaye girişini etkileyen faktörler yabancı sermayeyi iten (dışsal) yani ilgili ülkenin kontrolü dışında olan ve yabancı sermayeyi çeken (içsel) yani ilgili ülkenin ulusal politikalarıyla ilişkili olan etkenler olarak sınıflandırılmaktadır (Reinhart vd., 1994, 4). Kısaca, ev sahibi ülkede izlenen makroekonomik politikalar ve getirilerin çekiciliği sermayeyi çeken; gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk veya düşük faiz oranları ise sermayeyi gelişmekte olan ülkelere iten faktörler olmaktadır (Altınkemer, 1998, 6). İlk gruptaki faktörler 1980'lerden itibaren gelişmekte olan ülkelerin ulusal ekonomilerinde meydana gelen değişimlerle ilgiliyken, ikinci gruptaki faktörler, bu ülkelerin dışında, daha çok gelişmiş ülkelerdeki gelişmelerle ilgilidir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, 25).

Sermaye hareketlerinin daha çok itici faktörler tarafından belirleniyor olması durumunda, politika yapıcıların sermaye hareketleri üzerindeki kontrol gücünün azaldığı söylenebilir (Çulha, 2006, 13). Böylece sermaye akımlarının arkasındaki sebeplerin bilinmesi, geliştirilecek politikaların tespitinde olduğu kadar sermaye akımlarının sürdürülebilirliğinin ve devamlılığının sağlanması için de önem arz etmektedir (Fernandez-Arias ve Montiel, 1996, 57). Eğer sermaye akımları dış faktörlerden kaynaklanıyorsa, dış faktörlerin belirlenmesi yerli otoritelerin kontrolü dışında olduğundan

politika yapıcılarının sermaye akımları üzerinde kontrol gücü zayıflayacaktır. Gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarına ilişkin ihtiyatlı politikalar uygulamasalar bile beklenmeyen dışsal şoklara karşı korunmasız kalabileceklerdir (Moreno, 2000, 2). İtici faktörlerin belirlediği sermaye akımları kararsız ve kolayca geri çevrilebilir özellikler göstermektedir. Dolayısıyla da bu akımlarının yönetilmesi ve verimli yatırımlara aktarılması çok zordur. Çünkü bu tür yatırımlar dış dünyadaki konjonktürel bir değişiklikle birlikte kolaylıkla yurtdışına kaçabilmekte ve önemli makro ekonomik dengesizlikler yaratarak ülke ekonomisini krize sürükleyebilmektedir. İçsel faktörlerin etkisi altındaki sermaye akımlarının yönetilmesi daha kolay olmakla beraber bu tür sermaye akımlarının faiz kur arbitrajından faydalanma amacıyla olanları da aşırı spekülatif nitelik göstermektedir (Kont, 1998, 688).

Sermaye akımları sermayenin yoğun ama getirisinin düşük olduğu ülkelere, sermayenin kıt olduğu ülkelere akarak bu ülkelerdeki yüksek sermaye karlılık oranlarından faydalanmaya çalışmaktadırlar (Aklan, 2002, 36). Buna göre dünya faiz oranlarındaki düşüş uluslararası sermayenin yönünü etkileyen önemli bir dış faktördür (Taylor ve Sarno, 1997, 454).

Örneğin 1990'lı yıllarda gelişmiş ülkelerin faiz oranlarındaki sürekli düşüş, dışsal bir faktör olarak, yabancı sermayenin yüksek getirilerin olduğu Asya ve Latin Amerika ülkelerine yönelmesine neden olmuştur. Bunun yanında, 1994 yılları başlarında ABD'de izlenen sıkı para politikasının sonucu olarak yükselen faiz oranlarının da Asya ve Latin Amerika ekonomilerine olan yatırımların çekiciliğini azalttığı görülmektedir. Bu iki örnek durum göstermektedir ki yüksek oranda entegre olmuş finansal piyasalarda getiri oranlarının değişmesi sınır ötesi sermaye akımlarında hızlı değişimlere yol açmaktadır (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1996, 126). Özellikle kısa vadeli nitelikte olan yatırımlar dünya faiz oranlarındaki değişiklikler karşısında gittikleri ülkeleri anında terk edebilmekte ve getirilerin görece daha yüksek olduğu diğer ülkelere yönelebilmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akışını motive eden bir diğer dışsal unsur da gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluklardır

(Chuhan, Claessens ve Mamingi, 1993, 5). Örneğin 1990'lı yıllarda ABD, Japonya ve birçok Avrupa ülkesinde yaşanan durgunluk, gelişmekte olan ülkelerdeki kar olanaklarını çekici hale getirmiş ve sermayenin gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere akmasına neden olmuştur. Ayrıca belirli bir bölgedeki birkaç büyük ülkeye yönelen büyük çaplı sermaye girişleri, komşu ülkeler için dışsalılıkların ortaya çıkmasına yol açabilmektedir. Bu duruma yayılma etkisi adı verilmektedir. Örneğin 1990'lı yıllarda Meksika ve Şili'nin uluslararası sermaye piyasalarına girişi yatırımcıların Latin Amerika'daki diğer yükselen piyasaları da tanımalarına ve bu ülkelere yatırım yapma isteklerinin artmasına neden olmuştur (Calvo vd., 1996, 127).

Yabancı sermayenin akış yönüne etki eden son bir dışsal faktör olarak yatırımcıların portföy çeşitlendirme isteğinden bahsedilebilecektir. Yatırımcı açısından uluslararası menkul alımının önemli bir nedeni portföy çeşitlendirmesi ile riskin azaltılması veya aynı risk düzeyinde daha yüksek bir getiri elde etme beklentileridir. Yatırımcılar tüm fonları tek bir menkul kıymete yatırımın doğuracağı risklerden korunmak için yatırım araçlarını çeşitlendirme yoluna gitmekte, portföyünde yerli menkullerle birlikte yabancı menkul de bulundurmaya tercih edebilmektedir (Seyidoğlu, 2007, 591).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik fon hareketlerini etkileyen ülkelerin kendi mekanizmaları tarafından yaratılmış faktörler içsel faktörler olarak değerlendirilmektedir. Ev sahibi ülkenin sağlamış olduğu finansal arbitraj olanakları, finansal liberalizasyona yönelik olarak atılan adımlar, makroekonomik ve siyasal istikrar, ekonomi politikalarında serbestleşme ve iletişim teknolojisinde sağlanan gelişmeler sermayeyi çeken içsel faktörlerin en önemlileridir.

Özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerini uyararak gelişmekte olan ülkelere yönelmesini sağlayan içsel faktörlerin en önemlisi yurtiçi reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki arbitraj ilişkisi olmaktadır. Yüksek reel faiz ve düşük döviz kuruna dayalı spekülasyon arbitraj olanakları yaratan ülkeler, finansal sermayeyi kendilerine çekmekte başarılı olmaktadır. Arbitraj geliri, faiz oranı yükseldikçe artmakta, ulusal paranın yabancı para karşısında

değer kaybetmesi durumunda ise azalmaktadır. Arbitraj gelirindeki gerileme, diğer bir deyişle, yüksek faiz-düşük kur dengesindeki bozulma, oynak yapıdaki spekülâtif sermayenin ülkeyi terk etmesine neden olmaktadır (İnandım, 2005, 17-18).

Finansal sistemin liberalizasyonuna yönelik düzenlemeler sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde önemli bir içsel faktördür. Örneğin, 1980'li yılların başında borç krizi içinde olan gelişmekte olan ülkelerin yüksek düzeyde yabancı sermaye çekebilecek konuma gelmesinde, izledikleri ekonomik reformlar önemli bir etken olmuştur. Borç batağındaki bu ülkeler borçlarını çevirebilmek ve ekonomik istikrarı sağlayabilmek için yapısal uyum sürecinden geçmek zorunda kalmışlardır. Yapısal uyum programları ülke ekonomilerindeki piyasa ağırlığını artırmış ve dışa açmıştır. Özellikle sermaye rejiminin liberalizasyonu bu ülkelere sermaye giriş çıkışını kolaylaştırarak daha hızlı ve hacimli sermaye akışı için uygun ortam yaratmıştır (Ulusoy ve Karakurt, 2004, 107).

Yatırımcılar yabancı piyasalarda yatırım kararı alırken makroekonomik ve siyasi istikrar, hukuki düzenleme ve ekonomi politikalarında serbestleşme unsurlarını dikkate almaktadırlar. Böylece bu tür faktörler de çekici faktörler içerisinde sayılabilir. Siyasi istikrar yatırım yapılacak ülkede üstlenilecek ülke riskini etkilemesi bakımından yabancı sermaye için önemlidir. Siyasi istikrarsızlık yatırım yapılması düşünülen ülkeye olan güveni azaltacağından yabancı yatırımcının daha istikrarlı piyasalara yönelmesine neden olur. Siyasi istikrar devlet politikalarının devamlılığını da kapsamaktadır. İktidarın sık sık değiştiği bir ülkede, politikalarda da sık değişimler olacak ve bu durum ülkeye olan güveni azaltacaktır (Tezcanlı vd., 1994, 50). Gelişmekte olan ülkelere 1980'li yıllardan sonra giden uluslararası fonlara bakıldığında siyasi ve ekonomik olarak daha istikrarlı ülkelerin pastadan daha büyük pay aldığı görülmektedir (Alp, 2000, 180).

Kamuya açıklanan bilgilerin tam ve doğru olması, bunların uluslararası standartlarla paralellik göstermesi gibi yatırımcıyı koruyucu önlemlerin alınmış olması da yabancı yatırımları çeken faktörler arasında yer almaktadır.

Bununla birlikte iletişim teknolojilerine büyük yatırımlar yapan ülkeler uluslararası sermayenin yönünü etkilemektedir. Veri tabanlarından yararlanabilme imkanlarını ve işlem yapmayı kolaylaştıran telekomünikasyon imkanlarını daha fazla sunan ülkelerin finansal piyasalarında yabancı sermaye yatırımları önemli derecede artmıştır (Alp, 2000, 190-195).

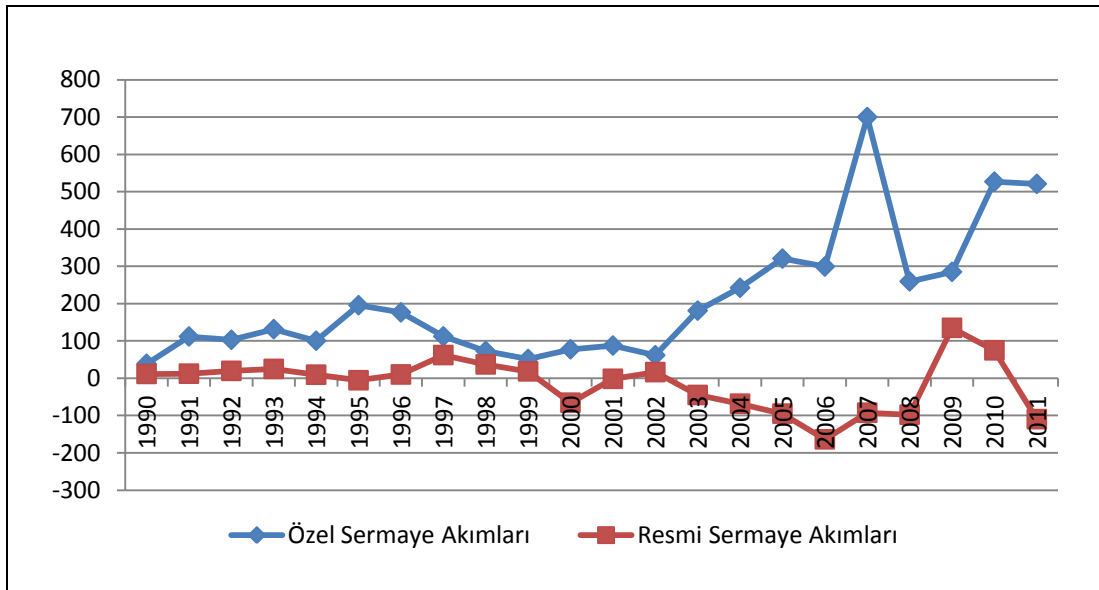
Sermaye akımlarının belirleyicileri arasında ülkede uygulanan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik politikalar da bulunmaktadır. Bir ülkede enflasyon oranındaki artışlar ve belirsizlikler hem yerli hem de yabancı yatırımcılar açısından tercih edilmeyen bir durumdur. Çünkü yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değeri, ülkenin para biriminin yabancı paralar karşısında alacağı değeri dolayısıyla yatırımların getirisinin tahminini de belirsizleştirmektedir (Tezcanlı vd., 1994, 25).

Yukarıda belirlenen içsel ve dışsal faktörlerin etkisi altında 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin hızla arttığı gözlemlenmektedir. Çalışmamızın bundan sonraki kısmında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin hacim ve kompozisyon olarak değişimi bölgesel farklılıklar göz önünde bulundurularak incelenecektir.

2. 1. 1. 2. 1. Sermaye Hareketlerinin Hacmindeki Gelişmeler

1980'li yıllarda az gelişmiş ülkelerde izlenen en önemli uygulamalardan birisi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olmuştur. Bunun yanında özellikle bilişim ve iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmelerin de etkisiyle 1990'lı yıllarda hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu, dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş ve gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının katlanarak büyümesiyle sonuçlanmıştır (İnsel ve Sungur, 2003, 2-6). Şekil 1'de 1990-2011 yılları arasında yükselen ve gelişmekte olan ülkelere yönelik özel ve resmi sermaye akımlarının gelişimi yer almaktadır.

Şekil 1 incelendiğinde göze çarpan ilk unsur finansal piyasalarda küreselleşmenin hız kazandığı 1990 sonrası süreçte toplam sermaye akımları içerisinde özel sermaye akımlarının payının giderek artmasıdır. Böylece 1990'lı yıllarla başlayan sürecin önemli sonuçlarından birinin uluslararası sermaye hareketlerinin kanallarında ve kaynaklarında meydana gelen değişiklik olduğu söylenebilir. Bretton Woods sisteminde uluslararası sermaye akımları, büyük ölçüde resmi borçlanmalardan kaynaklanan ve genellikle plan, proje ya da dengesizliklerin finansmanına yönlendirilen niteliktedir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara girişini ya olanaksızlaştırmış ya da çok sınırlı düzeyde kalmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllarda hız kazanan mali küreselleşmeyle birlikte sermaye hareketleri resmi kanallardan özel piyasa kanallarına kaymış ve böylece gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalara girebilme olanakları genişlemiştir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, 17-18).



Şekil 1. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Özel ve Resmi Sermaye Akımları (Net- Milyar Dolar)

Kaynak: IMF, 2012b

Öte yandan finansal serbestleşme sonrasında sermaye akımları resmi kanallardan özel kanallara kaymış olmakla birlikte kriz dönemlerinde resmi sermaye akımların arttığı gözlenmektedir. 1997–1999 yılları arasında Güneydoğu Asya ve Rusya krizi dolayısıyla, 2009 yılında da son yaşanan

küresel finansal kriz nedeniyle resmi sermaye akımlarında artışlar yaşandığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarıyla ilgili dikkati çeken bir diğer unsur, özel sermaye akımlarının ilki 1990-1996 yılları arasında, ikincisi ise 2002-2007 yılları arasında olmak üzere iki dönemde hız kazanmasıdır. İlk dönem 1997 yılındaki Asya krizi ile son bulmuştur. Takip eden süreçte birçok ülkede art arda krizlerin yaşanması gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişlerinin sınırlı kalmasına sebep olmuştur. 2002 yılından itibaren tekrar hızlanma eğilimine giren sermaye akımları, 2007 yılında 696,5 milyar dolarlık tarihi rekor seviyesine ulaşmasının ardından 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz ile birlikte kesintiye uğramıştır (TCMB, 2010a, 27).

1990-1996 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının hız kazanmasında gelişmiş piyasalarla yükselen piyasalar arasındaki faiz farkı ve yükselen piyasalarda iyileşen ekonomik performansa bağlı olarak kredi risklerinin azalma eğiliminde olması etkili olmuştur. Yoğun sermaye girişinin diğer nedenleri arasında kurumsal yatırımcıların bu piyasalarda portföy yatırımları için yeni yatırım olanakları araması, mali piyasalardaki yeniliklerin piyasalarda risk yönetimine olanak tanınması, sermaye hesabındaki serbestleştirmeler ve piyasalarda bilgiye ulaşılabilirliğin kolaylaşması gibi unsurlar sayılabilecektir (TCMB, 1997). Yükselen ve gelişmekte olan ülkelere yönelik özel yabancı sermaye akımlarında 1990'lı yıllarda yaşanan artış, 1997 yılında Güneydoğu Asya'da ve 1998 yılında Rusya'da yaşanan finansal krizlerle son bulmuştur. Yaşanan finansal krizler gelişmekte olan piyasalara duyulan güveni azaltmış ve bu ülkelerden önemli miktarlarda sermaye çıkışına neden olmuştur (TCMB, 1998).

2002-2007 yılları arasındaki döneme bakıldığında ise bu dönemin başlangıcı olan yıllarda gelişmiş finansal merkezlerdeki düşük faiz politikalarının sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde önemli faktör olduğu gözlemlenmektedir. Düşük faizler, aşırı küresel likidite ve düşük

enflasyon, uluslararası yatırımcıları riski ve getirisi yüksek olan gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetlerine doğru yönlendirmiştir (TCMB, 2003, 8). Bu gelişmelere bağlı olarak da 2002 yılı sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik net sermaye akımlarında çok büyük artışlar yaşanmıştır.

2000'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen özel finansal akımların hızlanmasını etkileyen çeşitli küresel gelişmeler olmuştur. Öncelikle 2007 yılına kadar dünya ekonomisinde likidite bolluğu söz konusudur. Yükselen ekonomilerin merkez bankalarının ve hammadde ihraç eden ülkelerin döviz rezervlerindeki artışa bağlı olarak gelişen küresel likidite bolluğunu besleyen diğer unsur da büyüme arayışlarına, reel faiz oranlarındaki düşüşe ve finansal yeniliklere bağlı olarak gelişen kredi genişlemesi olmuştur. Aşırı küresel likiditeye eşlik eden küresel enflasyondaki düşüş, risk primlerinin düşmesine ve yatırımcıların daha riskli aktiflere yönelmesine neden olmuştur (Parasız, 2009, 49-61). Bu süreçte yüksek getiri olanakları sağlayan gelişmekte olan ülkeler uluslararası yatırımcıların ilgi odağı olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel akımlardaki artış 2008 yılında patlak veren küresel krize kadar devam etmiştir.

Son olarak kriz ertesinde 2009 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin artışından söz edilebilir. 2009 yılında krizin geride kaldığına ilişkin algılamaların güçlenmesi küresel finans piyasalarındaki risk iştahının artmasına yol açmıştır. Ayrıca krizin atlatılmasına yönelik olarak küresel ölçekte alınan tedbirlerin neden olduğu parasal ve mali genişleme söz konusudur. Piyasaya sürülen yüksek miktartlı ve düşük maliyetli likidite, risk iştahındaki artışla birlikte gelişmekte olan ülke finansal varlıklarına olan talebi artırmıştır (TCMB, 2009a, 22). Diğer taraftan, gelişmiş ülke ekonomilerinde gözlenen düşük ve kırılğan büyüme eğiliminin aksine gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek büyüme performansı ve gelişmekte olan ülkelerdeki görece yüksek faiz oranları 2009 yılı sonrasında söz konusu ülkelere yönelen sermaye akımlarının hızlanmasına neden olmuştur (TCMB, 2010b, 13-15).

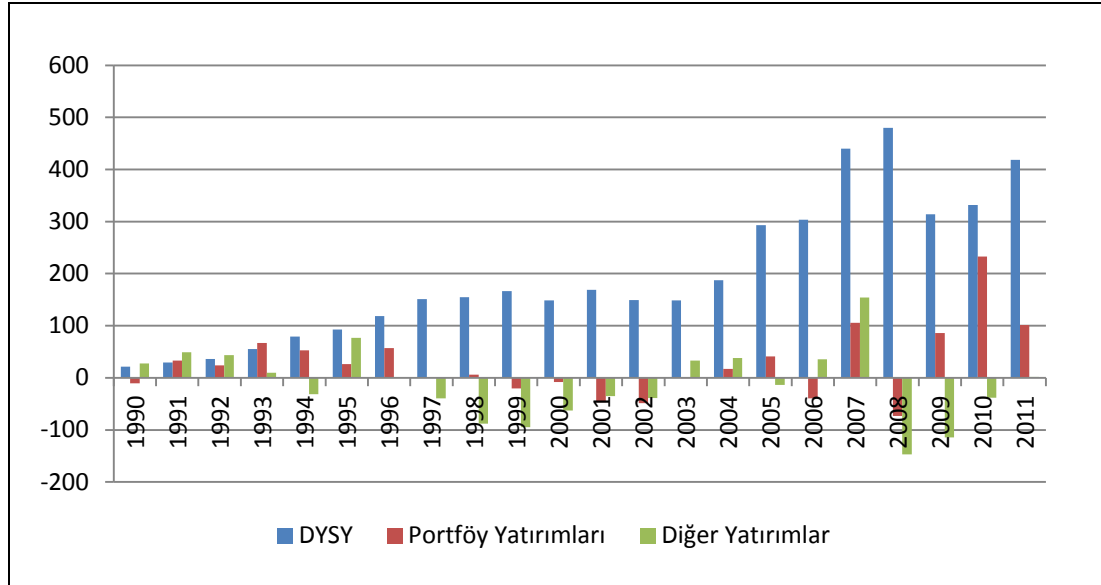
Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarındaki artışların yüksek miktarlara ulaştığı 1990-2011 dönemine ilişkin 1990-1996 ve 2002-2007 yılları arasındaki iki süreç vurgulanmıştır. Bu dönemlerin iki özelliği, her iki dönemde de özel sermaye akımlarında önemli artışların yaşanması ve her iki dönemin de krizlerle sonlanmasıdır. Her iki dönemin sonundaki kriz dönemlerinde ise özel sermaye akımlarının miktarındaki keskin düşümlere resmi sermaye akımlarındaki artışın eşlik ettiği gözlenmektedir. Özel sermaye akımlarında yaşanan patlamaların hep krizle sonlandığına ilişkin veriler, gelişmekte olan ülkelerde özel sermaye akımlarının gelişimiyle ilgili olumlu bir sonuca ulaşamadığını göstermektedir.

2. 1. 1. 2. 2. Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonundaki Gelişmeler

Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının hacminde yaşanan gelişmeler bir önceki bölümde irdelenmiştir. Bu hacimsel gelişmelerle birlikte uluslararası sermayenin farklı kategorilerinin payında da önemli değişimler yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının kompozisyonundaki değişim Şekil 2 yardımı ile değerlendirilecektir.

Şekil 2 incelendiğinde, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarındaki istikrarlı artış dikkat çekmektedir. 1990'lar sonrasında toplam özel sermaye akımları içerisindeki doğrudan yatırımların payı giderek artmış, gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin de etkisiyle 2000'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermayenin önemli bölümünü daha istikrarlı kabul edilen doğrudan yatırımlar oluşturmuştur. 2007 yılına gelindiğinde özel sermaye akımlarındaki artışa paralel olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında da büyük sıçrama yaşanmış, ulaşılan bu yüksek hacim 2008 yılında da devam etmiştir. Küresel finansal krizin

gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımlar üzerindeki etkisi 2009 yılında hissedilmiştir. 2009 yılında doğrudan yatırımlarda bir önceki yıla göre %35 oranında düşüş gerçekleşmiştir.



Şekil 2. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Özel Sermaye Akımların Kompozisyonundaki Gelişmeler (Net- Milyar Dolar)

Kaynak: IMF, 2012b

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının kompozisyonuna ilişkin bir diğer dikkat çeken nokta ise portföy yatırımlarının ve diğer özel finansal akımlarının istikrarsız seyridir. Gelişmekte olan ülkelerde önemli krizlerin yaşandığı yıllar öncesinde bu tür sermaye akımlarında yaşanan büyük miktartlı artışların, kriz yıllarını takiben net çıkışlara dönüştüğü gözlenmektedir. Birbirine paralellik gösteren portföy yatırımları ve diğer özel finansal akımlardaki gelişim trendini 1990-1996, 1997-2002, 2003-2007 ve 2008 yılı sonrası olarak dört dönemde incelemek mümkündür.

Bu dönemlerden ilki olan 1990-1996 yılları arasında yabancı sermayenin daha çok spekülatif yatırımlara yöneldiği, sermaye hareketleri içerisinde portföy yatırımlarının ve diğer özel finansal akımların payının arttığı görülmektedir. Bu yıllar arasında hacim kazanan portföy yatırımları ve diğer özel finansal akımları 1997'deki Güneydoğu Asya krizi ile sekteye uğramıştır.

Asya krizi sonrasında portföy yatırımları ve diğer özel finansal akımlar için 2002 yılına kadar devam eden ve yüksek miktarda net çıkışların yaşandığı ikinci bir devre başlamıştır. Asya krizi ile başlayan ve sonrasında 1998'deki Rusya, 1999'daki Brezilya, 2001'deki Arjantin ve Türkiye krizleriyle devam eden süreç geliştirmekte olan ülkelere yönelik risk algılamasını artırmış, bu durum başta Asya ülkeleri olmak üzere tüm geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının azalmasına neden olmuştur. Sermaye akımlarındaki bu azalışın daha ziyade portföy akımları ve diğer özel finansal akımlar kaynaklı olduğu, doğrudan yatırımlarda önemli bir düşüş yaşanmadığı görülmektedir.

Üçüncü dönem ise küresel likiditedeki artışlara düşük faiz oranlarının eşlik ettiği 2003 yılı ile başlayıp toplam sermaye akımlarının zirveye ulaştığı 2007 yılına kadar devam etmektedir. 2007 yılına gelindiğinde hem portföy yatırımlarında hem de diğer özel finansal akımlarda büyük bir sıçrama yaşandığı ve bu tür sermayenin daha önceki yıllarda erişilmemiş miktarlara yükseldiği görülmektedir.

Portföy yatırımlarında ve diğer özel finansal akımlarda 2007 yılında ulaşılan yüksek hacim, 2008 yılındaki küresel krizle kesintiye uğramış ve küresel krizden günümüze ulaşılan son döneme gelinmiştir. 2008 yılında küresel finansal krizin tüm dünya ülkeleri ile birlikte yükselen ve geliştirmekte olan ülkelerde de hissedilmesiyle birlikte portföy yatırımlarında ve diğer özel finansal akımlarda yaşanan net çıkışlar büyük miktarlara ulaşmıştır. 2009 yılında ise diğer özel finansal akımlardaki net çıkışlar azalarak devam ederken, portföy akımlarında net girişler hız kazanmıştır. Geliştirmekte olan ekonomilere yönelik portföy kaynaklı sermaye akımlarının hızlanmasında kriz sonrası süreçte küresel likiditenin artışı ile beraber risk algılamalarındaki iyileşme ve geliştirmekte olan ülkelerdeki görece yüksek büyüme performansının etkili olmuştur (TCMB, 2010b, 13-15).

Geliştirmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye akımlarının kompozisyonu ile ilgili olarak genel bir değerlendirme yapılacak olursa, doğrudan yatırımların izlediği istikrarlı sürecin yanında portföy yatırımları ve diğer özel finansal akımların yüksek volatilitesi göze çarpan en belirgin

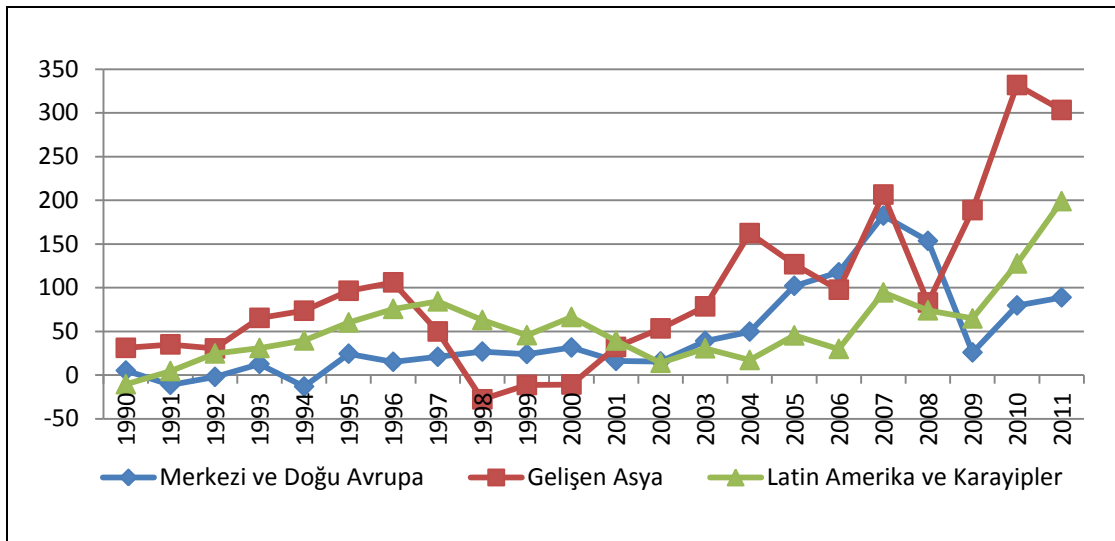
özelliştir. Bu istikrarsızlığın kaynağı, vadeleri kısa ve spekülâtif amaçlı olan bu tür akımların gelişmekte olan ülkelere yönelik risk algılamalarındaki veya ülkeler arasındaki getiri farklarındaki değişimlere bağlı olarak yatırım yaptıkları ülkeyi aniden terk edebilmeleridir. Bu tür akımlar ekonomide belirsizliğin ve mali kırılganlığın nedeni olarak görülmektedir. Zira, gelişmekte olan ülkelere yönelik özel finansal akımlar incelendiğinde yaşanmış kriz yılları öncesinde bu ülkelere yönelik portföy yatırımlarında ve diğer finansal akımlarda önemli artışlar yaşandığı, kriz yıllarında ise bu artışların net çıkışlara dönüşebildiği görülmektedir. Bu tür sermayenin oynak niteliği yatırım yapılan ülkelerde finansal kriz yaşanması olasılığını artıran önemli bir unsur olmuştur.

2. 1. 1. 2. 3. Sermaye Hareketlerinin Bölgesel Dağılımı

Finansal serbestleşme sonrası gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının hacminde ve kompozisyonunda yaşanan değişimlerle birlikte bölgesel dağılımıyla ilgili de önemli değişiklikler yaşanmıştır. Sermaye akımlarının kompozisyonun özel sermaye akımlarına doğru kaymasının yanı sıra bu akımların yükselen piyasalar olarak adlandırılan az sayıdaki gelişmekte olan ülkeye yöneldiği görülmektedir. Yükselen piyasa ekonomileri sadece 20 ülkeden oluşmasına rağmen 1990'lı yıllarda toplam net sermaye girişlerinden %90'ının bu ülkelere gittiği ve geriye kalan sadece %10'luk kısmın diğer gelişmekte olan ülkelere paylaşıldığı gözlenmektedir (Akyüz ve Cornford, 1999, 12).

1990'lı yıllarda uluslararası sermayenin gelişmekte olan ülkelere yönelmesi piyasaların uluslararası entegrasyona katılımının arttığı bir göstergesi olmakla birlikte sermayenin gelişmekte olan ülkeler arasında dengesiz dağılımı finansal entegrasyonun daha çok yeni piyasalar aracılığıyla gerçekleştiğini göstermektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 1998, 15).

Böylece gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının önemli kısmının Latin Amerika ve Karayipler, Gelişen Asya ile Merkezi ve Doğu Avrupa bölgelerine yöneldiği görülmektedir. Çalışmamızın bu kısmında uluslararası sermaye akımlarının bölgesel dağılımı analiz edilirken özel sermaye akımlarının söz konusu bu üç bölgedeki gelişimi incelenecektir. Şekil 3 bu üç gelişmekte olan bölgede özel sermaye akımlarının 1990-2011 yılları arasındaki gelişim trendini göstermektedir.



Şekil 3. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Özel Sermaye Akımlarının Bölgesel Dağılımı (Net- Milyar Dolar)

Kaynak: IMF, 2012b

Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarının önemli bölümünü Latin Amerika ve Karayipler Bölgesi'nin çektiği görülmektedir. 1970'lerin sonlarına doğru uluslararası likiditede yaşanan artışla birlikte Latin Amerika'nın petro-dolarların ilgi odağı haline gelmiştir. Bölgeye yönelik sermaye akımlarındaki bu yükseliş, 1982 yılında yaşanan dış borç kriziyle son bulmuş ve Latin Amerika'daki birçok ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi ortadan kaybolmuştur (Edwards, 1999, 8-9).

1990'ların başında Latin Amerika ülkelerinin çoğunluğu ekonomilerini modernize etmek amacıyla çeşitli reformlar gerçekleştirmiş ve hükümet kontrollerinden sıyrılarak piyasa odaklı politikalara yönelmişlerdir (Edwards, 1999, 5-6). Gerçekleştirilen piyasa odaklı reformların da etkisiyle 1991

yılından itibaren bölge tekrar yabancı sermaye çekmeye başlamıştır. 1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya olan sermaye girişlerindeki artışta ABD ekonomisinde kısa dönemli faiz oranlarında yaşanan sert düşüş ve sanayileşmiş ülkelerde devam eden durgunluk gibi dışsal faktörler de etkili olmuştur (Calvo, Leiderman ve Reinhart, 1993, 126; Calvo vd. 1996, 127).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerinin 1990-1996 yılları arasındaki gelişim trendiyle uyumlu olarak, bu yıllar arasında Latin Amerika bölgesinde de sermaye akımlarının hız kazandığı gözlenmektedir. 1997 yılına gelindiğinde, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarından en büyük payı Latin Amerika ülkeleri almıştır. Bölgeye yönelik uluslararası sermaye akımlarındaki bu hızlı artış, Asya (1997) ve Rusya (1998) krizlerini takiben gelişmekte olan ülkelere peş peşe yaşanan krizlerin etkileriyle sekteye uğramıştır. Bu süreç sonrasında bölgeye akan yabancı sermayenin hacmi, ancak 2007 yılına gelindiğinde 1997 yılındaki yüksek seviyesine ulaşabilmiştir. 2007'deki küresel mali krizin Latin Amerika'daki uluslararası sermaye akımları üzerindeki olumsuz etkileri 2008 yılında hissedilmeye başlanmakla birlikte asıl düşüş 2009 yılında gerçekleşmiştir. 2007 ve 2009 yılları arasında bölgedeki özel sermaye akımlarında %30 civarında düşüş yaşanmıştır. Uluslararası sermaye akımlarındaki bu gerileme, 2010 yılına gelindiğinde kriz sonrası güven ortamının yeniden sağlanmasıyla birlikte son bulmuş ve sermaye akımları tekrar yükselişe geçmiştir. 2011 yılı verilerine bakıldığında ise bölgeye yönelik net sermayenin, yabancı sermaye çıkışının önemli hacimlere ulaştığı 2009 yılına kıyasla %300 oranında arttığı ve 2007 yılında yakalanan yüksek hacmi bile ikiye katladığı görülmektedir. 2011 yılında, Latin Amerika ülkelerinin gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam yabancı sermaye hacminden aldığı pay %38 olmakta ve Gelişen Asya bölgesini takiben en büyük sermaye hacmine ulaşan ikinci gelişmekte olan bölge olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde önemli miktarlarda sermaye akımı sağlayan bölgelerden biri de Gelişen Asya ekonomileri olmuştur. 1990'lar sonrasında bölge ülkelerinin sermaye akımlarından aldığı payın 1997 yılında

bölgede yaşanan finansal krize kadar hızla artmaya devam ettiği görülmektedir. Zaten Asya krizinin temel nedeni de 1990 sonrasında bu denli hız kazanan sermaye akımları olmuştur. Asya krizinin uluslararası sermaye akımları üzerindeki etkileri diğer tüm gelişmekte olan bölgelerde de hissedilmekle birlikte, en yoğun ve en uzun süreli etkiler krizin doğduğu Gelişen Asya bölgesinde hissedilmiş ve bölgeye yönelik özel sermaye akımları net çıkışlara dönüşmüştür.

Gelişen Asya bölgesinde uluslararası sermayenin zirve yaptığı bir diğer yıl da 2004 yılı olmuştur. Bölge ülkelerine yönelen uluslararası sermayenin bu artış eğiliminde, 2003 yılından itibaren gelişmiş ülkelerde görülen faiz oranı düşüşleri ve aşırı küresel likidite etkili olmuştur. Gelişen Asya ise gelişmekte olan ülkelere yönelen bu fonları çekmekte en başarılı olan bölge olmuştur. 2007 yılına gelindiğinde, Gelişen Asya bölgesindeki uluslararası sermaye akımları da diğer gelişmekte olan ülkelerdeki eğilime paralel olarak hız kazanmıştır. Sermaye akımlarındaki bu yükseliş 2008 yılında küresel finansal krizin etkileriyle hız kesmiş, özellikle portföy yatırımlarında ve diğer özel finansal akımlarda yaşanan net sermaye çıkışı yüksek miktarlara ulaşmıştır. Krizin en ağır etkilerinin hissedildiği 2008 yılında 2007 yılına kıyasla toplam sermaye akımlarındaki yaşanan düşüş %60 oranında olmuştur.

Gelişen Asya Ülkeleri, 2009 yılında diğer bölgeler küresel krizin olumsuzlukları ile mücadele ederken uluslararası sermayeyi tekrar çekmeyi başarmışlardır. Bu yükseliş, küresel krize yönelik alınan mali tedbirlerin küresel likiditede meydana getirdiği artış, gelişmiş ülkelerdeki düşük faiz oranları ve bölgeye yönelik risk algılamasındaki azalışla açıklanabilecektir. 2011 yılına gelindiğinde bölgeye yönelik yabancı sermayenin hacminde, küresel krizin yabancı sermaye üzerindeki etkisinin en ağır hissedildiği 2008 yılına kıyasla %365 oranında bir artış yaşanmıştır. Bir diğer önemli bulgu da 2011 yılında Gelişen Asya bölgesinin gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarından %58 gibi bir oranla en yüksek payı aldığıdır.

Yükselen ve gelişmekte olan ekonomilere yönelik özel sermaye akımlarından en fazla pay alan bölgelerden biri de Türkiye'nin de içinde yer aldığı Merkezi ve Doğu Avrupa bölgesi olmuştur. 1989 yılının sonbaharında Berlin duvarı yıkılmış ve Merkez Avrupa ülkeleri hızla liberalizasyon, özelleştirme uygulamalarına ve kurumsal değişikliklere yönelmişlerdir. 1991 sonbaharında Sovyetler Birliği dağılana kadar bu bölgede piyasa reformuna ilişkin ciddi atılımlar olmamakla birlikte bu tarihten itibaren piyasa reformlarında ve ekonomik istikrar sağlamada daha başarılı olan ülkelere sermaye akımları yönelmeye başlamıştır. Geçiş süreci bu ülkelere yönelik sermaye akımlarının hacminde ve kompozisyonunda önemli değişikliklere neden olmuştur. Geçiş süreci tamamlanıp ekonomik performans geliştikçe özel sermaye akımları önce yavaş sonra büyük bir hızla bu ülkelere yönelmiştir (Lankes ve Stern, 1999, 57–60).

Merkezi ve Doğu Avrupa ülkelerine yönelik sermaye akımlarıyla ilgili olarak dikkati çeken temel nokta, 1995 yılı sonrasında artmaya başlayan özel sermaye akımlarının asıl olarak 2003 yılı itibariyle ivme kazandığıdır. Toplam sermaye girişlerindeki hızlı artış 2007 yılına kadar devam ederken, asıl artış doğrudan yatırımlarla diğer özel finansal akımlarda sağlanmıştır. 2007 yılında Gelişen Asya bölgesinden sonra en fazla özel yabancı sermaye çeken bölge Merkezi ve Doğu Avrupa olmuştur. Bölgede hız kazanan sermaye akımları küresel krizin etkisiyle 2008 yılı sonrasında düşüşe geçmiş, asıl düşüş 2009 yılında özellikle doğrudan yatırımlarla diğer özel finansal akımlarda yaşanmıştır (IMF, 2010). 2007 ile 2009 yılları arasında bölgeye yönelik yabancı sermaye hacminde %86 oranında düşüş gerçekleşmiştir. İncelenen diğer gelişmekte olan bölgelerle kıyaslandığında ve oransal olarak bakıldığında; sermaye akımlarının tavan yaptığı 2007 yılı ile küresel krizin etkisinin en fazla hissedildiği yıllar arasında yabancı sermaye hacminde en büyük düşüş Merkezi ve Doğu Avrupa bölgesinde yaşanmıştır. Bu sert düşüşe bağlı olarak toparlanma sürecinde de incelenen diğer bölgelere kıyasla en geride kalan bölge burası olmuştur. Şöyle ki, 2009 yılı sonrasında yabancı sermaye hacmi tekrar artış göstermekle birlikte 2011 yılı verileri değerlendirildiğinde Merkezi ve Doğu Avrupa bölgesinin gelişmekte olan

ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarından diğer iki bölgeye kıyasla en düşük payı aldığı görülmektedir. Merkezi ve Doğu Avrupa'nın incelenen diğer bölgelerden gösterdiği bir başka farklılık da, 2007 yılında ulaştığı yüksek yabancı sermaye hacmine küresel kriz sonrasında tekrar erişememiş olmasıdır.

2. 1. 1. 3. Türkiye'ye Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketleri

1989 yılında sermaye hesabının liberalizasyonunu tamamlayan Türkiye, bu yıllardan itibaren diğer gelişmekte olan ülkeler gibi uluslararası sermayenin ilgi odağı olmuş, büyük miktarlarda yabancı sermayeye ev sahipliği yapmıştır. Türkiye'de mali liberalleşmenin tamamlanmasından sonraki dönemde sık aralıklarla yaşanan mali krizler de diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlere paralellik göstermiştir.

Önceki bölümlerde uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde etkili olan çekici faktörler arasında saydığımız finansal liberalizasyona yönelik düzenlemeler ile yüksek faiz ve düşük döviz kuru uygulamalarından kaynaklanan finansal arbitraj olanakları Türkiye ekonomisi için de önemli bir unsur olmuştur. Gerçektende finansal sistemin liberalizasyonuna yönelik olarak yapılan yasal ve kurumsal düzenlemeler Türkiye'nin kredi değerliliğini artıran ve ülkeye olan sermaye akışını hızlandıran önemli bir etken olmuştur. Ayrıca gerçekleştirilen bu yapısal düzenlemelerin IMF ve Dünya Bankası'nın desteği ve gözetiminde yürütülmesi de Türkiye'nin kredibilitésini artırmıştır (Kont, 1998, 689).

Türkiye'nin liberalizasyon süreci, 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar tedbirleriyle başlar. Bu tedbirlerin kısa vadede hedefi enflasyon ve ödemeler bilançosu sorunları gibi temel makroekonomik istikrarsızlıkların giderilmesidir. Uzun vadede ise Türkiye ekonomisinde temel yapısal dönüşümün

sağlanması hedeflenmiştir. Bu amaçla dışa kapalı-ithal ikamesine dönük sanayileşme stratejisi terk edilip, dışa açık-ihracata yönelik sanayileşme stratejisi benimsemiştir. 1980 sonrasında Türkiye ekonomisi dışa açık fiyat mekanizmasının yol göstericiliğinde kaynak tahsisi yapan liberal bir yapıya kavuşturulmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede, ithalat kısıtlamaları kaldırılmış, mal piyasalarında fiyat kontrolleri terk edilmiş, para piyasalarında faiz oranı ve döviz kuru aşamalı olarak serbest bırakılmıştır (Mangır, 2006, 463-464).

Türkiye’de izlenen finansal liberalizasyon sürecindeki ilk adım ise 1980 yılında kredi ve mevduat faizlerindeki tavan uygulamasının kaldırılmasıyla atılmıştır. 1984 yılında ise döviz kuru kontrolleri kaldırılmıştır. Mali piyasaların örgütlenmesine yönelik olarak 1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulurken 1986’da da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçmiş ve interbank para piyasası kurulmuştur. 1987 yılına gelindiğinde ise açık piyasa işlemlerine başlanmış ve Merkez Bankası interbank piyasasında alım satım yapmaya başlamıştır. Bu süreci 1988’de döviz ve efektif piyasalar kurulması ve mevduat faizlerinin serbest bırakılması izlemiştir (Kont, 1998, 686-687).

Uluslararası finansal entegrasyona yönelik en büyük adım ise 1989 Ağustos’unda sermaye hesabının liberalize edilmesiyle atılmıştır. 1989 yılında çıkartılan 32 sayılı kararla menkul kıymet ve öteki sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı, Türkiye’de yerleşik kişilerce bu mali araçların yurt dışında ihraç edilmesi, arz ve satışı serbestleştirilmiştir. Bu kararla Türkiye’de yerleşik kişilerin yurt dışından kredi temin etmeleri serbest bırakılmıştır. Aynı şekilde, Türkiye’de yerleşik kişilerin yurtdışında veya serbest bölgelerde yatırım yapmaları, ticari faaliyette bulunmaları, özel şirket kurmaları, sermayeyi yurt dışına ihraç etmeleri serbest duruma getirilmiştir. Kambiyo rejiminde ve mali piyasalarda liberalleşmenin gerçekleştirilmesinden sonra Türkiye, 22.3.1990 tarihinde IMF’ye başvurarak Fon Sözleşmesi’ndeki VIII. Madde statüsüne geçtiğini bildirmiş, TL’nin konvertibl bir para olarak tescil edilmesini istemiştir. Böylece 1990 yılının başında TL’nin tam konvertibilitesinin sağlanmasıyla liberalizasyon programı tamamlanmıştır (Seyidoğlu, 2003, 145-146). Bu tarihe kadar yabancı sermaye akımlarından

izole olan Türkiye ekonomisi, 1990 sonrasında ise önemli miktarlara ulaşan spekülâtif yabancı sermaye girişi ile karşı karşıya kalmıştır.

Uluslararası sermayeyinin Türkiye'ye yönelmesine neden olan diğer önemli bir içsel faktör de sağlanan yüksek finansal arbitraj olanakları olmuştur. Yüksek oranlı finansal arbitrajın bir ayağını yüksek faiz oranları diğer ayağını ise düşük döviz kuru oluşturmaktadır. Finansal liberalizasyon sonrası dönemde Türkiye'de kronikleşen yüksek faiz, düşük kur politikaları ile ülkeye önemli miktarlarda mali sermaye çekilmiştir. Böylece bütçe açıkları ve cari açıklar finanse edilebilmiş ancak ekonominin aşırı biçimde kısa vadeli yabancı sermaye kullanması finansal kırılganlığı artırmış ve krizlere açık bir durumda bırakmıştır (Seyidoğlu, 2007, 769).

Türkiye ekonomisi, finansal serbestlik döneminde sağladığı yüksek reel faiz olanakları ile önemli miktarda yabancı sermaye çekmeyi başarmıştır. Ancak Neoklasik yaklaşımın öngördüğünün aksine, yoğun yabancı sermaye girişine rağmen faiz oranları düşmemiş, devam eden yüksek faiz oranları da Türkiye ekonomisinin yabancı sermaye için cazibesini daha da artırmıştır. Beklenenin tersine, faiz oranlarının düşmemesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır.

Sermaye girişine rağmen faizlerin düşmemesinin en önemli nedeni gelen sermayenin kısa dönemli kazançlar peşinde koşan spekülâtif amaç taşımmasıdır. Ayrıca aşırı kamu borçlanması çerçevesinde alınan kısa dönemli ve yüksek faizli borçların reel yatırımlara yönelmesi yerine cari harcamalarda kullanılması da sermaye girişi sürecinde faizlerin düşmesini engellemiştir (Yentürk, 2005, 64). 1990'lı yıllardan sonra giderek artan kamu açıkları ve bu açıkları finanse edebilmek için giderek daha yüksek faizle borçlanması, kamunun açıklarının daha da yükselmesine neden olmuştur. Kamunun artan bu fon talebine karşılık finansal piyasaların son derece sığ olması ise sermaye girişlerine rağmen faiz oranlarının sürekli yükselmesine neden olmuştur (Alp, 2002, 249).

Faizlerin yüksek düzeylerde kalmasında etkili olan bir diğer olgu da Merkez Bankası'nın sterilizasyon politikalarıdır. Ülkeye gelen yabancı fonların önemli kısmı bankalar aracılığı ile ekonominin diğer birimlerine iletilmektedir. Bankalar ise topladıkları dövizleri Merkez Bankası'na satarak TL likiditesi sağlamaktadırlar. Merkez Bankası ise döviz alımları sonucunda piyasaya verdiği TL'yi kendi para politikası hedefleri doğrultusunda sterilize etmek durumunda kalmaktadır. Bu durum ise faizlerin yüksek düzeylerde seyretmesine yol açmaktadır (Yentürk, 2005, 110).

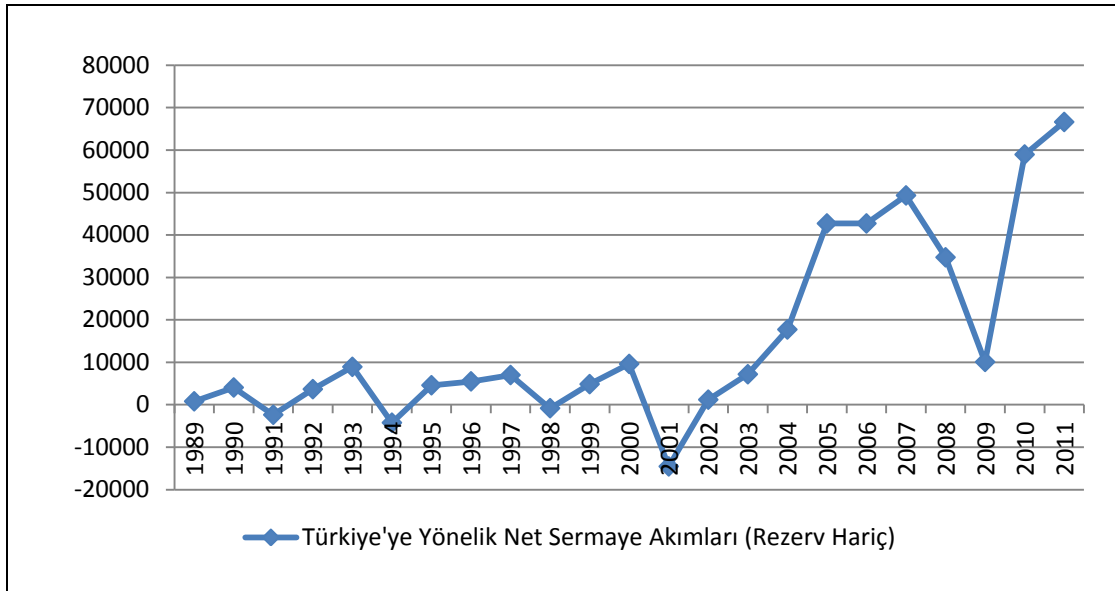
Türkiye ekonomisindeki, yüksek faiz oranları yanında, artan finansal arbitraj olanaklarını etkileyen bir diğer unsurda izlenen düşük döviz kuru politikası olmuştur. Böylece yüksek faizlerle birlikte döviz kurunun da düşük olması yabancı yatırımcının ek bir kazanç sağlamasına yardımcı olmaktadır. Bu süreçte yüksek faizlere bağlı olarak artan kısa vadeli sermaye girişi ülkedeki döviz arzını ve TL'ye olan talebi artırmakta daha sonra da TL'nin reel olarak değerlendirilmesiyle sonuçlanmaktadır. Sonuçta yüksek faiz getirisine ilaveten TL'nin de reel olarak değerli olması finansal arbitraj kazançlarını artırarak Türkiye'yi kısa vadeli ve spekülasyon nitelikli sermaye için oldukça çekici hale getirmektedir.

Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin temel dinamiklerine değindikten sonra, çalışmamızın bundan sonraki kısmında sermaye hareketlerinin miktarındaki ve kompozisyonundaki gelişmeler incelenecektir. Ayrıca Türkiye'ye yönelik sermaye hareketleri finansal olan ve olmayan ayrımı çerçevesinde sınıflandırılarak analiz edilecektir.

2. 1. 1. 3. 1. Sermaye Hareketlerinin Miktarındaki Gelişmeler

Sermaye hareketleri üzerindeki tüm denetimlerin kaldırılmasından sonra Türkiye ekonomisi büyük miktarda özel sermaye girişlerine tanıklık etmiştir. Ancak özel sermaye akımlarında yaşanan bu artış ekonomik kriz

dönemlerinde yaşanan büyük çaptaki sermaye çıkışları ile kesintiye uğramıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye'deki bu eğilimi diğer gelişmekte olan ülkelerle benzerlik göstermektedir. Finansal liberalizasyon süreci ile birlikte uluslararası özel sermaye hareketlerinin hacim olarak artmasının yanında oldukça dalgalı bir seyir gösterdiği belirlenmektedir. Gerçektende Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarında 1991, 1994, 1998, 2001 ve 2009 yılları gibi çok belirgin kırılmaların gözlemlendiği yıllar söz konusudur. Çalışmamızın bu kısmında Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarında yaşanan bu kırılmalar Şekil 4 yardımıyla incelenecektir. Şekildeki sermaye hareketleri doğrudan yabancı sermaye yatırımı, portföy ve diğer yatırımlar şeklindeki net sermaye girişlerin toplamından oluşmaktadır.



Şekil 4. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Akımları (Net- Milyon Dolar)

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a

Uluslararası sermaye girişlerinde 1991 yılında yaşanan kırılma Körfez Savaşı nedeniyle ortaya çıkmıştır. Sermaye hesabının liberalizasyonu ile birlikte 1990 yılında Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarında bir önceki yıla göre %400 civarında bir artış yaşanırken, 1991 yılına gelindiğinde Türkiye sunduğu yüksek faiz farkına rağmen Körfez Savaşı sebebiyle riskli ülke konumuna girmiş ve böyle bir dış şokun yarattığı belirsizlik ortamında ülkeden ani sermaye çıkışları yaşanmıştır (Kaya, 1998, 107).

1994 yılındaki büyük boyutlu net sermaye çıkışı ise ulusal ekonomideki krizin sonucu olmaktadır. Sermaye hesabının liberalizasyonunu takiben, yüksek getirili borçlanma araçları ve kısa vadeli sermaye akımlarına bağlı olarak aşırı değerlendirilen TL bankalarının geleneksel bankacılık fonksiyonlarını bırakarak dövizle borçlanıp ulusal piyasalarda borç veren arbitrajcı niteliği kazanmalarına yol açmıştır. 1994 yılının Ocak ayında bankacılık sisteminin zayıflıkları ve artan cari açıklar Türkiye'nin kredi notunun düşmesine ve sermaye çıkışının başlamasına neden olmuştur. Ekonomi derin bir kriz dönemine girmiş ve 1994 Nisan ayında başlayan istikrar programına kadar kriz devam etmiştir (Tokat, 2009, 25-26). Kriz nedeniyle yabancı sermaye akımlarında ani bir terse dönüş yaşanmış ve 1993 yılında 90'lı yılların en yüksek hacmine ulaşan sermaye akımları 1994 yılında net çıkışlara dönüşmüştür.

1994 Krizi'ni takiben yaşanan toparlanma sürecinde sermaye girişlerinde yaşanan artışlar 1998 yılında Asya ve Rusya krizlerinin etkileriyle sekteye uğramıştır. Başlangıçta bölgesel olarak algılanan Asya ve Rusya krizlerinin sonrasında bütün yükselen piyasalar için ortak bir kriz olarak görülmesi, Türkiye ekonomisinin de krizlerden etkilenmesine neden olmuş ve Türkiye bu dönemde uluslararası piyasalardan borç almada sorun yaşamaya başlamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2008, 384). 1998 yılında sermaye akımlarında bir kırılma yaşansa da net çıkışlar 1991 ve 1994 yıllarındaki kadar yüksek boyutlara ulaşmamıştır.

Türkiye ekonomisine yönelik sermaye akımlarında kırılmanın yaşandığı bir diğer önemli yıl ise 2001 yılı olmuştur. 1999 yılının sonunda Türkiye'nin IMF kontrolünde döviz kuruna dayalı enflasyonla mücadele ve yapısal reform programı izlemeye başlamıştır. Uygulanan döviz çapası programı bu dönemde kısa vadeli sermaye yabancı sermaye girişlerinin hızla artmasına neden olmuş olsa da enflasyonun düşürülebilmesi yönünde önemli bir gelişme kaydedilmeden programla ilgili sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Programın başlangıç dönemlerinde koyulan hedeflere ulaşamaması ve gerekli yapısal reformların yapılamaması programın inandırıcılığını

ytirmesine neden olmuştur. Yapısal reformların gerçekleştirilmesindeki gecikmeler ve artan cari açıklar finansal yatırımcıları rahatsız etmiş ve döviz çapasının sürdürülemeyeceği inancının yaygınlaşması, ülkeye giren kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeyi hızla terk etmesine neden olmuştur. Bu süreç Türkiye'nin Kasım 2000 ve Şubat 2001 dönemlerinde yaşadığı krizlerin en büyük nedeni olmuştur (Güriş, 2007, 312). Aralık 2000'de IMF tarafından söz verilen kurtarma paketi finansal piyasaları geçici olarak rahatlatırsa da likidite sıkışıklığı devam etmiştir. 2001 yılının Şubat ayında yaşanan politik gerginlik ikiz kriz olarak adlandırılan 2000-2001 krizlerinin ikinci bölümünü başlatmıştır (Akdiş, 2002, 15). 2001 krizi dolayısıyla sermaye akımlarında meydana gelen kırılma, Türkiye'nin liberalizasyon sonrası dönemde yaşadığı en yüksek hacimli sermaye çıkışına neden olmuştur. Kriz sonucu enflasyonla mücadele ve istikrar programı sona ermiş, 22 Şubat'ta döviz kuru dalgalanmaya bırakılmıştır. IMF ile yapılan yeni standby anlaşması ve Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının ilanı ile 2001'in Mayıs ayında piyasalar istikrara kavuşmuştur (Tokat, 2009, 25-26).

Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarının asıl hacim kazandığı yıllar 2000'li yılların son yarısı olmuştur. Özellikle 2007 yılında diğer tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye de büyük miktarda yabancı sermayeye ev sahipliği yapmıştır. Sermaye akımlarının ulaştığı yüksek hacim 2008 yılında küresel krizin derinleşmesine bağlı olarak düşüşe geçmiştir. Finansal piyasalarda artan tedirginlik ve uluslararası kredi piyasalarındaki daralma, Türkiye'ye olan sermaye akımlarının yavaşlamasının nedeni olmuştur. Sermaye akımlarında küresel krizin asıl etkisi 2009 yılında hissedilmiş ve toplam sermaye akımlarındaki kırılma net çıkışlara dönüşmese de, sermaye akımlarının tarihi zirveye ulaştığı 2007 yılından 2009 yılına gelindiğinde sermaye akımlarındaki düşüş %80 oranında gerçekleşmiştir (TCMB, 2011c).

2010 yılına gelindiğinde ise, küresel ölçekte devam eden düşük faiz ortamı ve gelişmekte olan ekonomilere ilişkin risk algılamalarında gözlenen iyileşme nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye'ye yönelik

sermaye akımları da güçlenmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin risk primi diğer gelişmekte olan ülkeler ortalamasına kıyasla daha olumlu seyretmiştir (TCMB, 2010b, 16). Bu durumun bir sonucu olarak da, 2010 yılındaki toplam sermaye akımları 2007 yılındaki rekor seviyesini bile geçmiştir. 2009 ve 2010 yılları arasında toplam yabancı sermaye hacminde %500 civarında artış yaşanmıştır.

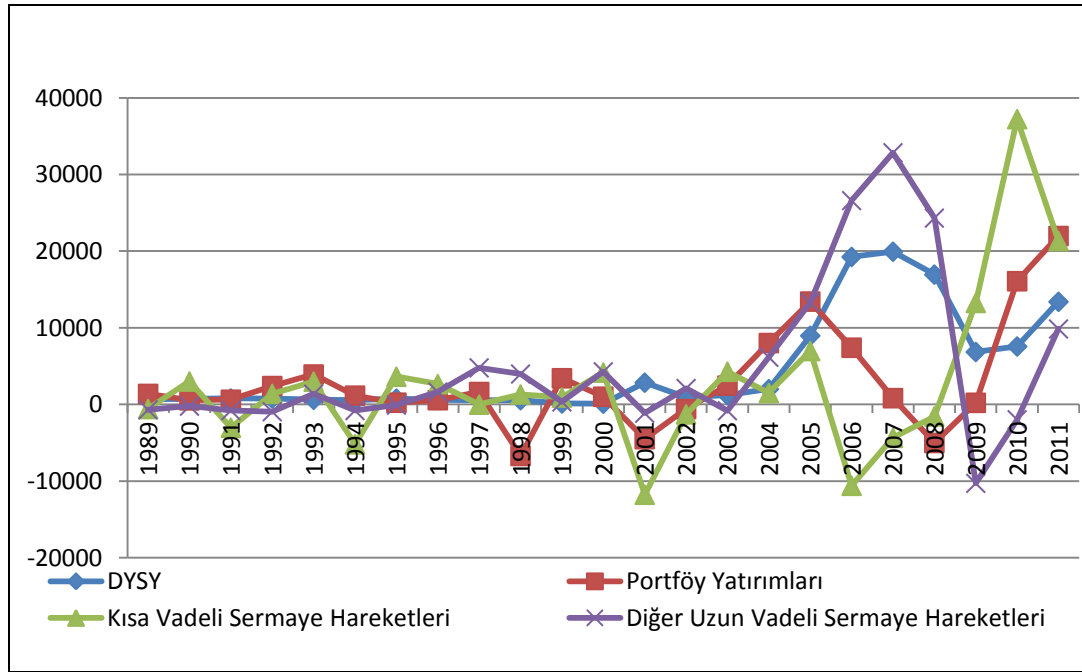
2011 yılında da yabancı sermaye akımlarının hacmindeki artış azalarak devam etmektedir. Artış hızındaki azalmanın nedeni Yunanistan başta olmak üzere Euro Bölgesinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ilişkin endişelerin küresel ekonomiye yönelik belirsizlikleri artırması ve risk iştahında bozulmalara neden olmasıdır. Bu durum ise hem gelişmekte olan ülkelere hem de Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarını yavaşlatmıştır.

2. 1. 1. 3. 2. Sermaye Hareketlerinin Türlerindeki Gelişmeler

Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarının hacmindeki artışla birlikte sermaye hareketlerinin kompozisyonunda da önemli değişimler yaşanmıştır. Bir önceki bölümde ele alınan sermayenin hacimsel değişimine paralel olarak çalışmanın bu kısmında da finansal liberalizasyon sonrası süreçte Türkiye'ye akan yabancı sermayenin kompozisyonundaki gelişmeler Şekil 5 yardımıyla değerlendirilmeye çalışılacaktır.

İlk olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının Türkiye'deki gelişimi incelenecek olursa, 1990 yılından 2001 krizine kadar olan zamanda Türkiye'nin ev sahipliği yaptığı doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının çok düşük düzeyde seyrettiği gözlenmektedir. 1990'lar sonrasında Türkiye'de yaşanan makroekonomik ve siyasi istikrarsızlık, Brady Planı sonrası Latin Amerika ülkelerine yönelik büyük miktarda sermaye akımları, başta Uzakdoğu ve Çin olmak üzere diğer gelişmekte olan ülkelerin aldıkları doğrudan yatırımları özendirici tedbirler nedeniyle Türkiye'ye olan doğrudan yabancı

yatırım miktarında önemli bir artış gözlenememiştir. Türkiye'nin ilgi alanı dışına itilmesindeki bir diğer önemli faktör de Sovyet Bloğunun çözülmesinden sonra Doğu Avrupa ülkeleri ve Bağımsız Devletler Topluluğunun serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde önemli miktarlarda özelleştirmeye gitmeleri ve bu yolla büyük miktarlarda sermaye çekmeleridir (Kont, 1998, 696–697).



Şekil 5. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Net-Milyon Dolar)

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a

Ancak özellikle 2001 yılında geçmiş yıllara nazaran doğrudan yatırım miktarında önemli derecede artış gerçekleşmiştir. 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik krize rağmen, 2001 yılında dolaysız yabancı sermaye yatırımlarının artması dikkat çekicidir. Bu artışın en önemli nedenlerinden biri 2000 yılında gerçekleştirilen büyük çaplı özelleştirmelerdir. Bununla birlikte, kriz sonrası süreçte krizin ekonomide yarattığı olumsuz etkilerinin üstesinden gelinmesi için alınan istikrar tedbirleri de doğrudan yabancı sermaye yatırımcıları için Türkiye'nin güvenilirliğini ve cazibesini artıran bir unsur olmuştur. Ayrıca, Financial Times'ın kriz döneminde "Türkiye'de ucuza mal kapatmanın tam zamanıdır" anlamına gelen çağrısı ile dolaysız yabancı

sermaye yatırımları girişindeki yükselişin krize rağmen değil kriz nedeniyle oluşan bir sonuç olduğu söylenebilir (Şimşek ve Behdioğlu, 2006, 58).

Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında asıl artış 2005 yılı sonrasındaki dönemde yaşanmıştır. Türkiye'nin uluslararası doğrudan yatırımlar açısından cazibesini artıran faktörler arasında büyüme, enflasyon ve faiz oranları gibi makroekonomik göstergelerde görülen iyileşme; AB ile tam üyelik müzakerelerine ilişkin sürecin öngörülebilirlik üzerindeki etkisi ve yatırım ortamının iyileştirilmesine yönelik yapısal reformların hız kazanması sayılabilecektir. Özellikle finans sektöründe gerçekleşen satın alma işlemleri ile özelleştirme ihalelerine yabancı yatırımcıların gösterdiği ilgi, Türkiye'nin cazibesini artıran unsurlar olmuştur (Hazine Müsteşarlığı, 2006, 13).

2005 yılından başlayarak artmaya devam eden doğrudan yatırımlar 2007 yılında rekor seviyeye ulaşmıştır. Küresel finansal krizin etkileriyle 2008 yılında düşüşe geçen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında asıl azalış krizin etkilerinin Türkiye'de daha yoğun hissedildiği 2009 yılında gerçekleşmiştir. 2010 yılından itibaren tekrar artmaya başlayan doğrudan yatırım hacmi 2011 yılında da artış eğilimini sürdürmektedir. Ancak 2011 yılı verileri değerlendirildiğinde doğrudan yabancı yatırımların toplam yabancı sermaye içindeki payının ancak %20 gibi düşük bir orana ulaşabildiği dikkat çekmektedir.

Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının gelişimine bakıldığında, 1998, 2001, 2005, 2008 ve 2010 yıllarındaki gelişmeler vurgulanması gereken yıllardır. Liberalizasyon sonrası artış eğilimine giren portföy yatırımlarında ilk önemli kırılma 1998 yılında Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle gerçekleşmiş ve sonraki dönemlerde portföy yatırımlarında yaşanan düşüşlerin şiddeti bu yıldaki kadar olmamıştır. 1998 yılında portföy akımlarında gerçekleşen net çıkışın %90'ının borç senetleri kaynaklı olduğu, borç senetlerindeki asıl payın da Genel Hükümet kaleminde toplandığı görülmektedir (TCMB, 2011c).

Portföy yatırımlarına ilişkin dikkat edilmesi gereken ikinci kırılma noktası da 2001 yılında Türkiye'ye ekonomisinde yaşanan finansal krizin etkisiyle gerçekleşmiştir. 2001 krizindeki portföy yatırımı çıkışlarının da tümüne yakın kısmının borçlanma senetleri şeklinde olduğu görülmektedir. 2001 krizinde yaşanan büyük miktarda net çıkışları takiben portföy akımları 2003 yılından itibaren yükselişe geçerek 2005 yılında o zamana kadarki en yüksek net portföy girişi yaşanmıştır. 2005 yılı genelinde, gelişmekte olan ülkeler karşılaştırıldığında, getiri farklarının gerilemesine ve faiz oranlarının düşmesine rağmen, portföy yatırımlarında giriş yönlü eğilimin devam etmesindeki temel neden faiz farklarının yanı sıra, yapısal reformlar neticesinde ekonomik istikrarın sürmesi ve ileriye yönelik olumlu beklentiler olmaktadır (TCMB, 2006, 23).

Portföy yatırımları 2005 yılındaki tarihi rekor seviyesine ulaştıktan sonra 2006 yılında ABD piyasalarındaki faiz artırımının etkisiyle düşüşe başlamış, 2007 yılına gelindiğinde ise ABD konut sektöründe yaşanan problemlerin yansımalarıyla portföy yatırımlarındaki gerileme devam etmiştir. 2008 yılının Ağustos ayından itibaren uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının artması gelişmekte olan ülkeleri hem portföy, hem de kredi kanalından olumsuz etkileyerek risk primlerinin yükselmesine ve küresel sermayeye erişimlerinin zorlaşmasına neden olmuştur (TCMB, 2008, 21). Bu gelişmelere bağlı olarak, 2008 yılında, 1998 yılında yaşanan çıkışlardan sonraki, en büyük hacimli portföy kaynaklı sermaye çıkışı gözlenmiştir.

Krizin en kötü döneminin geride kaldığının algılanmasıyla birlikte, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren, küresel finansal piyasalarda risk iştahı artmıştır. Bu dönemde, gelişmekte olan ülkelerin para birimleri değer kazanmış ve borsalarında yükselişler gözlenmiştir. Buna bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerin risk primleri düşmüştür (TCMB, 2009b, 19). Bu durum Türkiye'ye yönelik portföy akımlarını da olumlu etkilemiş, portföy akımları 2009 yılında tekrar net girişlere dönüşmüştür. 2010 yılında küresel ölçekte devam eden düşük faiz ortamı ve diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte Türkiye'ye ilişkin risk algılamalarında da gözlenen iyileşmelere bağlı

olarak Türkiye'ye yönelik net portföy akımları 2010 yılında önemli oranda artmıştır. Portföy yatırımlarındaki bu artış eğilimi 2011 yılında da devam etmektedir. 2011 yılında tarihi rekor seviyesine ulaşan portföy yatırımlarının Türkiye'ye yönelik toplam yabancı sermaye içindeki payı %33 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarının diğer yatırımlar kalemindeki gelişimi incelendiğinde de önemli trendlerin ortaya çıktığı görülmektedir. Bu tür sermaye akımlarındaki gelişmelerin kısa ve uzun vadeli yatırımlar ayrımında değerlendirilmesi değişimin daha sağlıklı bir biçimde yapılmasını sağlayacaktır. Çünkü diğer yatırımların toplamdaki değişimine bakıldığında dalgalanmalar olduğundan daha küçük görülebilirken, bu ayrım göz önüne alındığında kırılmaların gerçek boyutu daha iyi anlaşılmaktadır.

Bu bağlamda diğer yatırımlardaki eğilim kısa vadeli sermaye hareketleri ve diğer uzun vadeli sermaye hareketleri olarak ayrı ayrı analiz edilecektir. Buna göre kısa vadeli sermaye yükümlülükleri hesaplanırken diğer yatırımların yükümlülükler alt kalemindeki kısa vadeli ticari krediler; Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler; Merkez Bankası'nın kısa vadeli mevduatları, bankaların mevduatları ve diğer yükümlülükler alt başlıkları toplanmıştır. Kısa vadeli sermaye yükümlülükler ve diğer yatırımların varlıklar kalemleri toplanarak da kısa vadeli sermaye hareketlerinin net değerlerine ulaşılmıştır. Diğer uzun vadeli yatırımlar hesaplanırken ise ödemeler bilançosunun diğer yatırımlar kaleminin yükümlülükler alt kalemindeki uzun vadeli ticari krediler; Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı uzun vadeli krediler ve Merkez Bankası'nın uzun vadeli mevduatları alt başlıkları toplanmıştır (Seyidoğlu, 2003, 155; Yentürk, 2005, 108).

Öncelikle kısa vadeli sermaye hareketlerindeki kırılmalar incelenecek olursa; 1991, 1994, 2001, 2006 ve 2010 yıllarının üzerinde durmak gerekmektedir. Türkiye'nin Körfez Krizi'nin etkisinde kaldığı 1991 yılında daha önce de söylediğimiz gibi sermaye akımlarında net çıkışlar gözlenmiştir.

Sermaye akımlarının kompozisyonundaki değişmeleri incelediğimizde yabancı sermayedeki bu çıkışların kısa vadeli sermaye ağırlıklı olduğunu gözlemlemekteyiz.

Benzer şekilde Türkiye ekonomisinin kriz yılları olan 1994 ve 2001 yıllarında yaşanan sermaye çıkışlarında da asıl payın kısa vadeli yabancı sermayeye ait olduğu görülmektedir. Özellikle liberalizasyon sonrası dönemdeki en büyük hacimli net sermaye çıkışının yaşandığı 2001 yılında, kısa vadeli sermayedeki net çıkışlar da benzer şekilde rekor düzeyde gerçekleşmiştir. 1994 ve 2001 yıllarındaki bu net çıkışların ortak özelliği ise sermaye kaçış miktarlarında bankalar alt kaleminin dikkat çekici ağırlığıdır.

2006 yılına geldiğimizde ise, 2002 yılından itibaren Türkiye'nin makro ekonomik göstergelerinde görülen olumlu gelişmelerin etkisiyle kısa vadeli sermaye akımlarında görülen artışın tekrar yüksek miktarlı net çıkışlara dönüştüğünü görmekteyiz. Bu süreçte ABD Merkez Bankasının faiz oranlarını artırmasıyla oluşan küresel dalgalanma etkili olmuştur. ABD konut sektöründe yaşanan problemlerin uluslararası risk algılamalarında meydana getirdiği artış, Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımlarındaki çıkışın 2007 yılında da devam etmesine yol açmıştır. 2006 ve 2007 yıllarında net kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanan çıkışlarla ilgili olarak dikkat edilmesi gereken nokta, net kısa vadeli akımlardaki düşüşün 1994 ve 2001 krizlerinde olduğu gibi kısa vadeli yükümlülüklerdeki düşüşten değil kısa vadeli varlıklarda, özellikle de bankaların yabancı para cinsinden varlıklarında, yaşanan artıştan kaynaklandığıdır (TCMB, 2011c).

Kısa vadeli sermaye hareketlerine ilişkin dikkat edilmesi gereken bir diğer noktada 2010 yılında bu tür akımların ulaştığı büyük hacimdir. 2010 yılı için kısa vadeli sermaye hareketlerinin toplam yabancı sermaye içindeki payı %63'e ulaşmıştır. 2010 yılındaki bu artışta en önemli etken küresel ölçekte düşük faiz oranlarının geçerli olduğu ortamda sermayenin görece daha yüksek faiz getirisi sunan Türkiye'ye gibi ülkelere yönelmesi olmuştur.

Ancak 2011 yılında kısa vadeli sermaye hacminin düşüş eğilimine girdiği görülmektedir. Bu düşüşün nedeni TCMB tarafından kısa vadeli sermaye hareketlerini kısıtlamaya yönelik olarak alınan para politikası tedbirleridir. Şöyle ki, cari işlemler dengesinde önemli bozulmaların yaşandığı 2010 yılında, bu cari açığı finanse eden toplam yabancı sermaye girişleri içerisinde kısa vadeli sermaye girişleri ile portföy yatırımlarının payı çok yüksektir. Bu durum Türkiye ekonomisinin kırılganlığını artırmış, makroekonomik ve finansal istikrara ilişkin kaygıları yükseltmiştir. TCMB da aldığı para politikası tedbirleri ile kısa vadeli sermaye girişini uzun vadelere yönlendirmeyi hedeflemiş, bu doğrultuda da politika faizlerini düşürüp faiz koridorunu genişleterek kısa vadeli faizlerin oynaklığını artırmıştır (TCMB, 2012b, 20). 2011 yılı verilerine dikkat edilirse, izlenen para politikasının etkilerinin sermayenin kompozisyonuna yansıdığı, kısa vadeli sermaye girişlerinde düşüş, uzun vadeli sermaye akımında ise artış sağlandığı tespit edilebilecektir. İzlenen politikaların etkisiyle 2010-2011 yılları arasında kısa vadeli sermaye akımlarının toplam yabancı sermaye içerisindeki payı %63'ten %32'ye düşürülebilmektedir.

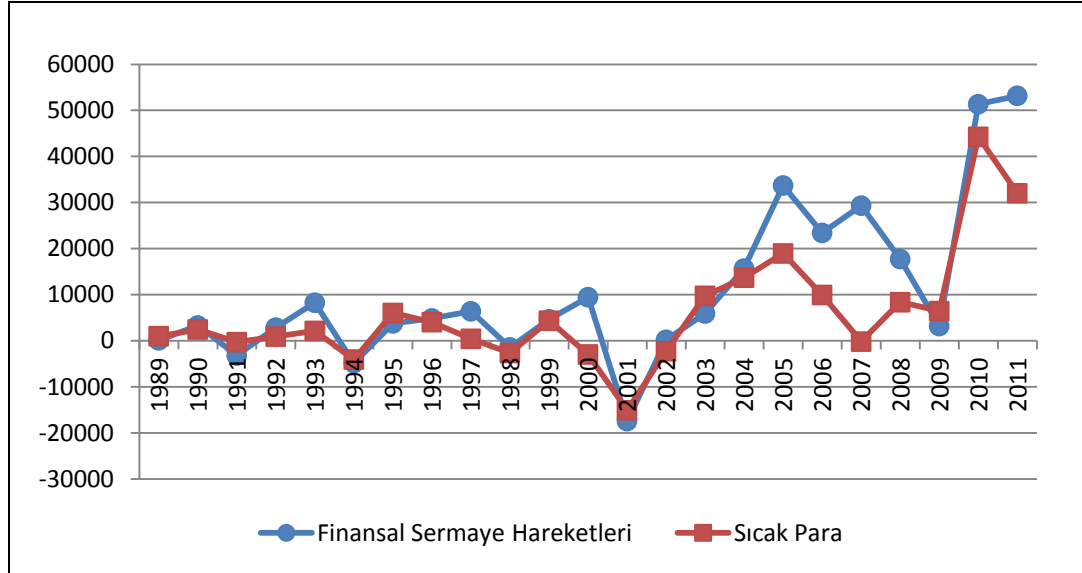
Diğer uzun vadeli yatırımların trendine bakıldığında ise 2003 yılı kadar önemli bir değişim gözlenmemektedir. 2003 yılından itibaren artış eğilimine giren bu tür sermaye akımları için vurgulanması gerekli yıllar 2007 ve 2009'dur. 2007 yılında toplam sermaye hareketlerinde ulaşılan büyük hacimde ağırlıklı payın diğer uzun vadeli yatırımlara ait olduğunu görmekteyiz. Bu artışta belirleyici olan "bankacılık sektörünün" ve ağırlıklı olarak da bankacılık dışı özel sektörden oluşan "diğer sektörlerin" yurtdışından sağladıkları uzun vadeli krediler olmuştur. Uzun vadeli sermaye hareketlerinde büyük artışların yaşandığı 2007 yılında dikkat edilmesi gereken bir diğer nokta kısa vadeli sermayede yaşanan net çıkışlardır. 2007 yılında hem bankacılık dışı özel sektörün oluşturduğu diğer sektörler hem de bankalar dış borçlanmasını ağırlıklı olarak uzun vadeli yapmış, kısa vadeli kredilerde ise net geri ödeyici olmuştur. Özel sektörün ve bankacılık sektörünün büyük ölçüde uzun vadeli borçlanmaları, yurt içindeki yatırım

harcamalarını teşvik etmesi ve cari işlemler açığının finansman kalitesini artırması açısından önem arz etmektedir (TCMB, 2007, 22).

Türkiye'ye yönelik uzun vadeli sermaye hareketleri toplam net sermaye akımları içerisindeki ağırlıklı yerini 2008 yılında korumakla birlikte, özellikle 2008'in son çeyreğinden itibaren uluslararası kredi piyasalarında görülen daralma bankaların ve özel sektörün uzun vadeli kredi kullanımını olumsuz etkilemiştir (TCMB, 2008, 22). Uzun vadeli sermaye girişlerinde küresel krizin etkisiyle 2008 yılının son çeyreğinde başlayan düşüş eğilimi 2009 yılında yerini net çıkışlara bırakmıştır. Dış finansman imkânlarının daralması 2009 yılında hem özel sektörün hem de bankacılık kesiminin uzun vadeli kredi ödeyicisi durumuna geçmesine yol açmıştır. Küresel krizle birlikte, 32 Sayılı Karar'da yapılan değişiklikle özel sektörün yurt içi bankalardan döviz kredisi kullanma imkânlarının artırılmasının, özel sektörün yurt dışından kullandığı uzun vadeli kredilerin yılın üçüncü çeyreğinden itibaren gerilemiş olmasında etkili olduğu düşünülmektedir (TCMB, 2009b, 20).

Son olarak Şekil 6 ile gösterilen Türkiye'ye yönelen finansal sermaye akımlarındaki ve sıcak paradaki gelişim trendi değerlendirilebilecektir. Burada dikkat edilmesi gerekli üç husus vardır. İlki 1994, 2001 ve 2009 gibi kriz ortamının olduğu yıllarda her iki türdeki yabancı sermaye tanımında yaşanan keskin düşüştür. İkincisi 2009 yılında son küresel krizin etkisiyle dip görüldükten sonra yaşanan hızlı yükseliştir. Üçüncüsü ise finansal sermaye hareketleri ile sıcak para akımlarının hareketlerinin değişim trendi birbirine çok benzerlik göstermekle birlikte 2007 ve 2011 yıllarında ters yönde hareket etmeleridir. Bunun nedeni finansal sermaye hareketleri tanımlamasında yer alıp sıcak para tanımlamasında olmayan diğer uzun vadeli sermaye akımlarıdır. Daha önce de belirtildiği gibi 2007 yılında diğer uzun vadeli sermaye akımlarının toplam yabancı sermaye içerisindeki ağırlığı oldukça fazladır. Benzer şekilde 2011 yılında da TCMB aldığı para politikası tedbirleriyle kısa vadeli yabancı sermaye akımlarını uzun vadeye yönlendirmiş ve diğer uzun vadeli sermaye akımlarında artış sağlanmıştır.

Diğer uzun vadeli sermaye akımlarındaki artışa bağlı olarak da bu tür yabancı sermayeyi tanımlaması içinde barındıran finansal sermaye akımları hem 2007'de hem de 2011'de sıcak paradan farklı yönde hareket göstermiştir.



Şekil 6. Türkiye'ye Yönelik Finansal Sermaye Hareketleri ile Sıcak Para (Milyon Dolar)

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a

Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye akımlarının kompozisyonuna ilişkin genel bir değerlendirme yapılacak olursa, incelenen 1990 sonrası süreçte diğer gelişmekte olan ülkelerdeki trendle uyumlu olarak, uzun vadeli ve reel yatırıma yönelik olarak gelen doğrudan yabancı sermayenin en istikrarlı sermaye türü olduğu göze çarpmaktadır. Bu durumun aksine portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı ve istikrarsızlığı ise dikkat çekicidir. Kriz öncesi yıllarda yükselişe geçen bu tür spekülasyon nitelikli sermayenin kriz yıllarında ani ve sert çıkışlara dönüştüğü gözlenmektedir. Küresel ekonomide ve yurtiçinde yaşanan gelişmeler karşısında bu türdeki yabancı akımlarının sürekli olarak dalgalandığı görülmektedir.

Türkiye'ye yönelik net sermaye akımlarının hacmindeki gelişmeleri incelediğimiz kısımdan hatırlanabileceği gibi net yabancı sermaye hacminde 2001 ve 2009 yıllarında büyük miktarda düşüşler yaşanırken, 2007 ve 2011

yılları ise büyük miktarda yükselişlerin gözlemlendiği yıllar olmuştur. Düşüş ve artışların yüksek hacme ulaştığı bu yıllar için sermayenin kompozisyonunun incelenmesi önemli bilgiler verebilecektir.

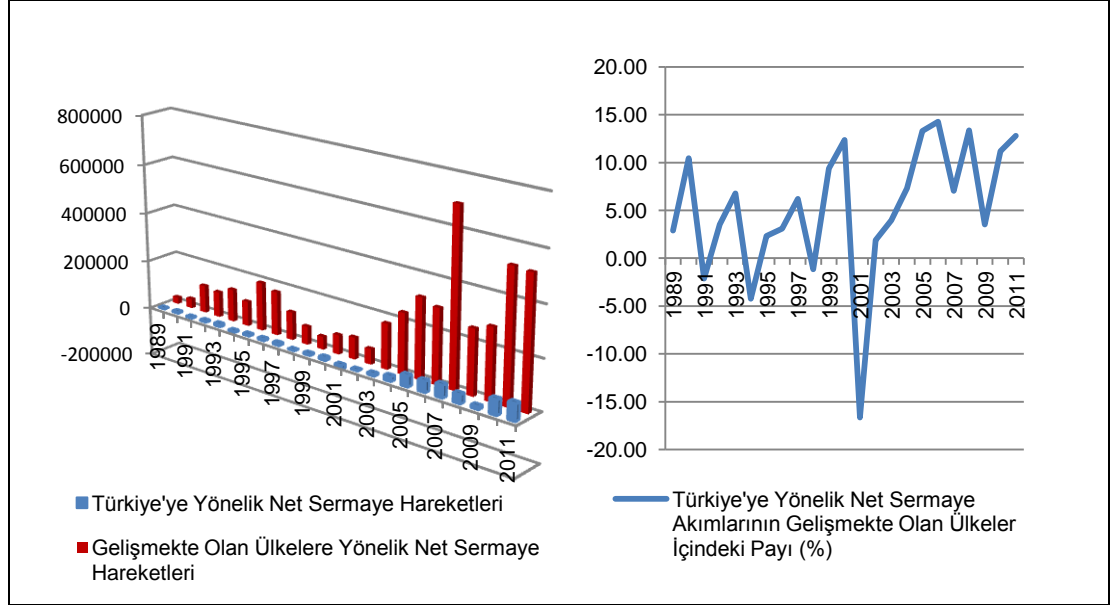
Net yabancı sermaye akımlarının hacminde büyük kayıpların yaşandığı 2001 ve 2009 yılları mukayese edildiğinde; 2001 yılındaki net çıkışların asıl kaynağının kısa vadeli sermaye akımları, 2009 yılındaki düşüşlerin asıl kaynağının ise diğer uzun vadeli yabancı akımları olduğu gözlenmektedir. Ayrıca diğer uzun vadeli yabancı sermayede net çıkışların yaşandığı 2009 yılında kısa vadeli sermaye akımlarının yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir.

Yabancı sermayenin net hacminin yüksek boyutlara ulaştığı 2007 ve 2011 yılları incelendiğinde ise; 2007 yılında toplam yabancı sermayenin ağırlıklı kısmını diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinin oluşturduğu, 2011 yılında ise kısa vadeli sermaye hareketleri ile portföy yatırımlarının toplam yabancı sermaye akımları içerisindeki payının %65 gibi yüksek bir değer olduğu tespit edilmektedir. Akışkan niteliği yüksek bu tür finansal sermayenin toplamda bu denli yüksek payı, ani hareketleri karşısında ekonomide yaratabileceği istikrarsızlık göz önünde bulundurulduğunda, endişe verici bir tablo oluşturmaktadır. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki bu oran 2010 yılında %90 seviyesindedir. TCMB, ekonomik istikrara ilişkin bu endişeler sebebiyle aldığı para politikası tedbirleriyle kısa vadeli sermaye hareketlerinin hızını kesmeyi başarmıştır.

2. 1. 1. 3. 3. Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Toplam Uluslararası Sermaye Hareketleri İçinde Türkiye'nin Payındaki Gelişmeler

Türkiye'ye yönelik net sermaye akımlarının hacimsel ve kompozisyon olarak değişiminin yanı sıra bu akımların gelişmekte olan ülkelere yönelen toplam yabancı sermaye içindeki payının tespiti de önemlidir. Şekil 7'de

Türkiye ve gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye hareketleriyle birlikte Türkiye'ye yönelen toplam yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler toplamından aldığı yüzde pay da gösterilmektedir. Bu süreçte 1990-1996, 2002-2007 ve 2008-2011 olmak üzere üç dönem üzerinde durulacaktır.



Şekil 7. Türkiye'ye Yönelik Net Sermaye Akımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a; IMF, 2012b

Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermayenin hız kazandığı iki dönem söz konusudur. Bu dönemlerin ilki 1990-1996, ikincisi ise 2002-2007 arasındaki yıllardır. Öncelikli olarak ilk dönem incelenecek olursa, 1995 yılı 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermayenin en yüksek hacimlere ulaştığı yıl olarak görülmektedir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermayenin hacminde 1990-1995 yılları arasında %400 oranında bir artış yaşanmıştır. Ancak bu süreçte Türkiye, ne hacim olarak ne de oransal olarak sermaye akımlarında bir artış sağlayamamıştır. Aksine 1995 yılı için Türkiye'nin toplam sermayedeki payının ancak %2 civarında kaldığı görülmektedir. Oysaki bu sürecin başlangıcı ve Türkiye ekonomisinin yabancı sermaye akımlarına yeni açıldığı 1990 yılında gelişmekte olan ülkelere olan yabancı sermayenin %10'unu çekebildiği görülmektedir. Bu durumunda 1991

Körfez Krizi ve 1994 yılında yaşanan krizler dolayısıyla oluşan yabancı sermaye çıkışları etkili olmuştur.

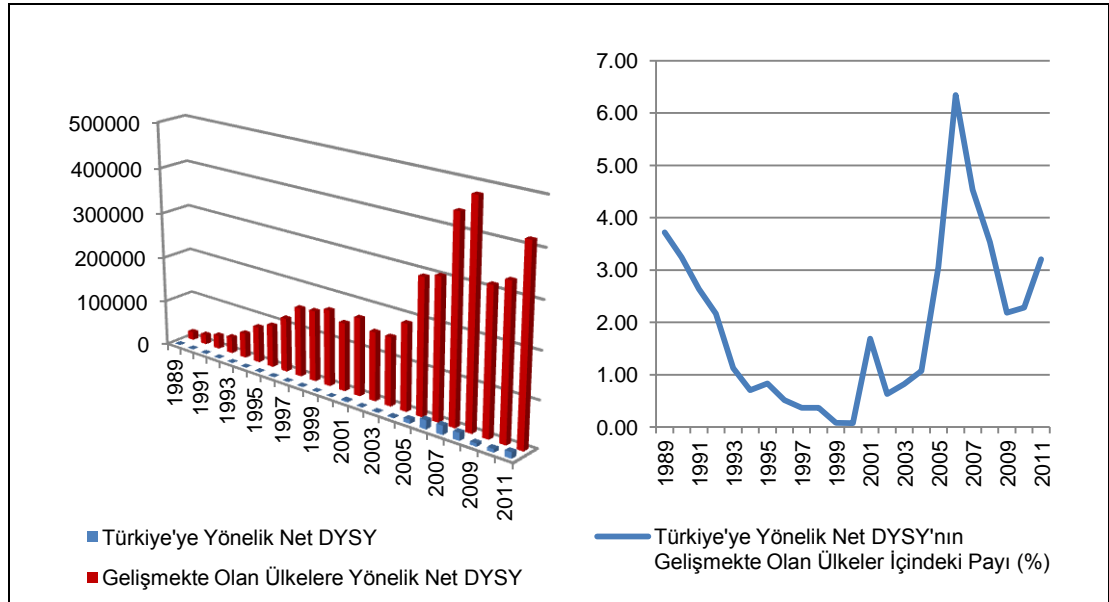
Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermayenin hız kazandığı ikinci dönem olan 2002-2007 arasındaki yılları incelediğimizde ise 2007 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermaye akımları zirveye ulaşmıştır. 2002 yılından 2007 yılına kadar olan süreçte yabancı sermaye hacmi gelişmekte olan ülkeler toplamında 11 kat artmıştır. Ancak 2007 yılında Türkiye'nin toplam içindeki payının %7 olduğu görülmektedir. Dönemin başlangıcı olan 2002 yılında bu oranın %2 olduğu göz önünde bulundurulduğunda, 1990-1996 dönemine kıyasla 2002-2007 döneminde yabancı sermayeyi çekme konusunda daha başarılı olduğu söylenebilecektir. Özellikle 2006 yılında Türkiye ekonomisinin gelişmekte olan ülkeler toplamından aldığı %14'lük payın finansal liberalizasyon sonrasındaki sürecin rekoru olduğu görülmektedir.

Son olarak inceleyeceğimiz 2008-2011 arasındaki dönem ise son küresel krizin yabancı sermaye akımına yansımalarını göstermektedir. Gelişmekte olan ülke toplamında küresel krizin etkilerinin asıl olarak hissedildiği ve dibin görüldüğü yıl 2008 yılı olmuştur. 2008 yılında Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye akımları düşüş trendine girse de, bu düşüş çok büyük olmamış ve toplam yabancı sermaye içindeki payı %13 seviyesinde kalmıştır. Küresel krizin etkilerinin Türkiye'de asıl hissedildiği 2009 yılında ise ülkeye yönelik yabancı sermayenin gelişmekte olan ülkeler toplamı içindeki payı %4 seviyesine gerilemiştir. Küresel krizin etkilerinin gelişmekte olan ülkeler toplamına kıyasla Türkiye'de daha fazla hissedildiği söylenebilecektir. Şöyle ki, 2008 yılında gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermaye akımlarının hacminde yaşadığı düşüş 2007'ye kıyasla %63 oranındayken, bu oran 2009 yılında Türkiye'de 2007 yılına kıyasla %80 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'ye yönelik sermaye hareketlerinin kompozisyonundaki gelişmeleri, diğer gelişmekte olan ülkelere yönelen sermayenin kompozisyonu ile karşılaştırarak da önemli bilgilere ulaşılabilmektedir. Bu amaçla Şekil 8, Şekil 9 ve Şekil 10'da Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı

sermaye yatırımı, portföy yatırımı ve diğer yatırım şeklinde giriş yapan net sermayenin diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik aynı tür sermaye girişleri ile karşılaştırmalı analizi yapılmıştır.

İlk olarak Şekil 8'de Türkiye'ye ve diğer gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermayenin hacimleri karşılaştırmalı olarak incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerde önemli hacimsel artışların yaşanmasına rağmen Türkiye'nin aldığı payın çok düşük seviyelerde kaldığı görülmektedir. Öyle ki Türkiye'ye yönelik net doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelişmekte olan ülkeler içindeki payı 1993-2004 yılları arasında %1'in altındaki seviyelerde seyretmiştir. 2005-2007 yılları arasında söz konusu oranda artış sağlanmış, 2007 yılında elde edilen %6'lık oranla ise liberalizasyon sonrası sürecin en yüksek seviyesine ulaşılmıştır. Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermayenin toplam içinde yükselen payı küresel krizin etkileriyle tekrar düşüşe geçmiş 2009 yılında ise %2 seviyelerine geri dönmüştür. Oysa, daha istikrarlı bir büyüme için yabancı sermaye akımları içerisinde en istikrarlı uçta yer alan doğrudan yabancı sermaye akımlarından aldığımız payın çok daha yüksek seviyelere taşınması gerekmektedir.

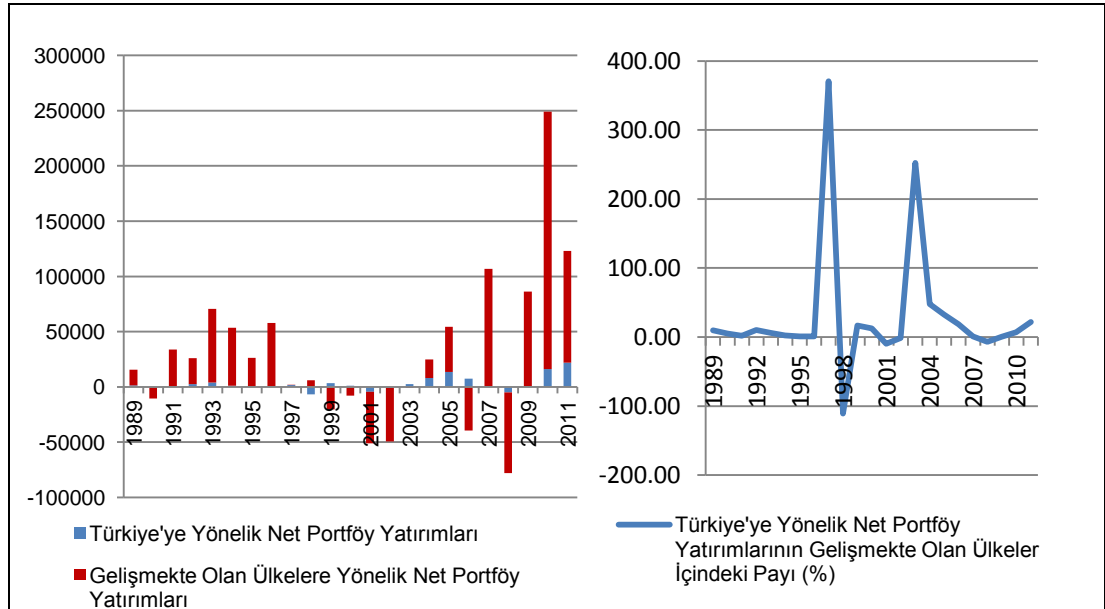


Şekil 8. Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a; IMF, 2012b

İkinci olarak Şekil 9'da gösterilen Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkeler içindeki payına bakıldığında ise Türkiye'nin genel olarak gelişmekte olan ülkelerdeki trende paralel değişimler gösterdiği gözlenmektedir. Burada dört dönemi kıyaslayabiliriz. Bu dönemlerden ilki 1990-1996 yılları arasındır. 1993 yılı 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının en yüksek hacme ulaştığı yıl olmuştur. 1993 yılında Türkiye'nin gelişmekte olan ülkelere yönelik toplam portföy yatırımlarının %6'sını aldığı görülmektedir.

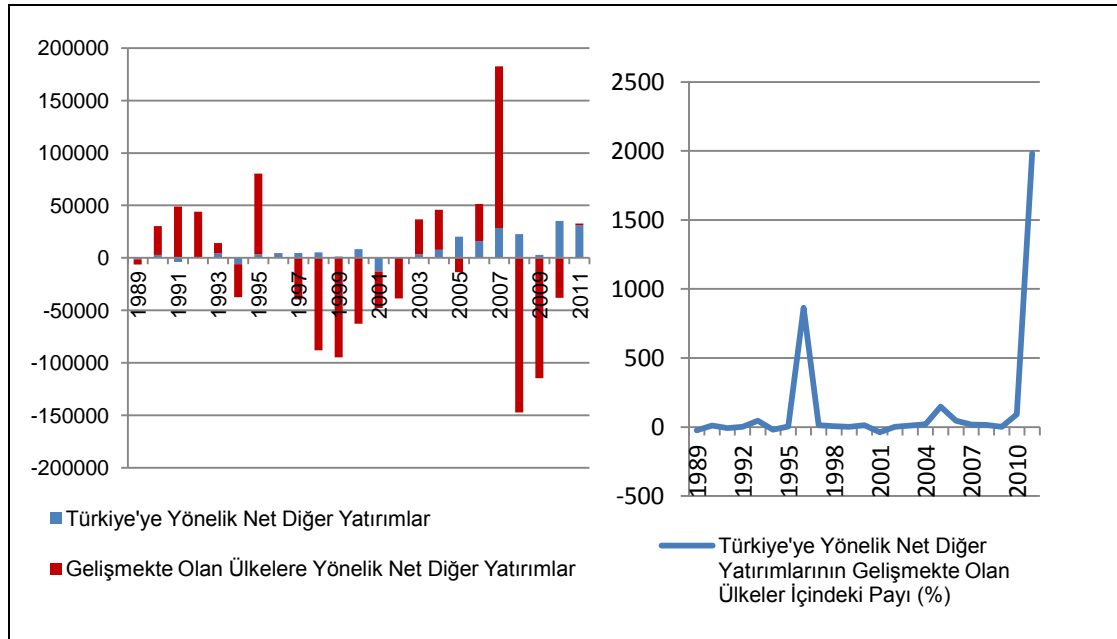
İkinci dönem ise 1997-2002 arasındaki portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere net çıkış gösterdiği bir dönemdir. Özellikle Türkiye'nin ekonomik kriz içinde olduğu 2001 yılında Türkiye ile birlikte gelişmekte olan ülkeler toplamında da yüksek miktarda net çıkışlar yaşanmış, Türkiye'deki net çıkışlar da toplamın %10'unu oluşturmuştur. İnceleyeceğimiz üçüncü dönem olan 2003-2007 yılları arasında Türkiye'nin toplamdan aldığı pay 2005 yılı için %33 iken 2007 yılı için sadece %0,8 olmuştur. Buradaki verilerden son küresel krizin yansımalarının 2007 yılı itibarıyla Türkiye'de hissedilmeye başladığı tespit edilmektedir.



Şekil 9. Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a; IMF, 2012b

En son olarak, 2008-2011 yılları arasındaki küresel kriz sonrası döneme bakılacaktır. Küresel krizin hem Türkiye hem de gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları üzerindeki etkisi en çok 2008 yılında hissedilmiştir. 2008 yılında Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarındaki net çıkışlar gelişmekte olan ülkeler toplamının %7'sine tekabül etmektedir. Dikkat edilirse, 2008 yılındaki bu net çıkışların 2001'deki çıkışlardan hacimsel olarak daha yüksek, oransal olarak ise daha düşük olduğu tespit edilebilecektir. 2010 yılında ise gelişmekte olan ülkeler küresel krizden çıkış aşamasındadır ve buna bağlı olarak da portföy yatırımlarının hacminde tarihi bir rekora ulaşılmıştır. Ancak Türkiye'nin bu dönemde alabildiği pay sadece %7'dir. Öte yandan 2011 yılına gelindiğinde gelişmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımları düşüş trendine girerken Türkiye'nin aldığı pay artmış ve pay %22 seviyesine çıkmıştır.



Şekil 10. Türkiye'ye Yönelik Diğer Yatırımlarının Gelişmekte Olan Ülkeler Toplamındaki Yeri

Kaynak: TCMB, EVDS, 2012a; IMF, 2012b

Son olarak Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkelere yönelik Diğer Yatırımların karşılaştırmalı analizi Şekil 10 yardımıyla yapılabilir. Türkiye'ye yönelik Net Diğer Yatırımların Gelişmekte Olan Ülkeler içindeki payı 1995 yılında %5 olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik diğer yatırımlarda net

çıkışların yaşandığı 1997-2002 yılları arasındaki dönemde ise Türkiye sadece 2001 kriz yılında net çıkış yaşamıştır. 2007 yılında ise hem Türkiye hem de geliştirmekte olan ülkelere yönelik diğer yatırımlar 1990 sonrası dönemin en yüksek hacimlerine ulaşmıştır. Türkiye'ye yönelik net diğer yatırımların geliştirmekte olan ülkeler içindeki payı %19'a yükselmiştir. Son olarak 2008-2011 dönemine bakılırsa, geliştirmekte olan ülkelere diğer yatırımlardaki net çıkışların dip yaptığı 2008 yılında Türkiye'de de düşüş yaşansa da bu düşüşlerin net çıkışlara dönüşmediği görülmektedir. Hatta 2010 yılında geliştirmekte olan ülkelere yönelik diğer yatırımlardaki net çıkışlara eş değer bir net giriş yaşanmaktadır. Türkiye'ye yönelik net yatırımlar 2011 yılında da devam etmiştir.

Türkiye'ye yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımı, portföy yatırımı ve diğer yatırım gibi farklı türlerdeki yabancı sermayenin geliştirmekte olan ülkeler içindeki payına ilişkin verilerin gösterdiklerini özetlemek gerekirse, Türkiye finansal liberalizasyon sonrası dönemde doğrudan yabancı sermayeyi çekme konusunda başarısız olmuştur. Öyle ki ülkenin geliştirmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye toplamından aldığı pay 1994-2004 yılları arasında %1'i dahi aşamamıştır. En yüksek paya ulaştığı 2007 yılında bile oran sadece %6'dır. Öte yandan, Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının toplam içindeki payı, geliştirmekte olan ülkelere yönelik portföy yatırımlarının hacim kazandığı 2005 ve 2007 yıllarında sırasıyla %33 ve %1'dir. Türkiye'nin en yüksek hacimli portföy yatırımı çıkışına tanıklık ettiği 1998 yılındaysa geliştirmekte olan ülkelere ilişkin net portföy yatırımı girişlerine eşdeğer büyüklükte net portföy yatırımı çıkışı yaşanmıştır. Benzer gözlemler diğer yatırımlar için yapıldığında da, 1996 ve 2011 yıllarında Türkiye ekonomisi geliştirmekte olan ülkeler toplamının sırasıyla 9 ve 20 katı büyüklüğündeki diğer yatırıma ev sahipliği yapmıştır. Bununla birlikte hem Türkiye hem de geliştirmekte olan ülkeler toplamında diğer yatırımlarda net çıkışların yaşandığı 2001 yılında ise net çıkışların geliştirmekte olan ülkeler toplamındaki payı %37'ye ulaşmıştır. Portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların geliştirmekte olan ülkeler içindeki payının dalgalanma aralığının bu

kadar geniş oluşu, bu türdeki yabancı fonların yaratabileceği istikrarsızlıklar hakkında ipucu olmaktadır.

2. 1. 2. Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruf ve Yatırım Üzerindeki Etkileri

Önceki kısımda yabancı sermayeye ilişkin tanımlamalara yer verildikten sonra gelişmekte olan ülkeler ile Türkiye'ye yönelik yabancı sermayenin hacmi ve kompozisyonundaki değişimler gözden geçirilmişti. Çalışmanın bu kısmında da sermaye akımlarının yatırım ve tasarruf değişkenleri üzerindeki etkileri teorik olarak değerlendirilecektir.

2. 1. 2. 1. Uluslararası Finansal Sermaye Akımlarının Genel Olarak Yarattığı Makroekonomik Etkiler

Gelişmekte olan ülkelere finansal liberalizasyon ve artan sermaye girişleriyle birlikte döviz ve kredi darboğazlarının aşılacağı, sermaye piyasasında derinliğinin sağlanacağı, uzun dönemli yatırımların ve büyümenin destekleneceği beklenmekteydi. Ancak liberalizasyon uygulamalarının üzerinden çok geçmeden sermaye hareketlerinden beklenen olumlu etkilerin gerçekleşmesine ilişkin önemli şüpheler oluşmaya başlamıştır. Yaşanan Meksika (1994), Doğu Asya (1997), Rusya (1998), Brezilya (1994, 1999, 2002), Arjantin (1995, 2001) ve Türkiye (1994, 2000-2001) krizlerinde sermaye hareketlerinin rolüyle ilgili artan endişeler oluşmuştur (Demir, 2009, 672-673).

Finansal liberalizasyon sürecini tamamladıkları 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler, zaman zaman yaşanan krizlerle ani çıkışlara dönüşen yoğun sermaye hareketleri ile karşı karşıya kalmışlardır. Yabancı sermaye, yöneldiği bu ülkelerin ekonomik büyümelerini canlandırmak için ihtiyaç duydukları finansmanı sağlamak gibi olumlu etkiler yaratmakla birlikte çeşitli makroekonomik olumsuzluklar da meydana getirebilmektedir. Örneğin; yabancı fonlar, yurtiçi tasarruflara eklenip yatırımları finanse ederek ekonomik büyümeyi artırabileceği gibi parasal genişlemeye, enflasyonist baskılara, reel döviz kurunun değerlenmesine ve cari açığın artmasına neden olarak istenmeyen sonuçlar da doğurabilmiştir. Bu etkiler, ev sahibi ülke ekonomisinin sermaye girişleri karşısında uyguladığı ekonomi politikaları ve izlediği yapısal reformlarla şekillenmektedir.

Sermaye akımları yöneldikleri gelişmekte olan ekonomileri çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Yatırımları ve ihracatı artırarak arz yönlü etkiler yaratabileceği gibi, tüketimi ve ithalatı artırarak talep yönlü etkiler de doğurabilmektedir. Bu sürecin işleyişi de izlenen politika ve yapısal reformlara bağlı olarak her bölgeye göre farklılık göstermektedir. Örneğin Asya ve Latin Amerika ülkeleri arasında 1990'lı yıllara ilişkin bir kıyaslama yapıldığında; yoğun sermaye girişinin olduğu bu dönemlerde Asya ülkelerinde yatırımların GSYİH içindeki payının belirgin şekilde daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Latin Amerika ülkelerinde ise sermaye girişleri sonrası özel tasarruflar düşerken tüketimin arttığı görülmektedir (Calvo vd., 1996, 129-131). Sermaye akımlarının ekonominin bütününe nasıl etkileyeceği yabancı sermayenin hangi yöne kanalize edildiğine göre değişmekte; yabancı sermaye ile sağlanan ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği de buna bağlı olmaktadır.

Yabancı sermaye ile sağlanan ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği kavramını daha iyi anlamak için gelişmekte olan ülkelerle ilgili birkaç makroekonomik gerçekliği saptamakta fayda vardır. Dışa kapalı bir ekonomide ülkenin tüketim davranışları ülkenin ürettiği ile sınırlı kalmaktadır. Ancak ülkenin dışa açılmasıyla birlikte bu durum değişmekte ve ülke artık

ürettiğinden fazlasını harcıyabilme imkanına kavuşmaktadır. Bu durumu aşağıdaki eşitliklerle açıklamaya çalışalım.

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (2.1)$$

Bu ilk eşitlik milli gelirin harcamalar yöntemiyle yazılışını göstermektedir. Y, C, I, G, X ve M sembolleri sırasıyla GSMH, tüketim harcamaları, yatırım harcamaları, kamu harcamaları, ihracat ve ithalat değişkenlerini ifade etmektedir. Toplam harcamalar (AE) denklemi de 2.2 numaralı eşitlikte görülen şekliyle tüketim harcamaları, yatırım harcamaları ve kamu harcamaları toplamından oluşmaktadır.

$$AE = C + I + G \quad (2.2)$$

İkinci eşitlik bir numaralı eşitlikte yerine yazıldığında 2.3 numaralı eşitliğe ulaşılır.

$$Y = AE + (X - M) \quad (2.3)$$

Yeniden düzenleme ile aşağıdaki 2.4 numaralı eşitlik elde edilir.

$$Y - AE = (X - M) \quad (2.4)$$

Böylece eğer ülkenin harcadığı ürettiğinden daha fazlaysa 2.4 numaralı denklemin sol tarafı negatif bir değer alacaktır. Burada eşitliğin bozulmaması için denklemin sağ tarafının da negatif olması gerekmektedir; yani ithalatın ihracatı aşması anlamına gelen dış ticaret açığı meydana gelmektedir. Ülke ekonomisindeki iç açığın dış açığa sonuçlanmasının nedeni üretilmeyen harcamanın ithalat yoluyla karşılanmasıdır. Sonuçta, dış açık ülkenin gelirinden fazla harcamasını mümkün kılan bir olgudur.

Dış açığın sorumlusu ise özel sektör ve/veya kamu sektörü olabilir. Bu durumu açık bir ekonomideki sızıntıları ve enjeksiyonları göz önünde bulunduran aşağıdaki eşitliklerle açıklamaya çalışalım. Bir ekonomideki yatırımlar (I), kamu harcamaları (G) ve ihracat (X), yurtiçi mallara talep yaratmaları dolayısıyla enjeksiyon oluştururlar. Bununla birlikte tasarruflar

(S), vergiler (T) ve ithalat (M) yurtiçi mallara yönelik talebi kısıtından sızıntıları meydana getirir (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2008, 171). Bir ekonomide arz edilen mallara yönelik toplam harcamalar, 2.5 numaralı eşitlikteki gibi ifade edilirken bu arz karşılığında elde edilen gelirin kullanımı ise 2.6 numaralı eşitlikteki gibi olacaktır. Ekonomide dengenin sağlanabilmesi için üretilen hasıla kadar harcama yapılması gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda, 2.5 ve 2.6 numaralı eşitlikler birleştirilir. Buradan da öncelikle enjeksiyonların sızıntılara eşitliğini gerektiren denge şartını ifade eden 2.8 numaralı denkleme, sonrasında ise ekonomideki dış açığın kaynaklarını gösteren 2.9 numaralı denkleme ulaşılır.

$$AE = C + I + G + X \quad (2.5)$$

$$Y = C + S + T + M \quad (2.6)$$

$$C + S + T + M = C + I + G + X \quad (2.7)$$

$$S + T + M = I + G + X \quad (2.8)$$

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \quad (2.9)$$

2.9 numaralı eşitlik, özel ve kamu kesimi hesapları ile dış kesim arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Eşitliğin sol tarafındaki ilk parantez özel kesim hesaplarını, ikinci parantez ise kamu kesimi hesaplarını ifade etmektedir. Buradan anlaşılacağı gibi, eğer dış açık söz konusu ise bunun kaynağı özel kesim yatırım tasarruf açığı ve/veya kamu açığı olacaktır.

Ödemeler bilançosunda dış ticaret açığının oluşması cari hesabın açık vermesi anlamına gelmektedir. Karşılaşılan cari açık da sermaye hesabının fazla vermesini gerektirmektedir. Zira dış açık yabancı tasarrufların kullanılmasını ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle ülkenin ürettiğinden fazla harcaabilmesini sağlayan unsur yabancı sermaye girişleridir. Ancak sorun şudur ki, cari açıkların sürekli olarak yabancı sermaye girişiyle finanse edilmesi mümkün değildir. Büyüyen cari açıklar yabancı yatırımcıların beklentilerini olumsuz yönde etkilemekte, belirsizliği ve devalüasyon

beklentilerini artırmaktadır. Bu süreçte meydana gelen herhangi bir ekonomik veya politik olumsuzluk spekülâtif nitelikteki yabancı sermayeyi ülkeyi terk etmeye yöneltmekte ve ekonomi krize sürüklenmektedir. İşte cari açığı finanse edecek sermaye girişlerinin kesildiği bu nokta da, cari açığın ve sermaye girişleriyle sağlanan büyümenin sürdürülebilirliği konusu akıllara gelmektedir.

Uluslararası sermaye hareketlerinin ve ekonominin istikrarı için cari açığın kaynağı önemlidir. Sermaye girişlerinin ithalat ve tüketime veya yatırımlara aktarılması gibi iki durum söz konusudur. İlk durumda talep arzı aşacağından enflasyonist etkiler ortaya çıkacaktır. Ekonomideki bu aşırı ısınma ortamı cari açıkların büyümesine, belirsizlik ve kriz beklentilerinin artmasına neden olur. Ayrıca sermaye girişlerinin tüketime aktarıldığı durumda söz konusu borçların faiziyle birlikte geri ödenmesi durumunda sorunlar ortaya çıkacaktır. Borç ödenmesine aktarılan kaynaklar, büyümeye aktarılacak fonların daralmasına, ilk baştaki yüksek büyüme oranlarınıninsa yerini şiddetli resesyona bırakmasına neden olacaktır. Sürdürülebilir bir büyüme ancak yabancı sermaye girişlerinin yatırımlara ve özellikle ticarete konu olan sektörlerdeki yatırımlara kanallize edilerek ihracatı artırması ile sağlanabilecektir. Bu şekilde sermaye girişlerinin yatırımlara aktarılması durumunda üretim ve ihracat artışı sağlanır; elde edilen döviz ile de borcun geri ödenmesi mümkün olur. Ve ancak bu şekilde sürdürülebilir bir sermaye girişi ve borçlanma ortamı oluşturulabilir (Kont, 1998, 723-724).

Yabancı sermayenin üretken alanlar yerine sürekli olarak tüketimi beslemesi ekonomi için önemli bir sorundur. Öyle ki ülkenin gelecekte yabancı sermayeye ulaşım olanaklarını da tehlikeye sokan dengesizlikler doğurmaktadır. Sürdürülebilir bir dış kaynak kullanım süreci için sermaye girişi sonrasında yatırımların milli gelir içindeki payı artarken tüketimin payı düşmelidir. Ancak birçok gelişmekte olan ülke örneğinde görülmektedir ki sermaye girişleri yatırım artışlarını değil tüketim artışlarını finanse etmiş ve sonuçta cari açıklar sürekli yükselmiştir (World Bank, 1997, 188).

Bu durumu bir örnekle açıklamak gerekirse, 1990'lı yıllarda Asya ve Latin Amerika ülkelerinin yabancı sermaye girişi karşısındaki ekonomik durumu karşılaştırılabilir. Sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı sermaye akımlarının yoğunluğunu ifade eden bir göstergedir. 1990'lı yılların ilk yarısında bu oranın Latin Amerika bölgesinde Asya ülkelerine kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir. Ancak Latin Amerika 1994 yılında krize girerken, Asya ülkeleri 1997 yılındaki Asya krizine kadar ne kriz ne de istikrarsız sermaye çıkışları yaşamışlardır. Bunun nedeni Asya ülkelerinde Latin Amerika'ya kıyasla sağlanan yüksek büyüme oranlarıdır. Büyüme oranları yüksek olduğunda sermaye girişi ile oluşan dış yükümlülüklerin GSYİH'ya oranının sürdürülebilir olduğu beklenir. İki bölge arasındaki farklılık Latin Amerika ülkelerinde sermaye girişleri tüketim patlamalarını beslerken, Asya ülkelerinde sermaye girişi yurtiçi tasarrufları aşan yatırımların fonlanmasında kullanılmıştır (Ito, 1999, 120-122).

Bu bağlamda çalışmamızın önemi ortaya çıkmaktadır. Mademki yabancı sermayeye bağlı ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği için ülkeye gelen yabancı fonların yatırımları özellikle de ticarete konu olan sektörlerdeki yatırımları finanse ederek ihracatı artırması gerekmektedir, o zaman uluslararası finansal sermayenin Türkiye ekonomisinde hangi toplam talep unsuruna kanalize edildiğinin tespiti önem arz etmektedir. Nitekim çalışmamızın son bölümünde bu ilişki Türkiye ekonomisi için ampirik olarak analiz edilecektir.

Ancak ampirik analizlere geçilmeden önce aradaki aktarım mekanizmasının teorik olarak anlaşılması önem arz etmektedir. Sermaye girişlerinin reel döviz kuru, cari açık, faiz oranı, para arzı, enflasyon ve ekonomik büyüme olmak üzere birçok makroekonomik gösterge üzerinde etkisi olmasıyla birlikte çalışmamızda spesifik olarak uluslararası finansal sermayenin tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini inceleyeceğimizden, bundan sonraki kısımda finansal sermaye girişlerinin bu değişkenler üzerindeki etkilerin hangi kanallardan meydana geldiği değerlendirilecektir.

2. 1. 2. 2. Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruflara Etkisi

Yabancı sermaye girişlerinin tasarruflar üzerindeki etkisinin olduğu teorik kanallar açıklanmadan önce, tasarruflara ilişkin bazı tanımlamalar yapılmasında fayda bulunmaktadır. Zira çalışmanın uygulama aşamasına geçildiğinde tasarruflara ilişkin bu tanımlamalardan yola çıkarak analizlerde kullanılacak tasarruf verisinin oluşturulması gerekecektir.

Bir ekonominin ulusal tasarrufları, GSMH ile özel sektör ve hükümet sektörlerinin tüketimlerinin toplamından oluşan ulusal tüketim arasındaki farka eşittir. Ulusal tasarruflar da özel sektör ve kamu sektörü tasarruflarının toplamından oluşmaktadır. Özel sektör tasarruflarını hane halkı ve işalemi sektörlerinin tasarrufları toplamı oluştururken; kamu sektörü tasarrufları ise vergi gelirleri ile kamu harcamaları arasındaki farktan ibarettir. Ülkedeki toplam tasarruflar ise ulusal tasarruf ile yabancı tasarrufların toplamından meydana gelir (Ünsal, 2005, 58-61).

Toplam tasarruf ve ulusal tasarruf kavramlarından farklı olarak bir de yurtiçi tasarruf kavramı söz konusudur. Şunu da belirtmek gerekir ki, bu alandaki mevcut ampirik çalışmaların genelinde tasarruf değişkeni olarak ele alınan yurtiçi tasarruf değişkeni olduğu görülmektedir. Toplam yurtiçi tasarruflar, toplam ulusal tasarruflardan net faktör gelirleri ile net özel cari transferlerin çıkarılması sonucu ulaşılan değeri göstermektedir (Ülengin ve Yentürk, 2001, 1324). Burada yerli üretim faktörlerinin yabancı ülkelerde elde ettikleri faktör gelirleri ile yabancı üretim faktörlerinin ülkede elde ettiği faktör gelirleri arasındaki fark "Net Faktör gelirleri" olarak tanımlanmaktadır. Öte yandan Genel Hükümet (hibe, vb.) ve diğer sektörler (işçi havaleleri vb.) olarak iki alt başlıkta ele alınan Cari Transferler, ekonomiye mal, hizmet ya da para girişi gerçekleştiği halde, bu girişler karşılığında kaynak transferi yapılmayan kalemleri içermektedir. Hadiwibowo (2010)'da ise yurtiçi tasarruflar, ulusal tasarruflarla net faktör gelirleri arasındaki fark olarak, bir

başka ifadeyle GSYİH'dan kamu ve özel sektör tüketimlerin çıkartılmasıyla elde edilen değer olarak ifade edilmektedir.

Tasarruflara ilişkin bir diğer tanımlama da IMF'in ödemeler bilançosuna ilişkin el kitabında (2012a, 13) da yapılmıştır. Burada milli gelir hesaplarıyla ödemeler dengesi hesapları kullanılarak tasarruf değişkeni oluşturulmaktadır. Buna göre tasarruflar cari işlemler dengesi ile yatırımların toplamından oluşmaktadır. Bu yaklaşımın mantığı aşağıdaki eşitliklerle açıklanabilir.

$$Y = C + G + I + X - M \quad (2.10)$$

Yukarıdaki eşitlikte Y gayrisafi yurtiçi hasılayı, C hane halkı tüketim harcamalarını, G kamunun tüketim harcamalarını, I yatırım harcamalarını, X ihracatı, M ithalatı ifade etmektedir.

$$DY = Y + NY + NCT \quad (2.11)$$

$$DY = C + G + I + X - M + NY + NCT \quad (2.13)$$

Kullanılabilir gelir (DY) ise 2.11 numaralı eşitlikte gösterildiği gibi GSYİH, net faktör gelirleri (NY) ve net cari transferler (NCT) toplamından oluşmaktadır.

$$CAB = X - M + NY + NCT \quad (2.14)$$

Cari işlemler dengesi ise (CAB) ise 2.14 numaralı eşitlikteki gibi ifade edilebilecektir. 2.14 numaralı eşitlik, 2.13 numaralı eşitlikle birleştirilince DY aşağıdaki eşitlikte olduğu gibi yazılabilecektir.

$$DY = C + G + I + CAB \quad (2.15)$$

Tasarrufların (S) kullanılabilir gelir ile toplam tüketim arasındaki fark olduğu düşünüldüğünde ve 2.15 numaralı eşitlik 2.16'daki yerine yazıldığında tasarrufların yatırım harcamaları ve cari işlemler dengesi toplamından oluştuğu sonucuna varılır.

$$S = DY - C - G \quad (2.16)$$

$$S = I + CAB \quad (2.17)$$

Tasarruflara ilişkin yukarıda yapılan tanımlamalardan sonra finansal sermaye akımlarının tasarrufları etkilediği makroekonomik kanalların açıklamasına geçebiliriz. Bilindiği gibi, gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını sağlamak için yatırımlarını artırmaları gerekmekte birlikte yatırımların kaynağı olan tasarrufların bu ülkelerde gerekenden düşük seviyede olması söz konusudur. Gelişmekte olan ülkelerle ilgili bu temel duruma ilişkin olarak bu alt bölümde iki sorunun cevabını aranacaktır. Bu sorulardan ilki, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük tasarruf oranlarının niçin bir sorun teşkil ettiği; ikincisi ise yabancı sermaye girişlerinin bu ülkelerin yurtiçi tasarruflarında artış sağlayıp sağlamadığıdır.

Argümanımıza öncelikli olarak düşük tasarruf oranlarının gelişmekte olan ülkeler için neden sorun olduğu konusunu kısaca aydınlatarak başlayalım. Uzun dönemli olarak düşünüldüğünde düşük seviyedeki ulusal tasarruflar ekonomik büyümenin önünde engel yaratmaktadır. Şöyle ki, gelişmekte olan ülkelerin istikrarlı bir büyüme hızına ulaşabilmeleri için gerekli olan yatırımların kaynağı tasarruflardır. Fakat bu ülkeler "fakirlik kısır döngüsü" olarak adlandırılan bir sarmal içinde boğuşmaktadırlar. Bilindiği üzere, tasarrufları belirleyen en önemli unsur milli gelir seviyesidir. Ancak gelişmekte olan ülkelerde kişi başına düşen milli gelir seviyesinin düşük olması sonucu tasarruf eğilimi de düşük olmakta, düşük tasarruf hacmi daha az yatırım ve dolayısıyla da daha düşük milli gelir seviyesi ile sonuçlanmaktadır. Özet olarak, gelişmekte olan ülkelerdeki düşük milli gelir seviyesinin ülkeyi ulaştırdığı nokta yine düşük milli gelir seviyesi olmaktadır. Finansal liberalizasyonun savunucuları dış tasarrufların bu kısır döngüyü kırarak gelişmekte olan ülkelerin yetersiz olan tasarruf oranlarını artıracığını savunurlar (Atamtürk, 2007, 77). Buna göre, kullanılan dış tasarruflarla gelişmekte olan ülkeler yatırımları önündeki finansman kısıtını aşacaklar ve ekonomik büyümelerine ivme kazandıracak yatırım artışlarını gerçekleştirebileceklerdir. Bu sayede ülkeler arasındaki gelişmişlik farkı da

ortadan kalkacak, gelişmekte olan ÷lkelerle gelişmiş ÷lkeler arasında yakınsama sağlanacaktır.

Yabancı sermayenin tasarruf-yatırım açığıını kapatmadaki rolü Harrod-Domar büyüme modelinden hareketle açıklanabilir. Bu büyüme modelinde, bir ÷lkenin büyüme oranının (g), tasarruf oranı (s) ve sermaye hasıla katsayısına (k) bağlı olduğu savunulur ve değişkenler arasındaki ilişki " $g=s/k$ " denklemi ile ifade edilir. Açıklamamıza bir örnek ile devam edilecek olunursa, eğer bir ÷lkede hedeflenen yıllık büyüme oranı %7 ve sermaye hasıla katsayısı da 3 ise hedeflenen büyüme hızına ulaşılabilmesi için gerekli yatırım oranı %21 olmalıdır. Yurtiçi tasarruf oranının %16 olduğu varsayıldığında, aradaki %5'lik yatırım boşluğunun yabancı sermaye ile kapatılması gerekecektir ki büyüme hedeflerine ulaşılabilsin (Kara, 2002, 53).

Gelişmekte olan ÷lkelerin daha yüksek büyüme oranlarına ulaşabilmesi için yabancı kaynak kullanımının gerekli olduğu genel kabul görmüş bir fikir olmakla birlikte yabancı tasarrufların yurtiçi tasarruflara olan etkileri konusunda literatürde bir görüş birliği yoktur. Yabancı sermaye girişinin yurtiçi tasarrufları artıracığına ilişkin görüşler yanında yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin negatif yönlü olacağını savunanlar da bulunmaktadır.

Yabancı sermaye akımlarının ÷lkenin toplam yurtiçi fonlarına eklenerek toplam fon arzını yani toplam tasarrufları artıracığı ortadadır. Ancak bizim ilgilendiğimiz ve mevcut ampirik literatürde de analiz edilen husus yurtiçi tasarruflardaki değişimin yönüdür. Çünkü toplam tasarruflar artan yabancı tasarruflara bağlı olarak yükselirken, yurtiçi tasarruf hacminde meydana gelen düşüş yönlü etkiler, yabancı sermaye girişi olan ÷lkeyi yatırım ve ekonomik büyüme anlamında yabancı sermayeye bağımlı hale getirmektedir. Yabancı sermayeye bağlı bir ekonomik büyüme de, spekülâtif nitelikli ve akışkanlığı yüksek finansal sermaye ile karşı karşıya kalan ÷lkenin kırılganlığını artırmaktadır. Bu nedendir ki yabancı sermaye girişi sonrasında yurtiçi tasarruflarda da artış sağlanabilmesi, sürdürülebilir cari açık ve sürdürülebilir ekonomik büyüme anlamında önemli bir konudur.

Yurtiçi tasarruflarda meydana gelecek değişimin yönü üzerinde ise ülkeye gelen yabancı fonların nasıl değerlendirildiği konusu etkili olmaktadır. Zaten yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkilerine ilişkin görüşler de bu noktadan sonra farklılaşmaktadır.

Finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları hangi yönde etkilediğine ilişkin görüşler tamamlayıcılık (complementarity) ve ikame (substitutability) tezlerinin etrafında gelişmiştir. Bu tezlerden ilki yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları pozitif yönde etkilediğini ve tamamladığını ileri sürerken; ikincisi yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin negatif yönlü olduğunu ve yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları ikame ettiğini, bir diğer ifadeyle dışladığını, savunmaktadır. Şimdi bu iki yaklaşımın perspektifinden yurtiçi tasarrufların yabancı sermaye akımlarından etkilenme kanallarını değerlendirelim.

2. 1. 2. 2. 1. Tamamlayıcılık Tezi

Literatürde "*Tamamlayıcılık Tezi*" olarak adlandırılan görüşün temelleri finansal liberalizasyonu savunan Neoklasik Yaklaşımına dayanmaktadır. Nitekim finansal serbestleşme uygulamalarının temel amacı da gelişmekte olan ülkelerin yabancı tasarruflardan faydalanarak ülkelerindeki tasarruf açığını kapatmaları ve ekonomik büyüme hızlarını artırmalarıdır. Gelişme yolunda olan ülkeler ekonomik kalkınma çabalarında başarıya ulaşabilmeleri için tasarruf açığını ortadan kaldırmak durumundadırlar (Karluk, 2001,102).

Finansal sermaye akımlarından yurtiçi tasarruflara doğru pozitif yöndeki ilişkiye işaret eden tamamlayıcılık tezine göre, yabancı sermaye yöneldiği ülkenin yurtiçi tasarruflarına eklemlenerek ulusal tasarruflarla yabancı tasarrufların toplamından oluşan toplam tasarruf arzının artmasına neden olacaktır. Yabancı sermaye akımlardaki artıştan yurtiçi tasarruflara

olan aktarım mekanizmasının işleyişi ise ödünç verilebilir fon piyasasından başlamaktadır. Bilindiği gibi ödünç verilebilir fon piyasasında ödünç verilebilir fon arzı ve ödünç verilebilir fon talebi reel faiz oranı çerçevesinde dengeye gelmektedir. Ödünç verilebilir fon arzı reel faiz oranlarının pozitif fonksiyonu, ödünç verilebilir fon talebi ise reel faiz oranlarının negatif fonksiyonudur. Tamamlayıcılık tezine göre yabancı sermaye akımları ülkede yerli fonlara eklenerek ödünç verilebilir fon arzını artırıcı etkiler doğurmaktadır. Bu arada ödünç verilebilir fon arzında sağlanan artışa paralel bir biçimde reel faiz oranları da düşmektedir.

Burada esas olan yabancı sermaye girişi ile birlikte ödünç verilebilir fon arzındaki yükselişe ve faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak yatırım ve tüketim kredilerindeki artıştır. Yatırım kredileri doğrudan, tüketim kredileri ise dolaylı yoldan yatırım ve üretimi artırmaktadır. Böylece yabancı sermaye girişleriyle sağlanan milli gelir artışına paralel olarak yurtiçi tasarruflar da yükseltmektedir. Başka bir ifade ile yabancı sermayeye bağlı olarak sağlanan ekonomik büyüme ve gelir artışı yoluyla yurtiçi tasarrufların artması mümkün olmaktadır.

Yukarıda ortaya konan çerçevede ekonomik büyüme ile tasarruflar arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüketim fonksiyonu ile ortaya konan ilişkiler önemli bir yer tutmaktadır. Keynesyen Mutlak Gelir Hipotezine göre gelir artışı gelirin daha büyük bir kısmının tasarruf edilmesiyle sonuçlanacaktır. Çünkü gelirin artması marjinal tüketim eğiliminin azalması ile sonuçlanmaktadır (Yıldırım vd., 2008, 530). Gelir seviyesinin tasarrufların önemli bir belirleyicisi olması Modigliani tarafından geliştirilen "Ömür Boyu Gelir Hipotezi" ile de açıklanmıştır. Teoriye göre bireylerin tüketim veya tasarruf kararı sadece cari gelire değil yaşam boyu elde edilmesi beklenen gelire bağlıdır. Bireyler hayatlarının çalışma döneminde (25-60 yaş) emeklilik dönemine (60-75 yaş) kıyasla daha fazla gelir elde ederler. Bu nedene bağlı olarak da gelirden ömür boyu meydana gelebilecek dalgalanmaların tüketim üzerindeki etkisini azaltmak ve tüketim düzleştirmesi sağlamak için çalışma

dönemlerinde gelirleriyle doğru orantılı olacak şekilde tasarruf ederler (Ünsal, 2005, 429).

Yabancı sermaye girişlerinin ülkenin yurtiçi tasarruflarını artırabilecek şekilde değerlendirilmesi sermaye girişlerinin sürdürülebilirliği açısından önemli bir konudur. Öyle ki sermaye girişlerinin sürdürülebilirliğini sağlamak için yatırımların finansmanında kullanılmak üzere ulusal tasarruflarda da sürdürülebilir bir artış sağlanması gerekmektedir. Düşük tasarruf eğilimi ile sermaye girişleriyle sağlanan fonları tüketimde kullanmak ekonominin kırılganlığını artırmaktadır. Çünkü düşük tasarruf oranları olan bir ülke, belli bir yatırım seviyesine ulaşabilmek için gittikçe daha yüksek oranda sermaye girişine ihtiyaç duyacaktır. Bu şekilde yabancı tasarruflara aşırı bel bağlamak ise ülkeyi önemli risklerle karşı karşıya bırakacaktır. Öyle ki yabancı sermaye akımlarında meydana gelebilecek ani bir düşüş ülkeyi kriz ortamına sokabilecek büyüklükte makro ekonomik olumsuzlukları beraberinde getirecektir (Gavin, Hausmann ve Talvi, 1997, 3- 4).

Yatırım alanlarına kanalize edilen yabancı sermaye girişi, daha sonraki süreçte ülkenin ekonomik büyümesini yabancı finansman desteği olmadan sağlamasına imkan verecektir. Özetle, sermaye girişleri ile sağlanacak yatırım artışı yurtiçi tasarrufların da artmasına neden olmakta, daha yüksek yurtiçi tasarruf oranları ise ilerleyen dönemlerde ülkenin yatırımları için ihtiyaç duyduğu fonları herhangi bir yabancı sermaye girişi olmadan da sağlayabilmesine olanak tanımaktadır (Kiong ve Jomo, 2005, 60).

2. 1. 2. 2. 2. İkame Tezi

Yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisine ilişkin ikinci yaklaşım ise "İkame Tezi" etrafında şekillenmektedir. Bu yaklaşım yabancı sermaye girişlerinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki negatif yönlü etkilerine dikkatleri çekmektedir. Bu görüşe göre, sermaye girişleri

yurtiçi sermaye kaynaklarını tamamlayıcı değil ikame edici niteliğe sahiptir. Bir diğer ifadeyle yabancı tasarruflar yurtiçi tasarruflara katkı sağlamaktan ziyade yurtiçi tasarrufların yerine geçmekte ve yurtiçi tasarruf hacminin azalmasına neden olmaktadır. Yabancı sermaye girişindeki artışın yurtiçi tasarruflarda düşüşe neden olması çeşitli kanallardan açıklanabilecektir.

Daha öncede belirttiğimiz gibi, toplam yurtiçi tasarruflar kamu ve özel sektörün tasarruflarının toplamından oluşmaktadır. Nitekim uluslararası sermaye akımlarıyla birlikte yurtiçi tasarruflarda gözlenen düşüş de özel sektör ve/veya kamu sektörü tasarruflarındaki düşüşten kaynaklanabilir. Bu nedenle sermaye girişinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki negatif yönlü etkisinin ardındaki nedenlerin kamu ve özel sektör için ayrı ayrı ele alınması daha anlaşılır olacaktır.

Toplam yurtiçi tasarruflardaki düşüşün ilk kısmı kamu tasarruflarındaki azalıştan kaynaklanmaktadır. Kamu tasarruflarındaki düşüşün nedeni ise kamu harcamalarındaki artış veya kamu gelirlerindeki düşüş olabilir. İlk olarak finansal sermaye akımlarının kamu tasarrufları üzerindeki etkisini kamu gelirleri kanalıyla ele alalım. Bilindiği üzere kamu gelirlerinin önemli bir kısmını vergi gelirleri oluşturmaktadır. Yani kamu gelirlerindeki düşüşle kastettiğimiz aslında vergi gelirlerindeki düşüştür.

Hükümetin artan sermaye girişi ile bollaşan finansal fonları borçlanma ile kendisine çekmesi sonrasında vergilendirmeyi azaltması, vergi toplamak için daha az çaba harcanması vergi gelirlerinin en önemli düşme nedenleri arasında sayılabilir (Griffin, 1970, 106). Böylece dış kaynaklara erişebilen kamu sektörü vergi artışlarına gitmemekte ve sermaye girişleri vergi reformlarının ikamesi haline gelmektedir (Griffin ve Enos, 1970, 321). Çünkü kamu sektörü harcamalarını artırmak için gerekli kaynağı vergi gelirleriyle elde etmek yerine yabancı sermaye girişi ile daha kolay ve daha popülist şekilde sağlama olanağına ulaşmaktadır. Kamu tasarruflarındaki düşüşün diğer nedeni ise artan sermaye girişine paralel olarak kamunun tüketim harcamalarındaki artıştır. Dış finansman ile birlikte kamu harcamaları

üzerindeki kısıtın kalkması özellikle kamunun cari harcamalarını artırmasına neden olmaktadır.

Sonuçta kamu harcamalarındaki artışla birleşen kamu gelirlerindeki düşüş gelişmekte olan ülkelerin zaten var olan kamu açıklarını daha da büyütmektedir. Kamu kesiminin artan açıkları ise finansman maliyetinin yükselmesi ile sonuçlanmaktadır. Gittikçe yükselen finansman maliyetleri, kamuyu borç kısır döngüsüne sürükleyerek bütçe disiplini ortadan kaldırmaktadır (Alp, 2002, 249). Kamu açıklarına bağlı olarak yükselen kamu borç stoku ve faiz oranları, yurtiçi tasarrufların önemli bölümünün yabancı borçların faiz ödemelerinde kullanılmasına yol açmaktadır. Aşırı dış borçlara bağlı olarak büyüyen faiz ödemelerinin yükü, yurtiçi tasarrufların gittikçe daha büyük bölümünün kamu transfer ödemelerine ayrılmasına ve dolayısıyla yatırımlara yönlendirilebilecek yurtiçi tasarruf hacminin düşmesine yol açmaktadır.

Toplam yurtiçi tasarruflardaki düşüşün ikinci kısmı ise özel tasarruflardaki azalıştan kaynaklanmaktadır. Sermaye girişine bağlı olarak oluşan kolay finansman olanakları özel tasarrufların düşmesine yol açabilmektedir. Yabancı sermaye girişi sonrasında yurtiçi özel tasarruflarda gözlenen düşüşün temel nedeni tüketim artışıdır. Çünkü bir ülkenin tasarrufları, harcanabilir gelirin tüketilmeyen kısmını ifade etmektedir. Bu tanımlamadan da anlaşıldığı üzere, artan tüketim harcamaları tasarrufların düşmesine neden olmaktadır. Sermayenin yöneldiği gelişmekte olan ülkeler sermayeye kıt olarak sahip olan ülkelerdir. Bu ülkelerde ise marjinal tasarruf eğiliminin düşük ve marjinal tüketim eğiliminin ise aksine yüksek olduğu gözlenmektedir. Bu yapıdaki ekonomilere yönelen yüksek miktarda sermaye girişi ise tasarrufları artırmak yerine tüketimi artırıcı etkiler yaratabilmektedir. Sermaye girişiyle birlikte tüketim artışına yol açan üç temel neden üzerinde durulabilir. Bunlar yabancı sermayenin likidite kısıtında meydana getirdiği rahatlama, artan gayrimenkul ve menkul kıymet fiyatlarının yarattığı servet etkisi ile değerlendirilen ulusal para olmaktadır.

Yabancı sermayenin tüketim harcamaları üzerindeki etkisine ilişkin ilk açıklama kanalı likidite kısıtında meydana getirdiği rahatlamadır. Kredi piyasalarına ulaşma olanağı olmayan ve likidite kısıtı altında olan hane halkı için tüketim kararları tümüyle cari gelir tarafından belirlenmektedir. Yabancı sermayeye ulaşımın artmasıyla birlikte likidite kısıtında meydana gelen bir rahatlama tüketim patlamalarına neden olmakta ve dolayısıyla da tasarrufların düşmesi anlamına gelmektedir. Dahası başlangıçtaki kısıtlar ne kadar yüksekse yaşanabilecek tüketim patlamasının da o kadar büyük olması beklenmektedir (Reinhart ve Tokatlidis, 2005, 4). Bu durum, birçok gelişmekte olan ülkenin finansal liberalizasyon sürecinde gözlenen ve çoğunda finansal krizlerle sonlanan bir süreçtir. Gelişmekte olan ülkelerde 1960-2006 yılları arasında yaşanmış olan 22 tüketim patlamasının %50'sinin öncesinde bu ülkelere yönelik büyük miktarda sermaye girişi olduğu tespit edilmiştir (Mendoza ve Terrones, 2008, 14).

Dış finansmana ulaşımın özel sektörün likidite kısıtını rahatlatmasında ve tüketim patlamalarının yaşanmasında özel sektöre yönelik artan banka kredilerinin önemli rolü bulunmaktadır. Büyük hacimli sermaye akımları bankalar aracılığıyla ulusal ekonomiye kanalize edilmektedir (Zhou, 2008, 5). Finansal sistemin hızlı liberalizasyonu, (finansal kurumlar için düzenleyici ve denetleyici tedbirler alınmadan), uluslararası piyasalarla ulusal piyasalar arasında aracılık işlevi yapan bankaların kredi stoklarını artırmakta ve bankaların kararlarında aşırı risk almalarını teşvik etmektedir (Montiel, 2000, 464). Bu durumsa ticarete konu olmayan sektörlerde, tüketici kredilerinde ve gayrimenkul alımlarında yoğunlaşan kredi patlamaları ile sonuçlanmaktadır (Yentürk, 2005, 162). Finansal serbestleşmeyle birlikte yaygınlaşan tüketici kredileri tüketim harcamaları üzerindeki gelir kısıtının ortadan kalkmasına ve tüketimin geliri aşmasına yol açmaktadır. Kısacası, uluslararası sermaye akımları bankacılık kesiminin aracılığıyla tüketici kredilerine dönüşerek tüketimi körüklemektedir (Uzunoğlu vd., 1995, 65). Sermaye girişi sonrasında yaşanan iç kredi patlamalarında Merkez Bankası'nın tepkisi de önemli bir belirleyicidir. Merkez bankasının sermaye girişiyle piyasada artan likiditeyi

sterilize etmemesi de iç kredi patlamasına neden olmaktadır (Taylor, 2003, 55).

Uluslararası sermaye girişleri sonrasında yaşanan tüketim patlamalarının ikinci nedeni de sermaye girişine bağlı olarak artan menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatları ve buna bağlı olarak meydana gelen servet etkisidir. Buna göre, menkul kıymetlerin ve gayrimenkullerin değerinde görülen artış, kişilerin servetinin ve servetin artan fonksiyonu olarak da tüketim harcamalarının artmasına neden olmaktadır (Montiel, 2000, 464; World Bank, 1997, 248; Yıldırım vd., 2008, 543). Menkul kıymetlerle gayrimenkullerdeki fiyat artışlarını tetikleyen iki önemli unsur da sermaye girişi sonrasında artan para arzı ve genişleyen banka kredileridir. Sermaye girişiyle artan para arzı finansal aktif talebinin ve dolayısıyla da finansal aktif fiyatlarının artmasına neden olmaktadır. Yoğun sermaye girişine maruz kalan neredeyse bütün yükselen piyasa ekonomilerinde, para arzında ve hisse senedi ile reel gayrimenkul fiyatlarındaki hızlı artışın eşlik ettiği görülmektedir (Reinhart, 2006, 5). Bu durum 1990'lı yıllarda Asya ve Latin Amerika ülkelerinde artan portföy akımları sonrasında hisse senedi ve reel gayrimenkul fiyatlarında gözlenen artışlarla da belirlenebilmektedir (Calvo vd., 1996, 130).

Sermaye girişleriyle genişleyen banka kredileri menkul kıymet ve gayrimenkul talebi ve fiyatlarının yükselmesine yol açarak tüketim üzerinde oldukça etkili olmaktadır (Gavin vd., 1997, 14). Üstelik bu süreçte hanehalkı sermaye girişi sonucu değerlendirilen varlıklarını çoğu zaman yeni krediler için teminat olarak kullandıklarından, artan menkul kıymet fiyatlarının kredi kullanımını dolayısıyla tüketim patlamalarını ikinci kez tetiklediği söylenebilir (World Bank, 1997, 248).

Böylece görüldüğü gibi sermaye girişlerine bağlı hızlı kredi yaratımının neden olduğu borsa ve reel varlık fiyatlarındaki artışlar tüketim patlamalarına neden olacak büyük bir potansiyele sahiptir. Hisse senetlerinin sermaye girişi karşısında artan talebi borsa fiyatlarındaki ani yükselişle sonuçlanmaktadır. Borsa fiyatlarının yükselmesi ise yerli hisse senedi sahiplerinin sosyal

refahını artırmakla birlikte yatırımcıların gerçekçi olmayan beklentilere kapılmalarına da neden olmaktadır. Bireylerin fiyatların artmaya devam edeceğini beklemesi nedeniyle borsa fiyatları daha da artmakta ve bu şekilde spekülâtif balonlar oluşmaktadır (Reinhart ve Calvo, 1999, 10). Finansal aktif talebinin artmaya ve fiyatların yükselmeye devam etmesi borsa katılımcılarının menkul kıymetlerin gerçek değerine ilişkin bilgileri göz ardı etmelerine neden olmaktadır. Aynı şekilde sermaye çıkışı sürecinde karamsarlığa kapılan yerli yatırımcılar, fiyatların arttığı dönemde olduğu gibi düştüğü dönemde de menkul kıymetlerin gerçek değerini göz ardı ederek piyasayı hızla terk etmeye çalışmaktadırlar (Alp, 2000, 181). Bu süreç sonunda finansal piyasalar çökmekte ve oluşan spekülâtif balon patlamaktadır. Nitekim 2008 yılında dünya ekonomisinin karşı karşıya kaldığı finansal krizde de varlık fiyatlarında oluşan spekülâtif balonların etkili olduğu bilinmektedir.

Yabancı sermaye girişleri sonrasında yaşanan tüketim patlamalarında üçüncü etken de sermaye girişine bağlı olarak değerlendirilen reel döviz kurudur. Reel döviz kurun değerlendirilmesi yerli paranın yabancı paralar karşısındaki aşınma oranının enflasyon oranının altında kaldığı durumu ifade etmektedir. Bu durum sermaye girişlerindeki artışın döviz bulunabilirliğini, diğer bir ifadeyle döviz arzının artmasından kaynaklanmaktadır. Değerlenen ulusal para karşısında ihracat mallarının yurtdışı fiyatları artmakta, ithalat ucuzlamakta ve dış ticaret dengesini ithalat lehine bozmaktadır. Sermaye girişi sonrasında değerlendirilen reel döviz kuru da ucuzlayan ithalat aracılığıyla ithal malı tüketimini ve toplam tüketim harcamalarını artırıcı etkiler yaratmaktadır. Böylece yurtiçi tasarruflar hızla azalmaktadır.

2. 1. 2. 3. Finansal Sermaye Akımlarının Yatırımlara Etkisi

Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisinin incelenmesine öncelikli olarak yatırım harcamalarının tanımlanması ile başlanması uygun olacaktır. Bu tanımlamalar bir sonraki bölümde yer alacak ampirik analizlerde verilerin oluşturulmasında da aydınlatıcı olacaktır.

Brüt yatırım, iş aleminin sektörü tarafından bina, makine-teçhizat ve stoklar için yapılan harcamalarla hane halkının konut inşaatı için yaptığı harcamaların toplamından oluşmaktadır. Bu şekilde brüt yatırımlar sabit yatırım ve stok yatırımı olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit yatırımlar, iş aleminin bina, makine ve teçhizat harcamaları ile hane halkının konut harcamalarını içerir. Stok yatırımı ise firmaların mamul, yarı mamul ve hammadde şeklindeki stoklarında bir yılda meydana gelen değişmeyi ifade etmektedir (Ünsal, 2005, 45).

Yatırımlarla ilgili net ve gayri safi ayrımı yapılmaktadır. Gayri safi yatırımlar bir dönemdeki toplam yatırımları; net yatırım ise gayri safi yatırımlarla amortismanlar arasındaki farkı ifade etmektedir. Net yatırım bir dönemde sermaye stokunda meydana gelen artışı gösteren bir kavramdır (Yıldırım vd., 2008, 559).

Finansal Sermaye girişinin yatırımlar üzerindeki etkisini analiz eden çalışmalara baktığımızda etkinin hangi yönde olacağı konusunda teorik ve ampirik literatürde görüş birliği bulunmadığını görmekteyiz. Finansal sermaye akımlarının ülkelerin ulusal tasarruflarının elverdiği düzeyin üzerinde yatırım yapabilmesine olanak sağlayarak yatırımları artıracığını savunan görüşlere karşılık yabancı tasarrufların yatırımları azaltıcı etkisi de vurgulanmaktadır. Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisi sermaye girişine bağlı olarak faiz oranlarında ve toplam talepte meydana gelen değişimler kanalıyla gerçekleşmektedir. Böylece finansal sermaye girişinin yatırımlara etkisi iki kanaldan analiz edilebilir.

2. 1. 2. 3. 1. Faiz Oranı Kanalı

Yabancı sermaye akımları yatırım harcamalarını ilk olarak yurtiçi faiz oranlarında meydana getirdiği değişmeler kanalıyla etkilemektedir. Buna göre yatırım harcamaları reel faiz oranının azalan bir fonksiyonudur. Yatırım harcamalarının artması için kar oranı, sermayenin maliyetinden yani ödünç alınan fonun faiz oranından yüksek olmalıdır. Bu nedendir ki, reel faiz oranı yükseldiğinde yatırımlarda kullanılan ödünç fonların maliyeti artacak, yatırımların karlılığı ve dolayısıyla da yatırım harcamaları azalacaktır. Benzer şekilde reel faiz oranı düştüğünde de yatırımın maliyeti düşerken, karlılığı yükselecek ve yatırım harcamaları da artacaktır (Bocutoğlu, 2005, 24).

Bu şekilde faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki negatif yönlü etkisine bağlı olarak yabancı sermaye girişinden yatırımlara doğru bir etkileme kanalı kurulabilmektedir. Öyle ki sermaye girişinin faiz oranlarında yaratacağı etki yatırım harcamalarının yönünü belirleyebilmektedir. Sermaye girişleri ile düşen faiz oranları yatırımları artırıcı etkiler doğururken, tam tersi şekilde sermaye girişine bağlı olarak artan faiz oranları yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik finansal sermaye girişlerinin teorik olarak faiz oranlarını düşürmesi beklenmektedir. Ödünç verilebilir fonlar teorisine göre reel faiz oranı ödünç verilebilir fon piyasasında ödünç verilebilir fon arzı ve talebi tarafından belirlenmektedir. Tasarruflar ödünç verilebilir fon arzını oluştururken, yatırımlar ödünç verilebilir fon talebini meydana getirmektedir. Ödünç verilebilir fon arzı faiz oranlarının artan fonksiyonu iken, ödünç verilebilir fon talebi faiz oranlarının azalan fonksiyonu olmaktadır. Ödünç verilebilir fon talebinin değişmediği varsayıldığında, yabancı sermaye girişine bağlı olarak ödünç verilebilir fon arzında meydana gelen bir artış reel faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır (Uzunoğlu vd., 1995, 71).

Yabancı sermaye girişinin yukarıda açıklandığı şekilde oluşan faiz oranlarını düşürücü yönlü etkisi ise, faiz ve yatırım değişkenleri arasındaki

negatif yönlü ilişkiye bağlı olarak, yatırımların artmasına neden olacaktır. Ancak, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, yabancı sermaye girişi sonrasında beklenen faiz oranı düşüşleri gerçekleşmemektedir. Yabancı sermaye girişinin spekülâtif niteliği, yabancı fon girişine bağlı olarak artan kamu açıkları, yüksek para ikamesi ve yabancı sermayenin neden olacağı parasal genişlemenin önüne geçmek için uygulanan sterilizasyon politikaları sermaye girişi sonrasında beklenen faiz oranı düşüşlerini engelleyen başlıca faktörler olmaktadır.

Yabancı sermaye akımlarının yüksek hacmine rağmen faiz oranlarının düşmemesinin ilk nedeni, sermayenin reel yatırımlar yerine spekülâtif yatırımlara yönelmesidir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik yabancı sermayenin önemli bölümü kısa vadeli ve spekülâtif kazançlara yönelik sıcak para niteliğindedir. Yabancı sermayenin bu istikrarsız niteliği ödünç verilebilir fon miktarını yeterince artırarak faiz oranlarının düşmesini sağlayamamaktadır (Yentürk, 1997, 137; Ülengin ve Yentürk, 2001, 1322).

Yabancı sermaye girişleri sonrasında faiz oranlarının düşmemesinin ikinci nedeni sermaye girişiyle birlikte yükselen kamu borçlanması ve kamu açıklarıdır. Kamu kesiminin sağladığı yabancı fonların cari harcamaların artırılmasında kullanması sonucunda daha da yükselen kamu açıkları, ülkenin risk primini artırmakta ve borçlanmasını sürdürebilmek için her seferinde daha yüksek faiz oranı sunmasını gerektirmektedir. Bu şekilde devam eden süreç, kamu harcamaları içerisinde faiz ödemeleri yükünün dolayısı ile risklerin yükselmesine yol açmaktadır. Öyle ki kamunun sermaye girişleri sonrasında sürekli olarak cari harcamalarını artırması, ülkeyi bir noktadan sonra borcun faizinin bile ancak borçla ödenebildiği sürdürülemez bir durumda bırakmaktadır. Sonuç olarak bu şekilde kısır döngü içerisine giren kamu borçlanması politikası ülkedeki faiz oranlarını gittikçe yükseltmektedir.

Faizlerdeki yükselişin üçüncü nedeni de spekülâtif sermaye girişinin yol açtığı yüksek para ikamesidir. Sermaye girişleri sonrasında artan döviz mevduatları ve yabancı yatırımcılarla birlikte yerleşiklerin de dövize

yönelmesi ekonomide yabancı paranın önemini artırmaktadır. Para ikamesine etki eden bir diğer unsur da sermaye girişinin artırdığı cari açıkların devalüasyon beklentisini yükseltmesidir. Ekonomide yabancı paranın artan önemi yerli paraya olan güvenin azaldığını göstermektedir ve bu bağlamda yerli paraya güven kazandırmak için gerçekleştirilen faiz oranlarındaki artışların en önemli nedenidir (Yentürk, 1999, 100; Yentürk, 2005, 102- 103).

Sermaye girişine rağmen devam eden yüksek faiz oranlarının son sebebi sermaye girişlerinin neden olacağı parasal genişlemeyi önlemek amacıyla uygulanan sterilizasyon politikalarıdır. Merkez Bankaları sterilizasyon uygulamalarıyla sermaye girişi sonucu yaratılan likidite fazlalığının piyasadan çekilebilmesi için yüksek faiz oranı politikaları uygulamaktadırlar. Sterilizasyon politikasının derecesi sermaye girişlerinin para arzı ve dolayısıyla faiz oranı üzerindeki etkisini değiştirebilmektedir. Örneğin sermaye girişi sonrasında para arzındaki artışın tümü sterilize ediliyorsa para arzındaki artış ve faiz oranındaki düşüş çok daha az olabilmektedir (Keskin, 2008, 69).

Sonuç olarak, yukarıda değinilen nedenler dolayısı ile, yabancı sermaye girişini takip eden süreçte faiz oranlarında beklenen düşüşlerin gerçekleşmemesi yatırımlarda beklenen artışın gerçekleşmesini de engellemektedir. Genellikle, faiz oranları ve yatırımlar arasındaki ters yönlü ilişkiye bağlı olarak, sermaye girişleri sonrasında reel faiz oranlarında yaşanan artış reel sektör yatırımların düşmesine etki eden önemli bir unsur olabilmektedir (Yentürk, 2005, 64).

2. 1. 2. 3. 2. Toplam Talep Kanalı

Sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkisini belirleyen bir başka unsur finansal sermaye girişlerinin toplam talepte neden olduğu artışlardır. Gelişmekte olan ülkelerde yoğun sermaye girişlerine toplam talepteki aşırı genişlemenin eşlik ettiği görülmektedir. Bu şekilde sermaye girişleri sonrasındaki süreçte yaşanan makroekonomik ısınmaya ilişkin dört önemli göstergeden bahsedilebilir. Bunlar hızlanan ekonomik büyüme, yükselen cari açıklar, hızlanan enflasyon ve reel döviz kurundaki değerlenmedir (World Bank, 1997, 176). Bahsedilen bu makroekonomik gelişmeler uygulanan döviz kuru rejimi ve merkez bankasının müdahale politikalarından etkilenmektedir.

Finansal Sermaye girişinin tüketici kredilerini teşvik ederek toplam talebi artırıcı etkileri iç yatırım harcamalarını da olumlu yönde etkileyebilecektir. Bu etkileşimin merkezinde toplam talep yükselmesinin beklenen hasılda neden olduğu artışlar yer almaktadır. Yabancı sermaye girişi sonucunda iç talebin yükselmesi girişimcilerin beklenen hasılat oranlarının artmasına neden olur. Bilindiği gibi Keynesyen iktisatta, yatırım kararı alınırken girişimciler daha çok beklenen hasılattaki gelişmelere göre karar vermektedirler. Bu noktadan hareketle beklenen hasılatı yükselten iç talep artışının yatırımları yükselteceği söylenebilecektir.

Yabancı sermayeye ev sahipliği yapan ülkede sabit döviz kuru uygulamasının olduğu varsayımından hareket edersek, bu tür döviz kuru rejimi altında merkez bankası döviz kurunu korumak için sermaye girişi sonrasında piyasadan döviz satın alır. Döviz alımı karşısında piyasaya verilen ulusal para ise para arzını artırıcı etkiler yaratmaktadır. Merkez bankası bu durum karşısında sterilizasyona yönelmez ise, sermaye girişleri toplam talebi artırıcı etkiler doğuracaktır.

Finansal sermaye girişlerine yönelik olarak sabit döviz kuru uygulamasında merkez bankasının müdahalesi sterilizasyona yönelik de olabilir. Bu durumda Merkez Bankası sermaye girişi ile oluşan fazla likiditeyi

piyasadan açık piyasa işlemleri uygulayarak çekeceğinden, para arzında meydana gelecek artış sterilizasyon politikasının derecesine bağlı olarak daha düşük olacaktır. Yine bu duruma bağlı olarak toplam talepte sermaye girişi dolayısıyla yaşanacak artışın boyutu da değişecektir. Ancak bu tür müdahalelerde, izlenen sterilizasyon politikasının sonucu olarak artan faizler ve sermaye girişiyle düşen reel döviz kuru finansal arbitraj olanaklarını artırarak yabancı sermaye girişinin yüksek seviyede devam etmesine böylece toplam talebi besleyen likidite artışına neden olmaktadır.

Öte yandan finansal sermaye girişlerindeki artış faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak varlık fiyatlarında sebep olduğu artış kanalıyla da iç talebi etkilemektedir. Faiz oranlarındaki düşüş, aradaki ters yönlü ilişkiye bağlı olarak varlık fiyatlarının yükselmesine, bunun sonucu olarak bireylerin finansal servetlerinin artmasına ve finansal servetin pozitif fonksiyonu olarak tüketimin körüklenmesine yol açmaktadır. Bahsedilen servet etkisine neden olan bir diğer faktör de sermaye girişiyle birlikte genişleyen banka kredilerinin rahatlatıldığı likidite kısıtının menkul kıymet ve gayrimenkul talebini ve fiyatlarını artırmasıdır.

Sermaye akımları sonucunda yaşanan iç talep artışı hem ticarete konu olan hem de olmayan sektörler için geçerlidir. Ancak talep artışının ülkedeki yatırımları artırıcı etkisi çok düşük olabilir. Çünkü sermaye girişlerine bağlı olarak artan iç talep sadece ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımların artmasına neden olmaktadır. Bu durumun nedeni ticarete konu olmayan sektörlerdeki talep artışının ancak yerli üretimle karşılanabilir olmasıdır. Buna karşın ticarete konu olan sektörlerdeki talep artışının yerli paranın değerlendirilmesi sonucu ucuzlayan ithalat ile karşılanması söz konusudur. Buna bağlı olarak da ticarete konu olan sektörlerle yönelik talep artışları ülkedeki toplam yatırım miktarını artırmaz (Yentürk, 2005, 65).

Ayrıca sermaye girişiyle birlikte artan yurtiçi tüketim talebi dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki üreticileri dış ticarete konu olan sektörlerle kıyasla daha yüksek fiyat ayarlamaları yapabilmelerine neden olmaktadır. Uluslararası rekabetin olmadığı bu sektörler fiyat ayarlamalarını daha rahat

yapabilmekte ve böylece karlılıklarını artırabilmektedirler. Bu durum hem yurtiçi görelî fiyatların hem de yatırımların ticarete konu olmayan sektörler lehine gelişmesine yol açan bir diğer nedendir (Yentürk, 2005, 164).

Finansal sermaye girişlerinin cari harcamaların finansmanında kullanılan kısa vadeli ve yüksek faizli borçlara kaynaklık etmesi durumunda ülkedeki toplam yatırım miktarı olumsuz etkilenmektedir. Çünkü kamunun kısa vadeli ve yüksek faizli borçlarını cari harcamaları için kullanması kamunun dış borç ve faizlerini dış borçla ödeme sürecini başlatır. Faiz ödemelerinin kamu transfer harcamalarının en önemli kalemi haline geldiği böyle bir durumda, kamunun yatırım harcamaları durma noktasına gelirken, gerekli altyapı yatırımlarının yapılamıyor oluşu da özel sektör yatırımlarını kısıcı etkiler oluşturur. Ayrıca eğitim, sağlık gibi kamu hizmetlerinin kaynak yetersizliğine bağlı olarak etkinsizleşmesi, özel sektörün kamunun yetersiz kaldığı ve karlılığın yüksek olduğu bu alana yönelmesiyle ve özel sektör yatırımlarının ticarete konu olmayan bu sektörlerde yoğunlaşmasıyla sonuçlanır (Yentürk, 2005, 64).

2. 2. İlgili Araştırmalar

2. 2. 1. Finansal Sermaye Akımlarının Tasarruflar Üzerindeki Etkilerine İlişkin Ampirik Bulgular

Bir önceki bölümde finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufların hacmini hangi iktisadi kanallardan etkilediği, etkinin yönüne ilişkin var olan farklı görüşlerin perspektifinden ayrı ayrı sunulmaya çalışılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruf hacmi üzerindeki

etkilerini ampirik olarak analiz eden belli başlı çalışmalar ve bu çalışmalarda izlenen metodoloji ve ulaşılan sonuçlar aktarılacaktır.

Ancak bu çalışmalar aktarılmadan önce mevcut ampirik literatüre ilişkin bazı genel değerlendirmelerde bulunulacaktır. İlk eleştiri, analizlerde yabancı sermaye akımları tanımlamasının içine özel sermaye akımlarıyla birlikte resmi sermaye akımlarının da dahil edilmesiyle ilgilidir. Yabancı sermaye akımlarının özel veya resmi kaynaklı olmasının tasarruf değişkeni üzerindeki etkisi aynı olmamaktadır. Bu nedenle bu şekilde hesaplanmış yabancı sermaye akımları ile elde edilen ampirik bulguların yanıltıcı olduğu söylenebilir.

İkinci eleştiri ise, özel sermaye akımlarının hangi türlerinin yabancı sermaye kapsamına alındığına ilişkindir. Çünkü özel sermaye akımlarının farklı türlerinin farklı makroekonomik etkileri söz konusudur. Örneğin, doğrudan yabancı sermaye yatırımı şeklindeki yabancı sermaye, hem uzun vadeli olduğundan hem de fiziki yatırımları ifade ettiğinden bu sermayenin reel değişkenler üzerindeki etkisi diğer sermaye türlerine göre daha farklı olmaktadır. Dolayısıyla bu sermaye türünün tanımlama içine katılmasıyla erişilecek sonuçlarla sadece finansal sermayenin ele alınmasıyla ulaşılabilecek sonuçlar birbiriyle çelişebilecektir. Tezimizde etkilerini araştıracağımız yabancı sermaye türü finansal sermaye olacaktır ve bilindiği üzere doğrudan yabancı sermaye akımları finansal sermaye tanımlamasının dışında tutulmaktadır.

İncelenen ampirik çalışmalarla üçüncü eleştirimiz ise, yabancı sermaye değişkeni olarak cari açık değişkeninin kullanılmasıdır. Gelen yabancı sermaye değişkeninin ya resmi rezervlere gittiği ya da önemli kısmının cari açığı finanse etmekte olduğu doğrudur. Ancak cari açığı finanse eden sermaye hesabı fazlası içerisinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları da bulunmaktadır ve bu nedenle de finansal sermayenin etkilerinin inceleneceği bir çalışmada yabancı sermaye değişkeni olarak cari açık değişkeninin kullanılması uygun bir örnek teşkil etmeyecektir. Benzer bir

durum yabancı sermaye değişkeni olarak net sermaye hesabının kullanıldığı çalışmalarda da oluşmaktadır.

Son olarak Türkiye ekonomisini değerlendiren bazı ampirik çalışmalara ilişkin bir hatırlatma yapmakta fayda vardır. Türkiye için yapılmış ampirik çalışmaların analizlerinde genellikle yabancı sermaye akımları ile tüketim harcamaları arasındaki ilişkinin analiz edilmiş olduğu görülmektedir. Bu durum büyük olasılıkla Türkiye ekonomisi için tasarruf değişkenine ilişkin hazır bir veri setinin olmamasından kaynaklanmaktadır. Türkiye’de tasarrufları konu alan çalışmalarda ciddi bir veri sıkıntısı olduğu Yentürk tarafından da belirtilmiştir (Yentürk, 2005, 174). Mevcut tasarruf serisi Devlet Planlama Teşkilatı [DPT] tarafından hazırlanmış yıllık veri seti şeklindedir. Ancak aylık veya üçer aylık verilerle yapılmak istenen analizlerde kullanılmak üzere hesaplanmış bir veri seti bulunmamaktadır. Bu durum da analizlerde kullanılacak tasarruf değişkeninin araştırmacı tarafından tanımlanıp hazırlanmasını gerekli kılmaktadır. Çalışmalarda yabancı sermayenin tasarruflara etkisi doğrudan analiz edilmese bile tüketim harcamalarında meydana gelecek değişimin analiz edilmiş olması da, tasarruflar üzerindeki etkiye ilişkin bilgiler verecektir. Sonuçta teorik literatürü aktardığımız bölümde belirttiğimiz gibi özel sektör tasarruflarında meydana gelen düşüşün temel nedeni tüketim harcamalarında meydana gelen artıştır. Ayrıca toplam tasarruflar harcanabilir gelirin tüketilmeyen kısmı olarak tanımlandığına göre çalışma sonuçlarının ulaştırdığı tüketim artışı tasarruflardaki düşüş olarak yorumlanabilecektir.

Bu kısa değerlendirmeden sonra konuya ilişkin tasarruf ve yabancı sermaye ilişkilerinin değerlendirildiği ampirik literatürü aktarmaya Melo ve Tybout (1986)'un çalışmasıyla başlanabilir. Uruguay ekonomisinin incelendiği bu çalışmada finansal liberalizasyonun tasarruflar üzerindeki etkisi 1962-1983 arasındaki dönem için incelenmiştir. Belirlenen modelde yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı bağımlı değişken olarak ele alınırken, reel ekonomik büyüme, yurtiçi tasarrufların bir gecikmeli değeri, yabancı tasarrufların GSYİH'ya oranı ve reel faiz oranı ise bağımsız değişkenler

olarak modele dahil edilmiştir. Regresyon sonuçları yabancı tasarrufların, yani finansal sermaye girişlerinin, yurtiçi tasarrufları negatif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır.

Yabancı sermaye girişlerinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkilerini araştıran bir başka çalışma da Kore ekonomisi için Park (1987) tarafından yapılmıştır. 1953-1982 yılları arasındaki dönem için gerçekleştirilen analizlerde yabancı sermaye türlerinin her biri ayrı bağımsız değişkenler olarak tasarruf fonksiyonuna dahil edilmiş, tasarruf değişkeni ise hem toplam değer olarak hem de kamu ve özel sektör ayrımında ele alınmıştır. Oluşturulan tasarruf fonksiyonunda; yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı bağımlı değişken olarak, dış yardımlar, dış kamu kredileri, dış ticari krediler ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları gibi dört farklı yabancı sermaye türünün GSMH'ya oranları ile GSMH'daki büyüme oranı bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. İkinci aşamada ise tasarruf değişkeni kamu ve özel sektör ayrımında ele alınarak tahminler yinelenmiştir. Çalışmada dış ticari kredilerin kamu tasarruflarını anlamlı ve pozitif yönlü olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Mahdavi (1989), 1980-1982 yıllarına ilişkin 33 az gelişmiş ülke için kesit verisi kullanarak yurtiçi tasarruflar üzerinde yabancı sermaye girişlerinin etkilerini analiz etmiştir. Yapılan regresyon analizinde tasarruf değişkeni olarak hem toplam yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı, hem de toplam yurtiçi tasarrufların nüfusa oranı ayrı ayrı ele alınmıştır. Bağımsız değişken olarak da net yabancı sermaye girişinin GSMH'ya oranına ilaveten KBGSMH (Kişi Başı Gayri Safi Milli Hasıla), ihracattaki yüzde değişim, dış ticaret hadlerindeki yüzde değişim, yaş bağımlılık oranı, vergi gelirlerinin toplam kamu gelirlerine oranı gibi değişkenler modele dahil edilmiştir. Burada yaş bağımlılık oranı değişkeni 0-14 ve 65 ve daha yukarı yaştaki nüfusun, 15-64 yaş grubundaki nüfusa oranının yüzde olarak ifadesidir. Yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranı bağımlı değişken olarak ele alındığında yabancı sermaye girişinden tasarruflara doğru negatif ama anlamsız etkiler bulunurken, yurtiçi tasarrufların nüfusa oranı bağımsız değişken olarak ele alındığında ise

yabancı sermaye girişinde meydana gelen değişimin tasarruflar üzerindeki etkisi anlamlı ve negatif yönlü olarak bulunmuştur.

Schmidt-Hebbel, Webb ve Corsetti (1992), Botswana, Kolombiya, Ekvator, Honduras, Kore Filipinler, Paraguay, Tayland, Güney Afrika ve Tayvan ekonomilerinde hane halkının tasarruf davranışlarını 1970-1985 dönemi için yıllık veri kullanarak analiz etmişlerdir. Oluşturulan tasarruf fonksiyonunda bağımlı değişken olarak ele alınan hane halkı tasarruflarının harcanabilir gelire oranı, kişi başı harcanabilir gelirdeki büyüme, reel faiz oranı, enflasyon oranı, hanehalkına yapılan transfer harcamalarının harcanabilir gelire oranı ve yabancı tasarrufların harcanabilir gelire oranı gibi bağımsız değişkenlerle tahmin edilmiştir. Elde edilen regresyon sonuçlarına göre yabancı sermaye girişleri kısa dönemde tasarrufları düşürme eğilimindedir. Ancak yabancı tasarrufların yurtiçi tasarruflar üzerindeki uzun dönemli etkisi ise pozitif olarak bulunmuştur.

Edwards (1995), 11 sanayileşmiş, 25 gelişmekte olan ülkeden oluşan 36 ölkelik örneklem için 1970-1992 dönemine ait panel veri kullanarak yurtiçi tasarrufların belirleyicilerini analiz etmeye çalışmıştır. Özel yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranının bağımlı değişken olarak belirlendiği modelde bağımsız değişkenler olarak KBGSYİH, GSYİH'daki büyüme oranı, kırsal nüfus, kamu tasarruf oranı, M1 ve M2 para arzının GSYİH'ya oranı, özel sektör kredilerinin toplam yurtiçi kredilere oranı, kamunun sosyal güvenlik harcamalarının toplam kamu harcamalarına oranı, reel faiz oranı, enflasyon oranı ve cari hesap dengesinin GSYİH'ya oranı, gelir dağılımı ve politik istikrar ele alınmıştır. Cari hesap dengesinin GSYİH'ya oranı yabancı tasarruflar için kullanılmış bir araç değişkendir. Bu değişkenin katsayısı yabancı tasarruflarla özel yurtiçi tasarruflar arasındaki ikame edilebilirliğin derecesini ölçmektedir. Regresyon tahminlerinde cari hesap dengesine ilişkin katsayıların anlamlı bir şekilde pozitif olduğu bulunmuştur. Bu da yabancı tasarruflardaki artışın özel tasarrufları dışladığı sonucunu vermektedir. Aynı tahminler kamu tasarrufları için de gerçekleştirilmiş ve daha yüksek yabancı tasarruf seviyesinin daha düşük kamu tasarruf oranına neden olduğu bulunmuştur.

Gavin vd. (1997), 6 Doğu Asya ülkesi ve 20 Latin Amerika ülkesinden oluşan toplam 26 ülke için, 1970-1993 yılları arasındaki dönemi kapsayan yıllık panel veri kullanarak regresyon analizi yapmış ve tasarruflarla sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Tasarruf fonksiyonuna dahil edilen değişkenler KBGSYİH, KBGSYİH'daki büyüme oranı, enflasyon oranı, sermaye akımları ve ticaret hadlerindeki değişimdir. Analiz sonuçları yabancı sermaye girişlerinin, bir diğer ifadeyle yabancı tasarruflara erişimin, yurtiçi tasarrufları caydırıcı etkilere neden olduğunu göstermektedir.

Morande (1998), Şili ekonomisini ele aldığı çalışmasında tasarruf değişkenini etkileyen faktörleri analiz etmiştir. 1960-1995 dönemi için yıllık veri kullanılan ampirik analizlerde özel tasarruf değişkeni, GSYİH, GSYİH'daki büyüme oranı, yabancı tasarruflar, kamu tasarrufları, dış ticaret hadleri, enflasyon oranı ve M1 para arzı gibi bağımsız değişkenlerle açıklanmaya çalışılmıştır. Johansen-Juselius ve Engle-Granger yöntemleriyle gerçekleştirilen eşbütünleşme analizleri değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığına işaret etmektedir. Eşbütünleşme denklemlerinin EKK (En Küçük Kareler) tahminleri yabancı tasarrufların özel tasarrufları negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Oluşturulan hata düzeltme modelinin tahmin sonuçları da yabancı tasarrufların özel tasarruflar üzerindeki dışlama etkisinin kısa dönemde de geçerli olduğunu göstermektedir. İlaveten gerçekleştirilen etki tepki analizi de yabancı tasarruflarda meydana gelen pozitif yönlü bir şoka özel tasarrufların negatif yönlü tepki verdiğini göstermektedir.

Uthoff ve Titelman (1998), Latin Amerika ve Karayipler bölgesinden 15 ülkeyi ele aldıkları çalışmalarında 1972-1993 dönemine ilişkin panel verilerle yabancı tasarrufların ulusal tasarruflar üzerindeki etkisini incelemiştir. Tahminler hem sabit etkiler hem de rassal etkiler yöntemleriyle gerçekleştirilmiştir. Reel GSMH'dan tüketim harcamalarının çıkartılmasıyla ulaşılan ulusal tasarruf değişkeninin belirleyicileri tahmin edilirken denkleme bağımsız değişkenler olarak KBMG, enflasyon oranı, KBMG'deki büyüme oranı, yaş bağımlılık oranı ve yabancı tasarruflar dahil edilmiştir. Tahmin sonuçları yabancı tasarruflardan ulusal tasarruflara doğru anlamlı ve negatif

yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. Sonrasında yabancı tasarruf değişkeni trend ve trendden sapmalar şeklinde ayrı ayrı ele alınarak tahminler yinelenmiş ve yabancı tasarrufların ulusal tasarruflar üzerindeki ikame edici etkisine ilişkin önceki bulgular desteklenmiştir.

Yabancı sermaye akımlarının tasarruflar üzerindeki etkisini analiz eden bir başka ampirik çalışma da Ocampo ve Tovar (1998) tarafından Kolombiya ekonomisi için gerçekleştirilmiştir. 1970-1994 yılları arasındaki dönemin değerlendirildiği çalışmada hanehalkı ve firmalar için iki ayrı tasarruf denklemi tahmin edilmiştir. Hanehalkı tasarruflarına ilişkin olarak kurulan denklemde hanehalkı sermaye geliri, GSYİH'daki büyüme oranı, reel faiz oranı, özel sermaye akımları, dolaylı ve doğrudan vergiler, enflasyon oranı gibi bağımsız değişkenler ele alınmıştır. Firmalara ilişkin tasarruf denklemindeki bağımsız değişkenler ise özel firmaların karları, GSYİH'daki büyüme oranı, reel faiz oranı, özel sermaye akımları, dolaylı ve doğrudan vergiler olmuştur. EKK tahmin sonuçları hanehalkı tasarrufları ve dış finansman arasında çok güçlü ikame ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Bosworth ve Collins (1999), 58 gelişmekte olan ülkenin dahil edildiği analizlerde 1978-1995 dönemi için panel veri kullanılarak regresyon analizi yapmışlardır. Analizlerinde yabancı sermaye akımlarını hem toplam değer olarak hem de farklı kompozisyonlarına ayırarak değerlendirmişlerdir. Sermaye girişlerini, ekonomik büyümeyi ve ticaret hadlerindeki değişimi tasarrufun fonksiyonunun bağımsız değişkenleri olarak kabul etmişlerdir. Elde edilen ampirik sonuçlar toplam yabancı sermaye akımlarının tasarruflarda düşüşe neden olduğunu göstermektedir. İkinci aşamada ise farklı sermaye türlerinin tasarruflar üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Kısa vadeli sermaye girişlerinin tasarruflar üzerindeki etkisi ise negatif olarak bulunmuştur. Portföy akımları için de benzer sonuçlara ulaşılsa da katsayıların anlamlı olmadığı görülmektedir.

Agrawal (2001), statik ve dinamik EKK yöntemlerini kullanarak Endonezya, Tayland, Singapur, Malezya, Kore, Tayvan ve Hindistan gibi yedi Asya ekonomisi için yabancı sermayenin iç tasarruflar üzerindeki etkisini

araştırmıştır. Tasarruf fonksiyonunda bağımlı değişken olarak ulusal tasarrufların GSMH'ya oranı; bağımsız değişkenler olarak da yabancı sermaye girişlerinin GSMH'ya oranı, KBGSMH'daki büyüme oranı, yaş bağımlılık oranı, reel faiz oranı ve ihtiyat fon oranı belirlenmiştir. Analizlerde yabancı sermaye girişleri yerine cari açık verisi kullanılmıştır. 1960-1994 arasındaki döneminin değerlendirildiği çalışmada incelenen ülkeler için yabancı tasarruflardaki artışın yurtiçi tasarruflarda azalışa yol açtığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yabancı sermaye girişleri ile tasarruflar arasındaki ilişki, 125 gelişmekte olan ülkeden oluşan örneklem ile 1997 yılı kesit verileri kullanılarak Larson (2001) tarafından test edilmiştir. Korelasyon analizi ile yapılan çalışmanın sonuçlarına göre yabancı sermaye ile tasarrufların negatif yönde ilişkili olduğu, bununla birlikte kalkınmışlık sıralamasında gelişmiş ülkelere doğru gidildikçe ilişkinin daha da güçlendiği bulunmuştur. Toplam tüketimle yabancı sermaye arasında ise güçlü ve pozitif yönlü korelasyon olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar yabancı sermayenin yöneldiği ülkede tüketim eğilimini artırarak iç tasarrufların azalmasına yol açtığını göstermektedir.

Ülengin ve Yentürk (2001) ise Türkiye ekonomisine yönelik yabancı sermaye girişlerinin tüketim değişkeni üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizlerde 1987:1'den 1997:4'e kadar üçer aylık verilerden faydalanılmıştır. Oluşturulan VAR modeline dahil edilen değişkenler cari açık ile ölçülen yabancı tasarruflar, özel kesim tüketim ve özel kesim yatırım değişkenleridir. VAR modelinden hareketle eşbütünleşme analizi, Granger nedensellik testi ve etki tepki fonksiyonu analizi gerçekleştirilmiştir. Eşbütünleşme analizi sonuçları değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını göstermektedir. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre ise yabancı tasarruflardan özel tüketime doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Etki tepki analizi sonuçları ise yabancı tasarruflarda meydana gelen bir şokun özel tüketim değişkenini en az dört çeyreklik dönem için pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Yabancı tasarruflara olan birikmiş

tepkiler analiz edildiğinde de bu değişkende meydana gelen bir şokun hem kendinde hem de tüketim değişkeni üzerinde kalıcı artışlara neden olduğu görülmektedir. Ampirik sonuçlar özetlenecek olursa, yabancı sermaye girişleri yurtiçi yatırımlar için ilave bir finansman yaratmaktan ziyade tüketimi finanse etmektedir. Böylece yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları ikame edici etkiler yarattığı yönünde bir yorum yapılabilir.

Ahmad ve Ahmed (2002), yabancı sermaye girişleriyle tasarruf oranları arasındaki ilişkiyi Pakistan ekonomisi için analiz etmişlerdir. Oluşturulan tasarruf fonksiyonunda yurtiçi tasarruf oranı bağımlı değişken, kişi başı GSMH ve yabancı sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı ise açıklayıcı değişkenler olarak belirlenmiştir. Analizlerde yabancı sermaye girişleri değişkeni olarak cari açık değişkeni kullanılmıştır. 1972-2000 dönemi için yapılan zaman serisi analizlerinde üç farklı yöntemle eşbütünleşme analizleri gerçekleştirilmiş, böylece değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin yönü tespit edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca oluşturulan hata düzeltme modeli ile de kısa dönemli ilişkiler değerlendirilmiştir. İlk olarak Engle-Granger eşbütünleşme testleri gerçekleştirilmiş ve sermaye girişleriyle tasarruflar arasında uzun dönemde negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İkinci eşbütünleşme analizi ise UECM (Unrestricted Error Correction Model/ Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modeli)'nden hareketle gerçekleştirilmiş ve bulunan ilk sonuçlar desteklenmiştir. İlaveten gerçekleştirilen Johansen eşbütünleşme analizi sonuçları da yabancı sermaye akımlarıyla yurtiçi tasarruflar arasındaki negatif yönlü ilişkiyi doğrulamaktadır. Son olarak hata düzeltme modelleri ile kısa dönemli ilişkiler test edilmiş ve uzun dönem için bulunan negatif yönlü ilişkinin kısa dönemde de geçerli olduğu sonucuna varılmıştır.

Baharumshah, Thanoon ve Rashid (2003), analizlerinde Singapur, Güney Kore, Malezya, Tayland ve Filipinler gibi hızlı büyüyen 5 Asya ekonomisini ele almışlar ve 1970-1998 arasındaki dönem için yıllık veri kullanarak yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiyi değerlendirmişlerdir. Analizlerde uzun dönemli ilişki Johansen- Juselius

eşbütünleşme analiziyle, kısa dönemli ilişki ise hata düzeltme modeli ile incelenirken oluşturulan Vektör Hata Düzeltme Modeli'nden hareketle Granger nedensellik analizi yapılmıştır. Yabancı tasarrufların yerine cari açık değişkeni kullanılmıştır. GSMH, faiz oranı, yaş bağımlılık oranı ve cari açık bağımsız değişkenler olarak kabul edilmiştir. Uzun dönemli ilişkinin analizinden elde edilen sonuçlar ülkelere göre farklılık göstermekle birlikte Malezya ve Singapur ekonomilerinde yabancı tasarruflarla yurtiçi tasarruflar arasında uzun dönemde negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kısa dönemde de Tayland dışında kalan ülkelerde yabancı sermayenin yurtiçi tasarrufları azaltıcı etkiler yarattığı bulunmuştur. Granger nedensellik analizi sonuçları ise nedenselliğin yabancı tasarruflardan yurtiçi tasarruflara doğru olduğunu göstermektedir.

Bir diğer çalışma da Tunus ekonomisi için Hachicha (2003) tarafından yapılmıştır. Tunus ekonomisinde sermaye girişlerinin tasarruflar üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri 1961-1996 dönemi için araştırılmıştır. Johansen eşbütünleşme testi, hata düzeltme modeli, Granger nedensellik testi ve etki tepki fonksiyonu yöntemlerini kullanarak gerçekleştirilen analizler için oluşturulan VAR modeline yatırım, tasarruf, milli gelir ve net yabancı sermaye girişlerini temsilen sermaye hesabı dengesi gibi dört değişken dahil edilmiştir. Analiz sonuçları sermaye girişlerinin hem kısa hem de uzun dönemde yurtiçi tasarrufları olumsuz yönde etkilediğini göstermektedir. Etki tepki fonksiyonundan elde edilen sonuçlara göre ise sermaye girişlerinde meydana gelen pozitif bir şoka yurtiçi tasarrufların tepkisi ancak sürecin başlangıcında pozitif olmaktadır.

Schrooten ve Stephan (2003), yurtiçi tasarruf değişkeninin belirleyicilerini Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, Romanya, Slovak Cumhuriyeti ve Slovenya gibi 10 Avrupa Birliği ülkesi için panel veri kullanarak analiz etmişlerdir. Estonya, Letonya, Litvanya ve Polonya için 1992-1999 dönemine, diğer ülkeler içinse 1990-1999 dönemine ait yıllık veri kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak yurtiçi tasarruflar ve özel tasarruflar ayrı ayrı ele alınmıştır. Yurtiçi tasarruflar

tahmin edilirken oluşturulan modele bağımsız değişkenler olarak tasarruf oranlarının gecikmeli değeri, reel GSYİH büyüme oranının gecikmeli değeri, yaş bağımlılık oranı, enflasyon, cari açık (yabancı sermayeyi temsilen) ve EBRD (European Bank for Reconstruction and Development- Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası) geçiş göstergesinin gecikmeli değeri dahil edilmiştir. Özel tasarruflar tahmin edilirken ise bu değişkenlere kamu tasarruf oranı ve reel KBGSYİH'nın gecikmeli değeri de ilave edilmiştir. Sabit etkiler modellerinin tahmin edilmesiyle ulaşılan sonuçlar yabancı sermayenin hem yurtiçi tasarrufları hem de özel tasarrufları negatif yönde etkileyerek ikame ettiğini göstermektedir.

Ansari (2004), yabancı sermaye girişlerinin ABD ekonomisinin yurtiçi tasarruflarını nasıl etkilediğini 1973:01-1999:04 dönemi için üçer aylık verilerle ve VAR modelinden hareketle analiz etmiştir. VAR modeline dahil edilen değişkenler yurtiçi tasarruflar, GSYİH ve yabancı sermaye girişi değişkenleri olmaktadır. Gerçekleştirilen Johansen-Juselius eşbütünleşme testi sonuçları değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisine işaret ederken, elde edilen etki tepki fonksiyonu sonuçları da sermaye girişlerine verilen şoka yurtiçi tasarruf değişkeninin pozitif yönde tepki verdiğini göstermektedir. Varyans ayrıştırma analizi sonuçlarına göre de yabancı sermaye girişlerinin tasarruflar üzerinde pozitif yönlü etkiye sahip olduğu belirlenmektedir. Özet olarak, hem etki tepki fonksiyonu, hem de varyans ayrıştırması analizi sonuçları yabancı sermayenin yurtiçi tasarruflar üzerindeki pozitif yönlü ve güçlü etkilerine işaret etmektedir.

Kiong ve Jomo (2005), Malezya ekonomisinde yabancı sermaye girişlerinin tasarruflar üzerindeki etkisini 1966-1996 dönemi için yıllık veriler kullanarak regresyon analizi ile incelemişlerdir. Analizlerde bağımlı değişken olarak kabul edilen toplam yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı; yabancı sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı, ihracatın GSYİH'ya oranındaki değişim, reel GSYİH'daki büyüme oranı ve emek gücündeki büyüme oranı gibi bağımsız değişkenlerle tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları yabancı sermaye girişlerinde meydana gelen %1'lik bir artışın tasarruf değişkeninde %0.305'lik

düşüşe yol açtığını göstermektedir. Yabancı sermaye girişleri dış borçlar ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olarak iki farklı alt bileşen halinde analize dahil edildiğinde de yurtiçi tasarrufların dış borçlardan negatif yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Malezya ekonomisi için yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiyi araştıran bir başka çalışma da Thanoon ve Baharumshah (2005a)'a aittir. 1965-2000 yılları arasındaki dönem için yaptıkları analizlerinde eşbütünleşme, hata düzeltme modeli, Granger nedensellik analizi, etki tepki analizi ve varyans ayrıştırması metodolojilerini kullanmışlardır. Toplam yurtiçi tasarruflar bağımlı değişken; doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımlarını temsilen kullanılan kısa vadeli borçlar ve milli gelir bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Johansen eşbütünleşme testi değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığına işaret ederken, normalize edilmiş denklem sonuçları da hem doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının hem de kısa vadeli borçların uzun dönemde tasarrufları negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Ancak elde edilen hata düzeltme modeli sonuçları da kısa vadeli borçların tasarrufları kısa dönemde pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Granger nedensellik testi sonuçları ise uzun dönemde incelenen her iki yabancı sermaye türündeki değişmelerin tasarruflarda değişime neden olduğunu, kısa dönemde ise yabancı sermaye akımları ile tasarruflar arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığını göstermektedir. Etki tepki fonksiyonuna göre ise kısa vadeli borçların yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif etkisi bulunmaktadır.

Thanoon ve Baharumshah (2005b) ise çalışmalarında Malezya, Singapur, Güney Kore, Tayland ve Filipinler için yurtiçi tasarruf oranlarının belirleyicilerini araştırmışlardır. 1970-2000 dönemi için yıllık veri ile dinamik panel analizi yapılmıştır. 1970-1995 ve 1996-2000 dönemleri ayrı alt dönemler olarak analiz edilmiştir. Yabancı tasarruf değişkeni olarak cari hesap dengesinin GSYİH'ya oranı kullanılmıştır. Bu değişkenin katsayısı yabancı tasarruflarla yurtiçi tasarruflar arasındaki ikame edilebilirliğin

derecesini göstermektedir. Katsayının pozitif olması yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları dışladığını ifade etmektedir. Nitekim toplam yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı, GSYİH'daki büyüme oranı, yabancı tasarruflar, faiz oranı, ihracatın GSYİH'ya oranı ve yaş bağımlılık oranı değişkenlerinin dahil edildiği uzun dönemli tasarruf modelinin DGLS (Dinamik Genelleştirilmiş En Küçük Kareler) yöntemi ile tahmin edilmesi sonucu yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları uzun dönemde ikame ettiği belirlenmiştir. Kısa dönemli ilişkilerin tahmin edildiği modelde ilaveten M2 para arzının GSYİH'ya oranı ve KBGSYİH değişkenleri de dahil edilmiştir. Kısa dönemli ilişkilere yönelik tahmin sonuçları ise yabancı tasarruflarla yurtiçi tasarruflar arasındaki ikame ilişkisinin sadece finansal karışıklıkların yaşandığı 1996-2000 yılları arasında geçerli olduğunu göstermektedir.

Kara ve Kar (2005), 1980-2000 dönemi için Türkiye'ye yönelik yabancı sermayenin tasarruflar üzerindeki etkisini yıllık veriler kullanarak EKK yöntemiyle incelemişlerdir. Yurtiçi tasarrufların GSMH'ya oranının bağımlı değişken olarak belirlendiği tasarruf fonksiyonunda açıklayıcı değişkenler olarak yabancı sermayenin GSMH'ya oranı ve KBGSMH ele alınmıştır. Gerçekleştirilen regresyon analizlerinde yabancı sermayenin farklı türlerinin etkileri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Yabancı sermayenin tasarruflar üzerindeki etkisi ise doğrudan yabancı yatırımlar için pozitif, uzun ve kısa vadeli diğer sermaye girişleri için negatif yönlü olarak bulunmuştur.

Bulir ve Swiston (2006), öncelikle 44 ülke için kesit verisi kullanarak gerçekleştirdikleri regresyon analizinde özel tasarrufların belirleyicilerini araştırmışlardır. Özel tasarrufların GSYİH'ya oranı bağımlı değişken olarak ele alınmış ve reel GSYİH'daki büyüme, KBGSYİH, yaş bağımlılık oranı ile kamu tasarruflarının, yabancı tasarrufların (cari açık) ve özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranları ile açıklanmaya çalışılmıştır. 1991-1999 ve 2000-2004 dönemlerinin incelendiği analizlerde, her iki dönem için de yabancı tasarrufların özel tasarruflar üzerindeki etkisi negatif yönlü olarak bulunmuştur. Çalışmanın ikinci aşamasında ise 1980-2004 dönemi için yıllık veri kullanılarak Meksika ekonomisinde tasarruf değişkenini etkileyen

faktörler hata düzeltme modeli analiziyle değerlendirilmiştir. Elde edilen sonuçlar yabancı tasarruf değişkeninin Meksika'daki özel tasarrufları kısa ve uzun dönemde negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

Touny (2008), 1975- 2006 dönemi için yıllık veri kullanarak Mısır ekonomisinde tasarruf değişkeninin belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı bağımlı değişken olarak belirlenmiş ve GSYİH'daki büyüme oranı, reel faiz oranı, enflasyon oranına ilaveten bütçe açığının, M2 para arzının ve cari açığın (dış tasarruflar yerine) GSYİH'ya oranlarıyla açıklanmaya çalışılmıştır. Gerçekleştirilen dinamik zaman serisi analizi sonuçları dış tasarrufların hem kısa hem de uzun dönemde yurtiçi tasarrufları negatif yönde etkilediğini göstermektedir.

Örnek (2008) ise yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiyi Türkiye ekonomisi için araştırmıştır. 1996:4-2006:1 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılarak gerçekleştirilen analizlerde tasarruf fonksiyonu ekonomik büyüme oranı, DYSY ve kısa vadeli sermaye girişleri ile tahmin edilmiştir. Oluşturulan VAR modelinden hareketle Johansen-Juselius eşbütünleşme ve Granger nedensellik analizi gerçekleştirilmiştir. Eşbütünleşme analizi sonuçları uzun dönemde tasarrufların DYSY'dan pozitif yönde, kısa vadeli sermaye hareketlerinden ise negatif yönde etkilediğini göstermektedir. Oluşturulan VECM ile de kısa dönemli etkiler incelenmiş ve Türkiye'de kısa vadeli sermaye akımlarının yurtiçi tasarrufları artırmak yerine kredi patlamalarına ve tüketim harcamalarının artmasına neden olduğu sonucuna varılmıştır. Son aşamada ise Granger nedensellik analizi yapılmış ve kısa vadeli sermaye hareketlerinden tasarruflara doğru herhangi bir nedensellik ilişkisine rastlanamamıştır.

Agrawal, Sahoo ve Dash (2009), Hindistan, Pakistan, Bangladeş, Sri Lanka ve Nepal gibi beş Güney Asya ülkesi için tasarruf değişkeninin belirleyicilerini analiz etmiştir. Hata düzeltme modeli, DEKK (Dinamik EKK) ve ARDL yöntemleriyle ve yıllık veriyle gerçekleştirilen analizlerde kullanılan veri aralığı Hindistan ve Sri Lanka için 1960-2005; Pakistan için 1967-2005;

Nepal için 1971-2005; Bangladeş için 1975-2005 olmaktadır. Belirlenen modelde bağımlı değişken toplam yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı, bağımsız değişkenler ise reel GSYİH, reel faiz oranı, yaş bağımlılık oranı, banka şube yoğunluğu, yabancı tasarruflar (cari hesap dengesinin GSYİH'ya oranı) ve kamunun yurtiçi tasarrufları olarak ele alınmıştır. Hindistan, Pakistan, Sri Lanka ve Nepal için gerçekleştirilen HDM ve DEKK tahminleri ile Bangladeş için yapılan ARDL tahminleri yabancı sermayenin tasarruf oranları üzerinde anlamlı ve negatif yönlü etkileri olduğunu ortaya koymaktadır.

Okafor ve Tyrowicz (2010), Sahra-Altı Afrika bölgesinden 48 ülke ile Latin Amerika ve Karayipler bölgesinden 38 ülke için yabancı finansman ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiyi 1975-2004 yılları arasındaki döneme ilişkin yıllık veri kullanarak incelemişlerdir. Uyguladıkları panel regresyon analizinde bağımlı değişken olarak yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı ele alınmış ve net dış borcun GSYİH'ya oranı, ithalatın GSYİH içerisindeki payı, reel faiz oranı, KBGSYİH ve DYSY ile tahmin edilmiştir. Ampirik sonuçlar dış borçların yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif yönlü etki yarattığını göstermektedir.

Das (2011), 1970-2009 dönemi için 65 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan panel veri seti kullanarak yabancı sermaye akımları ve tasarruflar arasındaki ilişkiyi değerlendirmiştir. Tahminlerin PGM (Pooled Mean Group) tekniği ile gerçekleştirildiği çalışmada yurtiçi tasarrufların GSYİH'ya oranı bağımlı değişken olarak ele alınmış ve kişi başı milli gelir, yaş bağımlılık oranı, dış akımların GSYİH'ya oranı ile açıklanmaya çalışılmıştır. Analizler tüm örneklem ve örnekleme oluşturan çeşitli alt bölgeler için tekrarlanmıştır. Ayrıca yabancı sermaye akımları hem toplam değerler olarak hem de dış yardım ve özel finansal akımlar ayrımında ele alınmıştır. Tüm örneklem için yapılan değerlendirmelerde toplam dış akımlardaki artışın iç tasarruflarda %33 oranında düşüşe neden olduğu bulunmuştur. Toplam dış akımları oluşturan sermaye türleri yabancı yardımlar ve özel finansal akımlar olarak ayrı ayrı değerlendirildiğinde ise uzun dönemde yardım şeklinde giriş yapan

sermayenin tasarruflarda %49 oranında düşüşe yol açtığı, özel finansal akımların tasarruflar üzerindeki etkisinin de negatif ama anlamsız olduğu bulunmuştur. Çalışmanın bir sonraki aşamasında tahmin edilen bölgesel (Sahra-Altı Afrika, Orta Doğu ve Kuzey Afrika, Asya ve Pasifik, Latin Amerika ve Karayipler) panellerden de benzer sonuçlar elde edilmiş ve yabancı sermaye akımlarının tasarrufları negatif yönde etkilediği görüşü desteklenmiştir.

2. 2. 2. Finansal Sermaye Akımlarının Yatırım Harcamaları Üzerindeki Etkilerine İlişkin Ampirik Bulgular

Finansal sermaye akımlarının yatırımlar üzerinde oluşturabileceği etkileri farklı iktisadi kanallar aracılığı ile açıkladığımız bir önceki bölümden sonra, bu bölümde de sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkilerini ampirik olarak analiz etmiş çalışmalardan elde edilen bulgular aktarılacaktır. Bu çalışmaların değerlendirilmesi, finansal sermaye akımları ve Türkiye'deki yatırım harcamaları arasındaki etkileşimi analiz edeceğimiz bir sonraki bölüm açısından önem arz etmektedir. Zira, ampirik analizlerde izlenecek metodolojiye ve belirlenen modele dahil edilecek değişkenlere karar verilirken bu çalışmalar yol gösterici olacaktır.

Mahdavi (1995), ABD ekonomisinde sermaye girişleri ile yurtiçi yatırım harcamaları arasındaki ilişkiyi 1960:01-1993:01 arasındaki döneme ilişkin üçer aylık veriler kullanarak analiz etmiştir. Johansen eşbütünleşme metodolojisi ile yapılan analizlerde sermaye girişi verisi brüt ve net değerler (analizlerde bu değişkeni temsilen cari açık değişkeni kullanılmaktadır) olarak kullanılmıştır. Brüt değerler ele alındığında yabancı sermaye girişi ile yatırımlar arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu ve yabancı sermayenin yatırımları pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılrken, net değerler ele

alındığında ise değişkenlerin birbirinden bağımsız olarak hareket ettikleri tespit edilmiştir. Bu da değişken tanımlarının çıkan sonuçları ne derece farklılaştırabileceğini göstermektedir.

Yentürk (1996), yabancı tasarrufların yurtiçi yatırımlar için kaynak olarak kullanıldığı hipotezini Türkiye ve Arjantin, Şili, Meksika gibi üç Latin Amerika ülkesi için test etmiştir. 1966-1993 dönemine ait verilerle yapılan analizlerde Engle-Granger eşbütünleşme testi uygulanmıştır. İncelenen her dört ülkede de yabancı tasarruflarla yurtiçi yatırımlar arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunamamıştır. Diğer bir ifadeyle yabancı tasarruflarla yurtiçi yatırımların uzun dönemde birlikte hareket eden bir trende sahip olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır (Yentürk, 2005, 301- 310).

Yabancı tasarrufların yatırımlar üzerindeki ilişkisini analiz eden bir başka ampirik çalışma da Kolombiya ekonomisi için 1970-1994 yıllarına ilişkin veriler kullanılarak Ocampo ve Tovar (1998) tarafından gerçekleştirilmiştir. Yatırım fonksiyonu hane halkı ve firmaların yatırım harcamaları ayırımında iki farklı şekilde tahmin edilmiştir. Hane halkı yatırımları tahmin edilirken bağımsız değişkenler olarak GSYİH büyüme oranı, reel faiz oranı, sermaye mallarının nispi fiyatları ve özel sermaye akımları modele dahil edilmiştir. Firmaların yatırım harcamaları tahmin edilirken ise bunlara ilaveten firmaların tasarrufları da modele katılmıştır. EKK tahmin sonuçları dış finansmanın özel sektör firmalarının yatırımları üzerinde güçlü ve pozitif yönlü etkileri olduğunu göstermektedir.

Agosin (1998) ise Şili ekonomisine yönelen yabancı sermaye akımlarının ülkenin yatırım harcamaları üzerindeki etkisini 1960-1994 arasındaki döneme ait yıllık verilerle sınamıştır. Eşbütünleşme analizi ile uzun dönemli ilişkiler, hata düzeltme modeli ile de kısa dönemli ilişkiler tespit edilmeye çalışılmıştır. Analizlerde iki yatırım denklemi tahmin edilmektedir. İlkinde yatırım değişkeni olarak özel sabit yatırımlar; ikincisinde ise makine ve teçhizat yatırımları ele alınmaktadır. Bağımsız değişkenler olarak ise GSYİH, reel faiz oranı, reel döviz kuru, M2 para arzının GSYİH'ya oranı, kamu yatırımları ve yabancı sermaye akımları ele alınmıştır. Yabancı sermaye

akımlarının etkileri hem toplam değer olarak hem de doğrudan yabancı sermaye yatırımı ve diğer yatırımlar şeklinde ayrı ayrı olarak sınımlanmıştır. Uzun dönemli ilişkiler incelendiğinde reel sermaye akımlarının, hem toplam değer olarak hem de DYSY ve diğer sermaye akımları ayrımlarında, makine ve teçhizat şeklindeki yatırımları anlamlı ve pozitif yönlü etkilediği görülmektedir. Bu durum yabancı sermayenin döviz kısıtını ortadan kaldırarak ekonominin daha fazla sermaye malı ithal edebilmesine olanak sağlamasıyla açıklanmaktadır. Buna ilaveten reel döviz kurundaki değerlenmenin de yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç ise, yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki bir başka pozitif etkisinin reel döviz kurunda sebep olduğu değerlenmeye bağlı olarak ucuzlayan makine ve teçhizat ithalatı kanalıyla oluştuğu şeklinde yorumlanmıştır. Kısa dönemli ilişkiler incelendiğinde de yabancı sermaye akımlarının, uzun dönemde olduğu gibi, makine ve teçhizata ilişkin yatırım harcamalarını anlamlı ve pozitif yönlü etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Sermaye girişleri ve yatırımlar arasındaki ilişkiyi araştıran önemli bir çalışma da Bosworth ve Collins (1999)'e aittir. Gelişmekte olan 58 ülkenin dahil edildiği analizlerde 1978-1995 dönemi için panel veri kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Analizlerde yabancı sermaye akımları hem toplam değer olarak hem de farklı kompozisyonları olarak (DYSY, portföy yatırımları, banka kredileri) sınıflandırılarak değerlendirilmiştir. Yatırımların sermaye girişlerinin, ekonomik büyümenin ve ticaret hadlerindeki değişimin fonksiyonu olduğunu kabul etmişlerdir. EKK tahminleri hem tüm örneklem için hem de yükselen ekonomiler olarak tanımlanan alt örneklem için ayrı ayrı tekrarlanmıştır. Her iki örneklemden de elde edilen ampirik sonuçlar toplam yabancı sermaye akımlarının ve farklı sermaye türlerinin yatırımlar üzerinde pozitif etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Bir diğer bulgu da, yatırımlar üzerinde en büyük pozitif etkiye DYSY'nın, en küçük pozitif etkiye de portföy yatırımlarının sahip olduğuna ilişkindir.

Celasun, Denizler ve He (1999), Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin yatırım değişkeni üzerindeki etkilerini 1987-1996 dönemi için analiz

etmişlerdir. Üçer aylık veriler kullanılarak yapılan regresyon analizlerinde sermaye girişlerinin yatırım üzerindeki etkisi incelenirken kamu ve özel sektör ayrı ayrı ele alınmıştır. Reel sabit sermaye oluşumunun bağımlı değişken olarak ele alındığı yatırım fonksiyonunda da bağımsız değişkenler GSYİH, reel faiz oranı, banka kredileri stokunu temsilen M2 para arzı ve yabancı sermaye akımları olarak belirlenmiştir. Bu denklem kamu ve özel sektör yatırımları için ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Tahmin edilen yatırım denkleminde ulaşılan sonuçlar ise yabancı sermaye girişlerinin ne özel sektör, ne de kamu sektörü yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir. Ancak yatırım denklemini hata düzeltme versiyonu ile tahmin edildiğinde sermaye akımlarının geçmiş değerlerinin özel sektör yatırımları üzerinde anlamlı ve pozitif etkilere sahip olduğu görülmektedir.

Ülengin ve Yentürk (2001), Türkiye ekonomisine yönelik yabancı sermaye girişlerinin yatırım değişkeni üzerindeki etkisini 1987:1'den 1997:4'e kadar üçer aylık veriler kullanarak incelemiştir. Analizlerde incelenen zaman serileri cari açık değişkeni ile ölçülen yabancı tasarruflar, özel tüketim ve özel yatırım değişkenleridir. İlk aşamada gerçekleştirilen eşbütünleşme analizi sonuçları değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını göstermektedir. Sonraki aşamada ise oluşturulan VAR modelinden hareketle Granger nedensellik ve etki tepki analizleri gerçekleştirilmiştir. Granger nedensellik analizi sonuçlarına göre yabancı tasarruflardan özel tüketime doğru, özel tüketimden de özel yatırıma doğru tek yönlü nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Yabancı tasarruflara olan birikmiş tepkiler analiz edildiğinde de bu değişkende meydana gelen bir şokun yatırımlarda herhangi bir etki yaratmadığı görülmektedir. Ampirik sonuçlar özetlenecek olursa, yabancı sermaye yatırım için ilave bir finansman yaratmaktan ziyade tüketimi finanse etmektedir. Sonuçlar yabancı tasarruflarla yatırımlar arasında herhangi bir ilişki olmadığı yönündeki görüşleri destekleyici niteliktedir. Ayrıca yabancı sermaye girişine bağlı olarak artan tüketimin uzun dönemde yatırımları artırabileceği ancak bu yatırım artışının ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım artışlarından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye girişleri ile yatırımlar arasındaki ilişkiyi analiz eden bir ampirik çalışma da Balkan, Biçer ve Yeldan (2002) tarafından yapılmıştır. Çalışmada 1992:1-2001:4 dönemi için üçer aylık verilerden yararlanılmıştır. Oluşturulan modelde kullanılan değişkenler GSYİH, portföy yatırımı şeklindeki sermaye girişleri, reel faiz oranları ve özel imalat sanayii reel ücret oranıdır. Tüm bu değişkenlerin gecikmeli değerleri kullanılmış ve özel sektör sabit yatırımları bu değişkenler ile tahmin edilmiştir. Gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları portföy yatırımı şeklindeki sermaye girişlerinin özel sektör sabit yatırımlarını olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Ancak bu süreçte daha çok ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım miktarının arttığı belirlenmiştir.

Yentürk ve Çimenoğlu (2005), yabancı sermaye akımlarının yatırım üzerindeki etkilerini sınımlardır. Analizlerde 1987:1-2001:4 dönemi için üçer aylık veri kullanılmıştır. Yabancı sermaye akımları, özel sektör yatırım harcamaları ve özel sektör tüketim harcamaları arasındaki ilişki VAR modellemesi ile araştırılmıştır. 1987-2001 dönemi için üçer aylık verilerle oluşturulan VAR modeline net sermaye girişlerinin GSYİH'ya oranı, özel sektör tüketim ve yatırım harcamaları değişkenlerinin bir yıl önceki aynı döneme göre logaritmik farkları dahil edilmiştir. VAR modelinden hareketle yapılan Granger nedensellik analizi sonuçları sermaye hareketlerinin yatırım harcamalarının Granger nedeni olduğunu ifade etmektedir. Etki tepki analizi sonuçları ise net sermaye akımlarının özel yatırım harcamaları üzerinde dört çeyreklik pozitif etkisi olduğunu göstermektedir (Yentürk, 2005, 99-128). Bu ampirik çalışmanın bulguları yabancı sermaye girişine tüketim ve yatırım artışının eşlik ettiği yönündedir. Tüketim harcamalarındaki artışın tasarrufları düşürücü etkisi göz önünde bulundurulduğunda, yatırımlarda sağlanan bu artışın kaynağının tüketim harcamalarındaki artışa bağlı olarak yükselen iç talep olduğu sonucuna ulaşılabilecektir. Bu sonuçlar yabancı sermayeye bağlı olarak artan tüketimin, toplam talep artışı kanalıyla, özellikle ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım harcamalarını artırabileceğine örnek teşkil etmektedir.

Biçer ve Yeldan (2003), 1992-2001 yılları arasında Türkiye ekonomisine ilişkin üçer aylık zaman serisi verileriyle özel kesim sabit yatırımları ile kısa vadeli yabancı sermaye girişi arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Regresyon analizi sonuçları sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkilerine ilişkin çelişkili sonuçlar vermiştir. Regresyonda bağımsız değişken olarak yer alan finansal sermaye akımlarının dört gecikmeli değerinin yatırımlar üzerindeki etkisi pozitif iken beş gecikmeli değerinin etkisi ise negatiftir. Yazarlar bu durumu “sonuçsuz” olarak değerlendirmişlerdir. Yazarların bir diğer yorumu ise sermaye girişleriyle değerlendirilen reel döviz kurunun ara malı ve sermaye malı ithalatını ucuzlattığı ve böylece özel yatırım talebini artırdığı yönündedir. Yani finansal sermaye girişleriyle sabit özel yatırımlar arasındaki ilişkinin reel döviz kurunun değerlendirilmesine bağlı olarak ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırım artışından kaynaklandığını savunmaktadırlar.

Jansen (2003), özel finansal sermaye akımlarının Tayland ekonomisindeki etkilerini 1980:1-1996:4 dönemi için üçer aylık verilerle incelemiştir. Oluşturulan VAR modeli çerçevesinde etki tepki fonksiyonu analizi yapılmıştır. Yabancı sermaye girişlerinin, özel harcamalarda önemli artışlara neden olduğu ve özel harcamaların toplam çıktı seviyesinden daha hızlı büyüdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Toplam harcamalarda meydana gelen artışınsa, yabancı sermaye girişlerine bağlı olarak artan kredi olanakları, düşen borçlanma maliyeti ile menkul kıymet ve gayrimenkul fiyatlarında meydana gelen artışlardan kaynaklandığı ileri sürülmüştür. Özel harcamalardaki artışın ne kadarının yatırım, ne kadarının tüketim harcaması olduğunun değerlendirildiği bir sonraki aşamada tüketimden ziyade yatırım harcamalarının daha çok arttığı bulunmuştur. Sermaye girişine bağlı olarak sermaye malları ithalatında meydana gelen artışlar ve tüketim malları ithalatında gözlenen düşüşler toplam harcamalardaki artışın yatırım artışından kaynaklandığı göstermiştir.

İnsel ve Sungur (2003), 1989:3-1999:4 arası üçer aylık veri kullandıkları analizlerinde Türkiye ekonomisine yönelik sermaye akımlarının

temel makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada korelasyon analizi, Granger nedensellik testi, EKK ve ARCH/GARCH (Koşullu Varyans) yöntemleri ve Chow'un yapısal kırılma testi metodolojisi izlenmiştir. Korelasyon analizi sonuçları sermaye girişleri ile yatırımlar arasında pozitif bağlantıların olduğunu göstermektedir. Nedensellik testi sonuçlarına göre ise kısa vadeli sermaye hareketlerinden özel sektör sabit sermaye yatırımlarına doğru; portföy yatırımlarından özel ve toplam yatırımlara doğru; toplam sermaye hareketlerinden de toplam yatırıma doğru nedensellik ilişkileri bulunmaktadır.

İnsel, Soytaş ve Gündüz (2004), Türkiye'nin liberalizasyon sürecinde reel ve finansal değişkenleri arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemiştir. Analizlerde GSYİH, toplam tüketim, özel tüketim, kamu tüketimi, toplam yatırımlar, özel yatırımlar, kamu yatırımları, ticarete konu mal üretimi, ticarete konu olmayan mal üretimi, özel sektöre yönelik banka kredileri, kamu sektörüne yönelik banka kredileri ve reel sermaye akımları gibi değişkenler arasındaki etkileşim araştırılmıştır. Reel sermaye akımları kısa vadeli sermaye akımları ile portföy yatırımları toplamından oluşmaktadır. 1988-2002 dönemi için üçer aylık verilerle yaptıkları Granger nedensellik analizi sonuçları finansal değişkenlerle reel değişkenler arasındaki güçlü ilişkilere işaret etmektedir. Nedensellik testleri sonuçlarına göre, sermaye akımlarından da ticarete konu olan mal üretimine doğru tek yönlü nedensellik bulunmaktadır. Öte yandan toplam yatırımlarla sermaye akımları ve özel yatırımlarla sermaye akımları arasında çift yönlü nedensellik bulunmaktadır.

Ghose (2004), içlerinde Türkiye'nin de bulunduğu 37 gelişmekte olan ülkeyi analiz ettiği çalışmasında 1983-1997 yılları arasındaki dönemde yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkilerini regresyon yöntemi ile ampirik olarak değerlendirmiştir. Analizde yurtiçi yatırımlar bağımlı değişken olarak, yurtiçi tasarruflar, DYSY ve DYSY dışında kalan yabancı sermaye akımları ise bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Değişkenlerin hepsi GSYİH'ya oranlanarak modele katılmıştır. Analizler hem kesit verisi hem de panel veri kullanılarak tekrarlanmıştır. Panel veri ile

yapılan analizler ise statik ve dinamik tahminler yapılarak gerçekleştirilmiştir. Farklı analiz teknikleri ile aynı sonuçlara ulaşılan çalışmaya göre hem DYSY hem de DYSY dışında kalan yabancı sermaye akımlarının yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkisi pozitif yönlüdür.

Hecht vd. (2004), 64 gelişmekte olan ülkeden oluşan örneklem için 1976-1997 dönemine ait panel veri kullanarak farklı yabancı sermaye türlerinin toplam yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkisini EKK ve iki aşamalı EKK yöntemleriyle analiz etmişlerdir. Oluşturulan modelde yurtiçi yatırımlar bağımlı değişken olarak; banka kredileri, portföy yatırımları ve DYSY olarak üç farklı yabancı sermaye türü, GSYİH'daki büyüme oranı, GSYİH'daki büyüme oranının bir gecikmeli değeri, yurtiçi yatırımların bir gecikmeli değeri ve kamu tüketimi bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Modele dahil edilen tüm değişkenler GSYİH'ya oranlanmıştır. Elde edilen sonuçlar incelenen tüm yabancı sermaye türlerinin yatırımlar üzerindeki pozitif etkilerine işaret etmektedir. Ancak portfolyo akımlarının yatırım değişkeni üzerindeki etkisi EKK tahminleri ile anlamsız çıkarken, tahminler iki aşamalı EKK ile yinelendiğinde anlamlı sonuçlara ulaşılmaktadır. Bu durum, seçilen tahmin yönteminin önemini göstermekte ve aynı veri seti için uygulanan farklı analiz tekniklerinin elde edilen sonuçları tümüyle değiştirebileceğinin kanıtı olmaktadır.

Mody ve Murshid (2005) ise sermaye akımları ile yurtiçi yatırımlar arasındaki ilişkiyi 60 gelişmekte olan ülke için 1979-1999 dönemi için yıllık verilerle araştırmışlardır. Oluşturulan modelde yatırımların GSYİH'ya oranı bağımlı değişken olarak; yabancı sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı, bağımlı değişkenin bir gecikmeli değeri, reel GSYİH'daki büyüme oranı, reel faiz oranı, ticaret hadlerindeki değişim, M2 para arzının GSYİH'ya oranı bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Regresyon tahminleri GMM (Generalized Method of Moments/ Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi) yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yabancı sermaye akımları farklı türlerine göre ayrıştırılarak da analiz edilmiştir. Ampirik sonuçlara göre, yabancı sermaye akımları yatırımları pozitif yönde etkilemektedir. Ancak

finansal liberalizasyona bağlı olarak daha fazla yabancı sermayeye ulaşılabilen 1990'lı yıllarda, yabancı sermayenin yatırımlar üzerindeki canlandırıcı etkisi önceki döneme kıyasla düşmüştür.

Kara ve Kar (2005), 1980-2000 dönemi için Türkiye'ye yönelik yabancı sermayenin yatırımlar üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yatırım fonksiyonunda yurtiçi yatırımların GSMH'ya oranı bağımlı değişken; KBGSMH, reel faiz oranları, M2 para arzının GSMH'ya oranı ve yabancı sermayenin GSMH'ya oranı da bağımsız değişkenler olarak modele dahil edilmiştir. Analizlerde yabancı sermayenin farklı türlerinin etkileri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Yatırım fonksiyonuna ilişkin EKK tahminleri DYSY ile portföy yatırımlarındaki artışın yatırımları artırdığını, kısa vadeli sermaye akımlarının ise yatırımları düşürücü etkiler yarattığını göstermektedir.

Çimenoğlu ve Yentürk (2005), uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini 1990-2002 dönemi için üçer aylık verilerle analiz etmişlerdir. VAR modeli kullanılan analizlerde sermaye girişlerinin yatırım üzerindeki etkileri tahmin edilirken modele özel tüketim harcamaları, ödemeler bilançosunun sermaye hesabının GSYİH'ya oranı ve özel yatırım harcamaları dahil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, hem sermaye girişleri hem de özel tüketim harcamaları yatırımlar üzerinde pozitif etkilere sahiptir. Elde edilen sonuçlar sermaye akımlarındaki artışların özel tüketim talebini ve yatırım harcamalarını artırmak yoluyla ekonomik büyümeye katkı sağladığını göstermektedir. Özel tüketim talebindeki artışlar yurtiçindeki görel fiyatları ticarete konu olmayan sektör lehine artırmaktadır. Ticarete konu olmayan sektörlerdeki fiyat artışları da bu sektörlerle yönelik yatırımlarda daha büyük artışlar oluşmasına yol açmaktadır.

Gürbüz (2006), çalışmasında 1990:1-2005:3 dönemi için üçer aylık veriler kullanarak Türkiye'de özel kesim yatırımlarının kısa vadeli yabancı sermaye girişine tepkisini incelemiştir. Oluşturulan VAR modeline katılacak değişkenler net kısa vadeli sermaye girişi, özel kesim tüketim talebi, özel kesim yatırım talebi ve reel GSYİH olarak belirlenmiştir. VAR modelinden elde edilen etki tepki fonksiyonu sonuçlarına göre özel yatırım harcamaları

kısa vadeli sermaye girişlerine gelen pozitif bir şoka olumlu yönde tepki vermektedir.

World Bank (2006)'da yer alan bir ampirik değerlendirmede de 72 gelişmekte olan ülkeden oluşan ve 1980-2004 dönemini kapsayan örneklem için panel veri analizi ile özel yabancı sermaye akımlarının yurtiçi yatırımlar üzerindeki etkileri incelenmiştir. Gerçekleştirilen üç aşamalı EKK analizinde oluşturulan modele bağımlı değişken olarak yurtiçi yatırımların GSYİH'ya oranı; bağımsız değişkenler olarak da özel sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı, KBGSYİH, M2 para arzı (finansal gelişmişlik göstergesi olarak), özel sermaye akımlarındaki kısıtlamaları ölçen Chinn-Ito Endeksi, ticari açıklık (ihracat ve ithalat toplamının GSYİH'ya oranı), kamu harcamalarının GSYİH'ya oranı ve Freedom House politik özgürlük endeksi dahil edilmiştir. Analiz sonuçları özel sermaye akımları ile yurtiçi yatırımlar arasındaki anlamı ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını desteklemektedir.

Şengönül, Altıok ve Gürbüz (2007), 1990:1-2005:3 arasındaki dönem için üçer aylık verilerle oluşturulan VAR modeli çerçevesinde kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye'deki yatırım harcamaları üzerindeki etkilerini değerlendirmişlerdir. VAR modeline net kısa vadeli sermaye girişi, özel kesim tüketim talebi, özel kesim yatırım talebi ve reel GSYİH dahil edilmiştir. Ampirik değerlendirmelerde VAR modelinden hareketle etki tepki analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, yatırım harcamalarının kısa vadeli sermaye girişlerine gelen pozitif bir şoka pozitif ve istatistiki olarak anlamlı tepki verdiğini göstermektedir. Bu sonuçlar kısa vadeli sermaye çıkışı şeklindeki negatif bir şokun özel sektör yatırım düzeyinin azalmasına yol açacağı şeklinde de yorumlanabilecektir. Ampirik sonuçlar yabancı sermaye girişlerinin toplam talep kanalıyla yatırım artışına neden olduğu görüşünü desteklemektedir. Çünkü sermaye girişi sonrasında tüketim ve yatırım artışının birlikte sağlandığı görülmektedir. Ayrıca çalışmada kısa vadeli sermaye akımlarının reel döviz kurunu değerlendirdiğine ilişkin olarak ulaşılan sonuçlar yabancı sermaye akımları ile yatırımlar arasındaki reel döviz kuru kanalının işleyişine de destek vermektedir.

Mileva (2008), statik ve dinamik panel teknikleri kullanarak yabancı sermayenin yatırımlar üzerindeki etkisini 22 geçiş ekonomisi için 1995-2005 zaman aralığında incelemiştir. Sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkileri modellenirken toplam sabit sermaye oluşumunun GSYİH'daki payı bağımlı değişken; yabancı sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı, sabit sermaye oluşumu değişkeninin bir gecikmeli değeri ile birlikte reel GSYİH'daki büyüme oranı, ticaret hadlerindeki değişim gibi çeşitli kontrol değişkenleri de bağımsız değişkenler olarak kabul edilmiştir. Analizlerde yabancı sermaye türleri DYSY, portfolyo akımları ve krediler olarak ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Ampirik sonuçlar, DYSY şeklindeki yabancı sermayenin yatırımlar üzerinde pozitif etkileri olduğunu ve yatırımlar üzerindeki en güçlü etkiye sahip yabancı sermaye türünün de DYSY olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde krediler şeklinde ele alınan kısa vadeli sermaye akımlarının da yurtiçi yatırımlara hem kısa dönemde hem de uzun dönemde olumlu katkılar sağladığı gözlenmektedir. Ancak analiz sonuçlarından elde edilen anlamsız katsayılar, portföy yatırımlarının yatırımları artırıcı herhangi bir doğrudan etkisi olmadığını göstermektedir.

Pels (2010), yabancı sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkisini tahmin etmek için 1976-2003 dönemini ve 39 ülkeyi kapsayan panel veri ile çalışmıştır. Yatırım değişkeni olarak brüt sabit sermaye oluşumunun GSYİH'ya oranı kullanılmış ve bağımsız değişkenler olarak GSYİH'daki büyümenin bir gecikmeli değeri, bağımlı değişkenin bir gecikmeli değeri, finansal gelişmişlik ve sermaye girişleri değişkenleri tanımlanmıştır. Tahminler araç değişkenli EKK ve GMM yöntemleriyle gerçekleştirilmiştir. Tahmin sonuçları toplam sermaye girişlerinden yatırımlara doğru pozitif yönlü ilişkiye işaret etmekte ve finansal gelişmişlik yükseldikçe bu pozitif etkinin de arttığı savunulmaktadır.

Amadou (2011), Togo Cumhuriyeti için yabancı sermaye girişlerinin yatırım harcamaları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Analizde 1970-2008 yıllarına ilişkin yıllık veri kullanılmış ve Engle-Granger eşbütünleşme ve hata düzeltme modeli yöntemleri izlenmiştir. Toplam yurtiçi yatırım harcamalar

değişkeni yabancı sermaye akımları, KBGSYİH'daki büyüme, M2/GSYİH ve belirsizlik değişkenleri ile tahmin edilmiştir. Yabancı sermaye akımları hem toplam olarak, hem de doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımları olarak farklı türleriyle ele alınmış ve bu şekilde oluşturulan iki farklı model kullanılmıştır. Her iki modelde de değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğu belirlenmiştir. Hata düzeltme modellerinden elde edilen bulgular toplam yabancı sermaye girişinde meydana gelen artışın yatırım harcamalarını pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Sermaye akımları farklı türlerine ayrılarak ele alındığında ise doğrudan yatırımlar ve kısa vadeli akımların yatırım harcamaları üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif yönlü olduğu, ancak portföy yatırımlarından yatırım harcamalarına doğru negatif ama anlamsız bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Elboiashi (2011), içlerinde Türkiye'nin de yer aldığı 31 gelişmekte olan ülkeyi analiz ettiği çalışmasında 1980-2005 dönemini ele alarak yabancı sermaye türlerinin yurtiçi yatırımları hangi yönde etkilediğini incelemiştir. Yurtiçi yatırım değişkenini temsilen brüt sabit sermaye oluşumu kullanılmış ve yatırım denkleminin bağımsız değişkenleri GSYİH'daki büyüme, KBGSYİH, M2 para arzı, ticari açıklık, kamu tüketimi, okullaşma oranı, sabit ve mobil telefon kullanımı, enflasyon, doğrudan yabancı sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve banka kredileri olarak belirlenmiştir. Tüm değişkenler GSYİH'ya oranlanarak ele alınmıştır. Tahminler SUR (Seemingly Unrelated Regressions/ Görünüşte İlişkisiz Regresyonlar) ve üç aşamalı EKK yöntemleriyle ayrı ayrı gerçekleştirilmiştir. Her iki tahmin sonucu da incelenen üç tür yabancı sermayeden yurtiçi yatırımlara doğru anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğunu göstermektedir. Ulaşılan bir başka bulgu da yurtiçi yatırımlar üzerinde en güçlü pozitif etkiye sahip yabancı sermaye türünün doğrudan yabancı sermaye yatırımları, en zayıf pozitif etkiye sahip olanın ise portföy yatırımları olduğu yönündedir.

Luca ve Spatafora (2012) kesit ve panel veri analizleri kullanarak gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi yatırımların belirleyicilerini analiz etmişlerdir. Analizlerde kullanılan modelin bağımlı değişkeni olan yatırımlar brüt yurtiçi

sabit sermayenin GSYİH'ya oranı olarak tanımlanmıştır. Modelin bağımsız değişkenleri ise bağımlı değişkenin gecikmeli değeri, sermayenin maliyeti, kurumsal kalite, özel sektör kredilerinin GSYİH'ya oranı, özel sermaye girişinin GSYİH'ya oranı, ticaret hadlerindeki değişim, kamu bütçe fazlasının GSYİH'ya oranı ve ihracat piyasasındaki büyüme değişkenleridir. Hem kesit veri regresyonlarından hem de dinamik panel veri analizlerinden elde edilen sonuçlara göre özel sermaye girişleri yatırımları anlamlı ve pozitif yönlü etkilemektedir.

3. YÖNTEM

Uluslararası finansal sermaye hareketlerinin yatırımlar ve tasarruflar üzerindeki etkilerine ilişkin kavramsal ve kuramsal değerlendirmelerin yapıldığı ikinci bölümden sonra bu kısımda konunun Türkiye ekonomisi açısından ampirik olarak incelenmesine yönelik kullanılan yöntemler ve veri seti hakkında bilgiler sunulması amaçlanmaktadır.

3. 1. Araştırmanın Modeli

Ampirik analizlerin önemli bir aşaması, oluşturulacak modeli ve modele dahil edilecek değişkenlere ilişkin tanımlamaları belirlemektir. Bu amaçla, ilk adım olarak ekonometrik analizlerde tahmin edilecek modeller tanıtılacaktır. Modele dahil edilecek değişkenlere karar verilirken hem sermaye akımlarının yatırımları ve tasarrufları etkilediği iktisadi kanallara ilişkin teorik bilgilerden hem de bu konunun ekonometrik olarak incelendiği ampirik çalışmalardan yararlanılmıştır.

Finansal sermaye akımlarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkisinin ayrı ayrı modellenerek incelenmesine karar verilmiştir. Bu bağlamda ilk olarak tasarruflara ilişkin etkiler tahmin edilirken oluşturulacak model, sonrasında ise yatırımlar üzerindeki etkilere ilişkin oluşturulacak model açıklanacaktır.

Değişkenler arasındaki kuramsal bağlantılar göz önünde bulundurularak finansal sermaye akımları ve tasarruflar arasındaki ilişkinin araştırılacağı model şu şekilde oluşturulmuştur:

$$S = f (F, Y, R, M)$$

Bir ülkenin tasarruf fonksiyonunu belirleyen birçok faktör olmakla birlikte, modele dahil edilecek değişkenlere karar verilirken daha önceki ampirik çalışmalar ve verilerin bulunabilirliği dikkate alınmıştır. Bu bağlamda, bağımlı değişkenin yurtiçi tasarruflar (S) olduğu tasarruf fonksiyonunda yer alacak açıklayıcı değişkenlerin finansal sermaye akımları (F), reel GSYİH (Y), reel faiz oranı (R) ve reel para arzı (M) olmasına karar verilmiştir.

Finansal sermaye akımları "Tamamlayıcılık Tezi" çerçevesinde, öncelikle fon piyasasında ödünç verilebilir fon arzını artırmak suretiyle yatırım kredilerini dolayısıyla yatırımları artırmaktadır. Daha sonra ise yükselen yatırımlara bağlı olarak gelişen milli gelir seviyesine paralel bir biçimde yurt içi tasarruflar artmaktadır. Buna karşılık "İkame Tezi" likitide kısıtı altında bulunan Az Gelişmiş Ülkelerin yabancı sermaye girişi ile birlikte artan finansman imkanları sonrasında daha çok tüketim yönelmelerini dolayısı ile yurt içi tasarrufların azalacağını ileri sürmektedir. Bunun yanında finansal sermaye girişine bağlı olarak menkul ve gayrimenkul fiyatlarındaki artışın yarattığı servet etkisi ile de tüketimin yükselmesi sonucu yurtiçi tasarrufların azaldığı belirlenmektedir. Özetle finansal sermaye akımları "Tamamlayıcılık Tezi" çerçevesinde yurtiçi tasarrufları artırırken, "İkame Tezi" çerçevesinde yurtiçi tasarrufları azaltmaktadır.

Tasarruf modelinin bir açıklayıcı değişkeni olarak reel GSYİH'nın belirlenmesinin temelinde tasarruflarla gelir seviyesi arasındaki genel kabul görmüş pozitif yönlü ilişki yer almaktadır. Bilindiği üzere tasarruflar gelirin tüketilmeyen kısmıdır ve gelir arttıkça tasarruflarda artış meydana gelecektir. Keynesyen tasarruf fonksiyonuna göre, tasarruflar gelirin artan bir fonksiyonudur. Buna göre gelir arttıkça tasarruflar da marjinal tasarruf meylinin belirlediği oranda artacaktır. Öte yanan gelir seviyesinin tasarrufların önemli bir belirleyicisi olması Modigliani tarafından geliştirilen "Ömür Boyu Gelir Hipotezi" ile de açıklanmıştır. Teoriye göre bireylerin tüketim veya tasarruf kararı sadece cari gelire değil yaşam boyu elde edilmesi beklenen gelire bağlıdır. Bu nedene bağlı olarak da gelirden ömür boyu meydana

gelebilecek dalgalanmaların tüketim üzerindeki etkisini azaltmak ve tüketim düzleştirmesi sağlamak için çalışma dönemlerinde gelirleriyle doğru orantılı olacak şekilde tasarruf ederler (Ünsal, 2005, 429).

Reel faiz oranının bir başka açıklayıcı değişken olarak modelde yer alma nedeni faiz oranlarının tüketim ve dolayısıyla tasarruflar üzerinde oluşturduğu gelir ve ikame etkilerinden kaynaklanmaktadır. İkame etkisi faiz oranlarının tasarruf üzerindeki pozitif etkilerine, gelir etkisi ise negatif etkilerine işaret etmektedir. İkame etkisinin ardındaki iktisadi mantık faiz oranı yükseldiğinde bireylerin daha fazla faiz geliri elde edebilmek için tüketim harcamalarını kısarak tasarruflarını artırmalarıdır. Gelir etkisine göre ise faiz oranlarının artması tüketicinin gelecekte elde etmeyi planladığı faiz gelirini daha az tasarruf yaparak sağlamasına imkan vermektedir. Böylece artan faiz oranları tasarrufları azaltmaktadır. Sonuç olarak faiz oranları arttığında ikame etkisi gelir etkisinden büyük ise tasarruflar artacak aksi halde tasarruflar azalacaktır.

Para arzı (M2) ise finansal gelişmişlik göstergesi olarak modele dahil edilmiştir. Çünkü tasarrufların değerlendirilebileceği finansal varlıkların varlığı ve çeşitliliği tasarruf artışını teşvik eden önemli bir faktördür. Finansal gelişmeyle birlikte genişleyen banka şubeleri ve banka faaliyetlerine erişilebilirliğin artması bankaların aracılık işlem maliyetlerinin düşmesine yol açarak bireylerin tasarruflarını motive edici etkiler yaratacaktır. Diğer taraftan iyi organize edilmiş ve istikrarlı finansal kurumların bulunmaması halinde bireyler tasarruflarını finansal sisteme göndermek yerine değerli madenlere veya gayrimenkule yönlendireceklerdir (Touny, 2008, 5).

Yatırım modeline dahil edilecek değişkenlere karar verilirken de, tıpkı tasarruf fonksiyonu belirlenirken yapıldığı gibi, hem teorik altyapı hem de mevcut ampirik çalışmalardan faydalanılmış ve aşağıda belirtilen değişkenlerle modelin tahmin edilmesine karar verilmiştir. Buna göre, bağımlı değişkenin yurtiçi yatırımlar (I) olduğu fonksiyonda yer alacak açıklayıcı değişkenler finansal sermaye akımları (F), reel GSYİH (Y) ve reel faiz oranı (R) olarak belirlenmiştir.

$$I = f (F, Y, R)$$

Finansal sermaye akımları (F) ülkedeki ödünç verilebilir fon miktarında sağladığı artışla yatırımları temel olarak iki yoldan etkilemektedir. Öncelikle finansal sermaye girişine bağlı olarak artan ödünç verilebilir fon arzı yatırımların ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarının miktarını artırarak ucuzlatmakta ve böylelikle yatırımların artmasına imkan vermektedir. Bu şekilde sermaye girişleri ile yatırımlar arasındaki ilişki Faiz Oranı Kanalı çerçevesinde işlemektedir. İkinci olarak ise yine finansal sermaye girişine bağlı olarak artan ödünç verilebilir fon arzı bu sefer toplam talebin artmasına bağlı olarak yatırımları teşvik etmektedir. Sermaye girişleri sonrası toplam talebin canlanması ile yatırımcıların beklenen hâsılatlarının dolayısıyla da yatırımların arttığı bu süreç Toplam Talep Kanalı olarak ifade edilmektedir. Böylece finansal sermaye girişlerinin bir yandan yatırımların finansmanını kolaylaştırması diğer yandan ise toplam talebi artırması yolu ile yatırımları olumlu bir biçimde etkilemesi söz konusu olmaktadır.

Bir bağımsız değişken olarak reel GSYİH'nın (Y) yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olması beklenmektedir. Ve bu değişken "Basit Hızlandırıcı Modeli" nin ardındaki iktisadi mantıktan hareketle modelin bir açıklayıcı değişkeni olarak kabul edilmiştir. Hızlandırıcı modeli, yatırımı hasıla ile ilişkilendiren bir yaklaşımdır. Firmalar t yılında Y_t kadar hasıla elde etmek için Y_t 'nin sermaye hasıla oranı (v) ile çarpımı kadar sermayeye (K^*) sahip olmak isterler. Net yatırım miktarı ile sermaye stokunda dönemler arasındaki artış ifade edildiğine göre, yatırımdaki değişimin hasıla düzeyindeki değişmeye bağlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır (Ünsal, 2005, 454). Bu ilişki aşağıdaki belirtilen denklemlerde daha rahat gözlenecektir.

$$K^* = v \cdot Y_t \quad (3.1)$$

$$I_t = K^*_{t} - K^*_{t-1} = v \cdot (Y_t - Y_{t-1}) \quad (3.2)$$

$$I_t = v \cdot (\Delta Y_t) \quad .. \quad (3.3)$$

Faiz oranları ve yatırım harcamaları arasındaki ters yönlü ilişkinin iktisat yazınında genel kabul görmüş bir yaklaşım olması nedeniyle reel faiz oranı önemli bir açıklayıcı değişken olarak belirlenen yatırım modelinde yerini almaktadır. Reel faiz oranlarının yüksekliği yatırım finansman maliyetlerini artırmak yolu ile fiziki yatırımları olumsuz bir biçimde etkilemektedir. Bunun yanında sermayedar açısından reel faiz oranı finansal sektör ile reel sektör arasındaki yatırım tercihini belirleyen bir değişken olarak da ele alınmaktadır. Reel faiz oranlarının yüksekliği finansal sermaye yatırımlarının reel yatırımlara göre getirisini artıracığından fiziki yatırımlar azalacaktır. Sonuç olarak reel faiz oranlarındaki bir artışın reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemesi beklentisiyle bu değişken modele dahil edilmektedir.

3. 2. Evren ve Örneklem

Çalışmanın ampirik analizlerinde zaman serisine dayalı ekonometrik yöntemler kullanılmıştır. Bu amaca yönelik olarak kullanılan veri seti, Türkiye ekonomisinin 1991:4-2012:2 dönemine ait üçer aylık zaman serileridir. Analiz döneminin bu aralıklarla sınırlandırılmasının nedeni üçer aylık verilerin bulunabilirliği ile ilgilidir.

3. 3. Veri Toplama Araçları ve Teknikleri

Uygulamada kullanılacak değişkenlere ait zaman serileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden (EVDS), Uluslararası Para Fonu (IMF) Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) veri tabanı ile Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) veri tabanından derlenmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve tanımları¹ Çizelge 1.'de gösterildiği gibidir:

Çizelge 1. Değişkenlerin Tanımlaması

Değişkenin Sembolü	Değişkenin Tanımı
LS	Reel Yurtiçi Tasarruflar
LI	Reel Yatırımlar
LY	Reel GSYİH
LM	Reel M2 Para Arzı
SP	Sıcak Para Akımlarının GSYİH'ya Oranı
FS	Finansal Sermayenin GSYİH'ya Oranı
R	Reel Faiz Oranı

Mevcut ampirik literatürü takiben tasarruf değişkeni olarak yurtiçi tasarrufların kullanılmasına karar verilmiştir. Yurtiçi tasarruflara ilişkin hesaplanmış üçer aylık bir veri seti olmaması dolayısıyla bu veri setinin oluşturulması gerekmektedir. Yurtiçi tasarruf değişkeni olarak, GSYİH'dan özel sektör ve kamu tüketimlerini çıkartarak hesaplanacak artık değer kullanılacaktır. Uthoff ve Titelman (1998), Touny (2008) ve Hadiwibowo (2010)'e ait çalışmalarda da yurtiçi tasarruflar bu şekilde hesaplanarak ampirik analizlere dahil edilmiştir. Yatırım değişkeni ise sabit sermaye oluşumu ve stoklardaki değişmelerin toplamı olarak ele alınmıştır. Tasarruf ve yatırım serisini oluşturan alt kalemlerle, GSYİH ve M2 para arzı değişkenlerine ait zaman serileri TCMB EVDS'den alınmıştır. Tüm bu değişkenler IMF IFS'den alınan 2005=100 bazlı TÜFE endeksi kullanılarak reel hale dönüştürülmüş, sonrasında da "Tramo Seats" prosedürü kullanılarak mevsimsellikten arındırılmıştır. Ekonometrik sonuçların yorumlanmasında kolaylık sağlamasından dolayı bu değişkenler logaritmik olarak kullanılmıştır.

Tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini asıl olarak incelediğimiz bağımsız değişken olan yabancı sermayeye ilişkin olarak da iki farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar sıcak para ve finansal sermaye tanımlamalarıdır. SP olarak sembolleştirilen sıcak para değişkeni

¹ L logaritmik değerleri temsil etmektedir.

hesaplanırken ise TCMB Para Politikası Raporu 2005-I'de açıklanan ve İnandım (2005) ile Seyidoğlu ve Altınay (2008) tarafından da izlenen yol takip edilmiştir. Bu çalışmalarda Türkiye'ye yönelik sıcak para tanımlamasına yabancıların yurtiçinde hisse senedi ve hükümete ait iç borçlanma senedi alım satımlarından oluşan portföy akımlarını; bankaların yurtdışında kullandıkları kısa vadeli krediler, yurtiçinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurtdışından kullandıkları kısa vadeli krediler ve yabancıların yurtiçinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişimden oluşan kısa vadeli sermaye akımlarını ve net hata noksan kalemini dahil etmişlerdir.

Analizlerde yer verilen ikinci yabancı sermaye değişkeni ise FS olarak sembolleştirilen ve net portföy yükümlülükleri ile net kısa vadeli sermaye akımları toplamından oluşan finansal sermaye akımlarıdır. Bu değerlerin net olarak ifade edilmesi varlık ve yükümlülük arasındaki fark olarak ele alınmalarından kaynaklanmaktadır. Uluslararası sermaye akımlarının diğer yatırımlar kalemindeki kısa vadeli sermaye hareketlerinin hesaplanmasında Seyidoğlu (2003, 155) ve Yentürk (2005, 108) kaynaklarından faydalanılmıştır. Buna göre kısa vadeli sermaye yükümlülükleri hesaplanırken diğer yatırımların yükümlülükler alt kalemindeki kısa vadeli ticari krediler; Merkez Bankası'nın, Genel Hükümet'in, bankaların ve diğer sektörlerin kullandığı kısa vadeli krediler; Merkez Bankası'nın kısa vadeli mevduatları, bankaların mevduatları ve diğer yükümlülükler alt başlıkları toplanmıştır. Kısa vadeli sermaye yükümlülükleri ve diğer yatırımların varlıklar kalemleri toplanarak da kısa vadeli sermaye hareketlerinin net değerlerine ulaşılmıştır.

Aslında finansal sermaye denildiğinde ödemeler bilançosunun finans hesabında DYSY dışında kalan, yani net portföy yatırımları ile net diğer yatırımlar toplamından oluşan yabancı sermaye akımları anlaşılmalıdır. Ancak net diğer yatırımların içerisinde uzun vadeli yabancı sermaye akımları da bulunmaktadır. Analizlerde kullanılan finansal sermaye değişkeni hesaplanırken diğer yatırımların içerdiği uzun vadeli yabancı sermaye hareketlerine ilişkin veriler kapsam dışı tutulmuştur. Böylelikle hesaplanan

finansal sermaye değişkeni ile daha kısa vadeli ve akışkan finansal sermayenin etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

Sıcak para değişkeni ile finansal sermaye akımları arasındaki farklılıklar aşağıdaki şekilde özetlenebilecektir (İnandım, 2005; Seyidoğlu ve Altınay, 2008; Seyidoğlu, 2003; Yentürk, 2005):

- ✓ Sıcak para tanımı, finansal sermayeden farklı olarak, çalışmalarda tek başına bile sıcak parayı temsilen ele alınabilen, net hata noksan kalemini içerir.
- ✓ Sıcak para tanımlaması içerisinde ticari krediler yer almamaktadır. Oysa finansal sermaye kısa vadeli ticari kredileri kapsamaktadır.
- ✓ Sıcak para hesaplamasına sadece banka ve diğer sektörlerin kısa vadeli kredileri dahil edilmiştir. Finansal sermaye tanımında ise tüm sektörlerle ilişkin kısa vadeli krediler yer almaktadır.
- ✓ Sıcak para mevduat yükümlülükleri içinden sadece bankalara ait olanı içerirken, finansal sermaye bankalara ilaveten merkez bankasının kısa vadeli mevduat yükümlülüklerini de kapsamaktadır.
- ✓ Sıcak para tanımının içinde hisse senedi yükümlülükleri ve genel hükümetin yurtiçindeki borç senetlerine ilişkin yükümlülükleri yer almaktadır. Finansal sermaye hesaplanırken ise tüm portföy yatırımlarının net değerleri ele alınmıştır.
- ✓ Sıcak para hesaplanırken diğer yatırımların varlıklar kaleminden sadece bankaların kredi şeklindeki varlıkları dahil edilmiştir. Finansal sermaye tanımına ise diğer yatırımların altındaki tüm varlık kalemleri dahil edilmiştir.
- ✓ Sıcak para tanımı finansal sermayeden farklı olarak diğer yatırımların yükümlülük kalemi olan diğer yükümlülükleri içermez.

Uygulamada kullanılan yabancı sermaye akımlarına ilişkin veriler TCMB EVDS'deki ödemeler dengesi istatistiklerinden alınmıştır. Veri tabanında ABD doları cinsinden ifade edilen bu değişkenler yine TCMB EVDS'den alınan ortalama döviz kuru kullanılarak TL'ye çevrilmiştir. Yapıları itibariyle negatif değerler taşıyan bu serilerin logaritmik formları

kullanılmamıştır. Bu duruma bağlı olarak yorumlama kolaylığı sağlaması açısından bu serilerin GSYİH'ya oranlanmış halleri analizlere dahil edilmiştir.

Reel faiz oranı, ise DPT'den alınan iç borçlanma faiz oranları kullanılarak hesaplanmıştır. Reel faiz oranı hesaplamalarında $\left[\frac{1 + \text{Nominal Faiz Oranı}}{1 + \text{TÜFE}} - 1 \right]$ formülünden yararlanılmıştır. TÜFE değişkeni olarak ise IMF IFS'den alınan 2005=100 bazlı seri kullanılmıştır.

3. 4. Verilerin Analizi

Finansal sermaye akımlarının tasarruf ve yatırım değişkenleri üzerindeki etkisinin araştırıldığı bu çalışmada ekonometrik yöntem olarak VAR analizi gerçekleştirilmesi düşünülmüştür. VAR analizi kullanılarak hem değişkenler arasındaki eşbütünlüşme ilişkisinin incelenmesi, hem de elde edilen etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması ile rassal şokların değişkenler üzerindeki dinamik etkilerinin araştırılması planlanmıştır. Ancak uzun dönemli ilişkilerin tespiti için VAR modelinden hareketle gerçekleştirilen Johansen eşbütünlüşme testinin uygulanabilmesi için, modelde yer alan tüm değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan olmaları $[I(1)]$ koşulunun sağlanması gerekmektedir (Keskin, 2008, 215). Bu çalışmada gerçekleştirilen farklı birim kök testlerinin sonuçları, kullanılan değişkenlerin tümünün $I(1)$ olmadığını göstermektedir. Birim kök testlerinden elde edilen bu bulgular Johansen eşbütünlüşme testlerinin uygulanmasını imkansızlaştırmıştır.

Birim kök testlerinden elde edilen sonuçların meydana getirdiği kısıtlara bağlı olarak çalışmada değişkenler arasındaki eşbütünlüşme ilişkisini sınamak için Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen sınır testi (bound test) yaklaşımının uygulanmasına karar verilmiştir. Bu karara etki

eden en önemli neden, bu yöntemle eşbütünleşme ilişkisi araştırılırken değişkenlerin bütünleşme derecelerinin dikkate alınmamasıdır.

Çalışmada gerçekleştirilen zaman serisi analizlerinin ilk adımı birim kök testleri ile modele dahil edilen değişkenlerin durağanlığının sınanmasıdır. Çünkü durağan olmayan serilerle gerçekleştirilen uygulamalarda en önemli sorun, sahte regresyon sonuçlarına ulaşılabilmesidir. Ayrıca serilerin durağanlık dereceleri uygulanacak ekonometrik yöntemin belirlenmesinde önemli bir kriterdir. Örneğin Johansen eşbütünleşme testinin uygulanabilmesi için, modelde yer alan tüm değişkenlerin birinci farkları alındığında durağan olmaları gerekmektedir; sınır testi ile eşbütünleşme ilişkisi sınanırken bütünleşme derecesinin farklılık göstermesi yöntemin uygulanmasına engel teşkil etmemektedir. Bu bağlamda, çalışmanın ekonometrik analizlerinde ilk olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) ve Ng-Perron gibi farklı birim kök testleri uygulanarak değişkenlerin bütünleşme dereceleri tespit edilecektir. Birim kök testlerini takip eden ikinci aşamada değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi sınır testi ile incelenecektir. Üçüncü aşamada ise tahmin edilecek ARDL modeli ile değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler, ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli ile de kısa dönemli ilişkiler araştırılacaktır. Uygulamalı analiz için E-Views 5.0 ve Microfit 4.0 paket programlarından faydalanılmıştır.

Çalışmanın bundan sonraki aşamasında ampirik analizlerde uygulanacak olan ve yukarıda kısaca özetlenen ekonometrik yöntemlere ilişkin kuramsal bilgiler aktarılacaktır.

3. 4 .1. Durağanlık Analizi

Zaman serilerinin en önemli konusu modelde kullanılacak serilerin durağan olma (stationary) ya da durağan olmama (nonstationary) durumlarının incelenmesidir. Bu nedenle ilk metodolojik uygulama serilerin durağanlık analizlerinin yapılmasıdır.

Ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı, bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan sürecin durağan olduğu ifade edilmektedir (Gujarati, 2001, 713). Değişkenler arasında ekonometrik olarak anlamlı ilişkiler elde edilebilmesi serilerin durağan olmasına bağlıdır. Durağan olmayan verilerle regresyon tahmini gerçekleştirildiğinde, değişkenler arasındaki ilişki "sahte regresyon" (spurious regression) şeklinde ortaya çıkabilir ve bu durumda yüksek t istatistikleri ve yüksek R^2 değerleri elde edilse bile ulaşılan tahmin sonuçlarına güvenilemez (Tarı, 2010, 374). Sahte regresyon, araştırmacıyı geçersiz t istatistiklerine ve yanlış sonuçlara ulaştıracaktır. Zaman serisi uygulamalarında durağanlığın önemi de buradan kaynaklanmaktadır.

Ekonometrik analizlerde yanlış sonuçlara ulaşmamak için değişkenlerin durağan olup olmadıklarının, bir başka ifadeyle, bütünleşme derecelerinin birim kök testleriyle belirlenmesi gerekmektedir. Bu çalışmada incelenen zaman serilerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller, Phillips-Perron, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin ve Ng-Perron birim kök testleri ile analiz edileceğinden bundan sonraki kısımda bu yöntemler açıklanacaktır.

3. 4. 1. 1. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Serinin nasıl bir süreç olduğunu anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerlerin daha önceki dönemdeki değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Y_t değişkeninin bir önceki dönemdeki değeri olan Y_{t-1} ile ilişkisi 3.4 numaralı denklemde ifade edilen birinci dereceden otoregresif AR(1) modeli ile gösterilebilir. Bu regresyonda "P" katsayısının "1" olarak bulunması, seride birim kök sorunu olduğunu göstermektedir. Bu serinin durağan olmadığı ve serinin zaman içinde gösterdiği trendin stokastik olması anlamına gelmektedir (Tarı, 2010, 387-388).

$$Y_t = PY_{t-1} + u_t \quad (3.4)$$

" u_t " klasik varsayıma uyan, yani ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan stokastik hata terimidir. Böyle bir hata terimi beyaz gürültü (white noise) hata terimi olarak adlandırılır (Gujarati, 2001, 718).

3.4 numaralı regresyonun her iki tarafından da Y_{t-1} çıkarılarak aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$Y_t - Y_{t-1} = PY_{t-1} - Y_{t-1} + u_t \quad (3.5)$$

$$\Delta Y_t = (P - 1)Y_{t-1} + u_t \quad (3.6)$$

$$\Delta Y_t = \beta Y_{t-1} + u_t \quad (3.7)$$

"P-1" katsayısına β denilirse, P katsayısının bire eşit olup olmadığını test etmekle β katsayısının sıfıra eşit olup olmadığını test etmek aynı anlama gelmektedir. Çünkü P katsayısı bire eşit olduğunda, β katsayısı da sıfıra eşit olmaktadır. β katsayısının sıfıra eşit olması seride birim kök sorununun olduğunu yani serinin durağan olmadığını gösterir. Durağan olmayan bir seri fark alınarak durağan hale getirebilir. Bir zaman serisinin d'ninci farkı durağan

ise o seri, d'ninci dereceden entegre (bütünleşik) olmuş demektir ve I(d) olarak gösterilir. Seri düzey halde durağan ise I(0) şeklinde ifade edilir (Tarı, 2010, 388- 389).

İncelenen serilerin durağanlığı sınanırken temel hipotez serinin birim kök sorunu içerdiği yani durağan olmadığı anlamına gelen " $H_0 : \beta = 0$ " şeklinde kurulacaktır. Buna bağlı olarak da serinin durağan kabul edilebilmesi için temel hipotezin red edilmesi gerekir. Serinin durağanlığının bu şekilde sınanmasına "Dickey-Fuller Birim Kök Testi" adı verilir. Dickey-Fuller testi yapılırken modele sabit ya da trend değişkeni de eklenilebilecektir.

Dickey-Fuller testinde temel hipotez test edilirken, t testinin sıfır etrafında dağılmaması nedeniyle, t testi kullanılamaz. Bunun yerine Dickey-Fuller (1979) tarafından geliştirilen tau (τ) istatistiğinden yararlanılır. Bunun kritik değerleri çeşitli anlamlılık düzeylerine göre Dickey-Fuller tarafından Monte Carlo simülasyonlarına göre tablolaştırılmıştır. Bu tablolar sonrasında MacKinnon tarafından Monte Carlo simülasyonlarına göre genişletilmiştir ve elde edilen bu kritik değerlere MacKinnon kritik değerleri adı verilir (Gujarati, 2001, 719).

Temel hipotez test edilirken çeşitli anlamlılık düzeylerinde Dickey-Fuller test istatistiği, MacKinnon kritik değerleri ile karşılaştırılır. Serinin durağan olarak kabul edilebilmesi için hesaplanan test istatistiğinin MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olması gerekir. Bu şekilde birim kök sorunu olduğunu ifade eden temel hipotezi red edilir ve seride birim kök sorunu olmadığına karar verilir. Aksi durumda serinin birim kök içerdiğine karar verilir. Seri düzey halde durağan değilse serinin farkı alınarak durağanlık testi yinelenir.

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t + \beta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + u_t \quad (3.8)$$

Ancak regresyondaki hata teriminde otokorelasyon problemi varsa ulaşılan sonuçlara güvenilemez. Otokorelasyon probleminden arındırmak için

modele, 3.8 numaralı denklemde gösterildiği şekilde, gecikmeli fark terimleri eklenir. Gecikmeli fark terimlerinin sayısı belirlenirken de hata terimindeki otokorelasyon problemi ortadan kalkana kadar modeldeki gecikmeli fark terimi sayısı artırılır. 3.8 numaralı denklem şeklinde kurulan modellere uygulanan Dickey-Fuller testine ise Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller veya kısaca ADF) testi denilmektedir (Tarı, 2010, 390).

3. 4. 1. 2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

İkinci olarak üzerinde durulacak birim kök testi Philips-Perron (PP) testidir. Zaman serisindeki yüksek derecedeki korelasyonu kontrol etmek için parametrik olmayan bir yöntem ile durağanlık analizi yapan PP testi, ADF testine alternatif bir test olmaktan ziyade tamamlayıcı bir birim kök testi olarak literatüre geçmiştir. PP testinde otokorelasyonu gidermeye yetecek kadar bağımlı değişkenin gecikmeli değeri ilave edilmemekte, onun yerine katsayı Newey-West tahmincisi ile uyarlanmaktadır. Eğer değişkenlerin birinci farkında negatif içsel bağıntı durumu söz konusuysa, PP testinin ADF testine göre daha düşük güce sahip olduğu ifade edilmektedir (Temurlenk ve Oltulular, 2007, 2).

Phillips ve Perron (1988), birim kök sınaması için geliştirdikleri yöntemde Dickey-Fuller testlerindeki hata teriminin bağımsız, normal dağılımlı ve sabit varyanslı olması varsayımlarını yumuşatmışlardır. 3.9 numaralı denklemde u_t hata terimlerinin dağılımını, T gözlem sayısını göstermektedir. Burada hata terimlerinin beklenen ortalaması sıfıra eşit olduğundan bozucu terimlerin oto korelasyon ilişkisi içinde olmaması veya homojen olmaları için bir zorunluluk bulunmamaktadır. DF testlerinin aksine PP testlerinde bozucu terimler arasındaki zayıf bağımlılığa ve heterojenliğe izin verilmektedir (Kutlar, 2000, 171).

$$Y_t = m^*_0 + m^*_1 Y_{t-1} + m^*_2 (t - T/2) + u_t \quad (3.9)$$

PP testi gerçekleştirilirken de ADF testinde olduğu gibi, temel hipotez serinin birim kök sorunu içerdiği yönünde kurulur. PP testindeki karar verme süreci ADF testindeki karar verme süreci gibidir. ADF testinde olduğu gibi, PP testinin sonucunda hesaplanan t istatistiği, MacKinnon tablo değeri ile karşılaştırılarak seride birim kök olup olmadığına karar verilmektedir. Birim kök sorununun olup olmadığına karar verilirken çeşitli anlamlılık düzeylerinde, hesaplanan test istatistiğinin MacKinnon kritik değerlerinden mutlak olarak büyük olması koşulu aranır. Bu koşulun sağlandığı durumda, birim kök sorunu olduğunu gösteren temel hipotez red edilerek serinin durağan olduğu kabul edilir.

3. 4. 1. 3. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin Birim Kök Testi

Literatürde gecikme uzunluğunun seçimine karşı duyarlı olması dolayısıyla ADF testinin gücünün zayıf olduğu ve bu testin parçalı durağanlık durumunda hatalı sonuçlar verebildiği yönünde eleştiriler mevcuttur. ADF testine yönelik bu eleştiriler doğrultusunda Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin (1992) tarafından Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testi geliştirilmiştir (Temurlenk ve Oltulular, 2007, 2).

KPSS testinde amaç birim kök testi gerçekleştirirken serileri trendden arındırmaktır. Bu test için tahmin edilen modeller 3.10 ve 3.11 numaralı denklemler gibidir. w_t rassal yürüyüş sürecini, t deterministik trendi, ε_t durağan hataları, u_t ise $iid(0, \sigma_u^2)$ 'yu ifade etmektedir. KPSS testinin ilk aşamasının temelinde y_t serisinin trend ve kesme üzerine regresyonundan elde edilen hatalar vardır. Sonraki süreçte LM testinin hesaplanması ise 3.13

numaralı denklemdeki gibidir. Burada, $s^2(\ell) = T^{-1} \sum_{t=1}^T e_t^2 + 2T^{-1} \sum_{s=1}^{\ell} w(s, \ell) \sum_{t=s+1}^T e_t e_{t-s}$ olarak tanımlanır. $s^2(\ell)$ 'nin tutarlı bir tahmininin hesaplanması ise $\ell \rightarrow \infty$ giderken $T \rightarrow \infty$ için $\ell = o(T^{1/2})$ oranıyla mümkün olmaktadır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2006, 247-248).

$$Y_t = \beta t + w_t + \varepsilon_t \quad (3.10)$$

$$w_t = w_{t-1} + u_t \quad (3.11)$$

$$S_t = \sum_{i=1}^t e_i \quad t= 1, 2, 3, \dots, T \quad (3.12)$$

$$LM = \sum_{t=1}^T S_t^2 / s^2(\ell) \quad (3.13)$$

KPSS testinde, ADF ve PP testlerinin aksine, temel hipotez kurulurken serinin birim kök içermediği yani durağan olduğu kabul edilir. Alternatif hipotez ise serinin durağan olmadığı yönündedir. Serinin durağanlığına karar verme aşamasında ise, hesaplanan test istatistiği Kwiatkowski vd. (1992) tarafından türetilen kritik değerden büyükse temel hipotez red edilir. Bir başka ifadeyle serinin durağan olmasına karar verilir. Tam tersi şekilde, test istatistiği kritik değerden küçük ise serinin durağan olduğu kabul edilir.

3. 4. 1. 4. Ng- Perron Birim Kök Testi

Perron-Ng (1996) ve Ng ve Perron (2001) çalışmalarında geliştirilen Ng-Perron birim kök testi hataların kökü birim daireye (-1'e) yaklaştığında hatalarda meydana gelen çarpıklığın üstesinden gelmektedir. Bu test, Phillips-Perron Z_{α} testinin modifiyesi, Bhargava (1986) istatistiğinin

modifiyesi, Philips-Perron Z_t testi ve ERS Point Optimal testleri olmak üzere, M-testleri olarak bilinen dört farklı modifiye edilmiş testi kapsamaktadır. Trendden arındırılmış GLS temelli bu dört testten ilki Z_α testinin modifiyesi olan MZ_α testidir. İkinci test olan MSB, Bhargava (1986) istatistiğinin modifiyesidir. Üçüncü test de MZ_t olarak bilinmektedir ve bu testin temelinde Phillips-Perron testi ile MSB testi arasındaki ilişki yer almaktadır. Ng-Perron testinde kullanılan son test ise MPT olarak bilinen ERS Point Optimal istatistiğinin modifiyesidir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2006, 248- 249).

Ng- Perron birim kök testinde kullanılan MZ_α , MSB, MZ_t ve MPT test istatistikleri aşağıda belirtilen denklemlerdeki gibi hesaplanabilecektir. Seride sadece kesme bulunması durumundaki MSB test istatistiği 3.17. denklemdeki gibi, seride hem kesme ve hem trend bulunması durumundaki MSB test istatistiği ise 3.18. denklemdeki gibi ifade edilecektir (Göktaş, 2008, 53):

$$MZ_\alpha = Z_\alpha + (T/2) \left(\hat{\phi}_1 - 1 \right)^2 \quad (3.14)$$

$$MSB = \left(T^{-2} \sum_{t=1}^T Y_{t-1}^2 / s^2 \right)^{1/2} \quad (3.15)$$

$$MZ_t = MSB \times MZ_\alpha \quad (3.16)$$

$$MPT = \left[\bar{c} T^{-2} \sum_{t=1}^T \tilde{Y}_{t-1}^2 - \bar{c} T^{-1} \tilde{Y}_T^2 \right] / s_{AR}^2 \quad (3.17)$$

$$MPT = \left[\bar{c} T^{-2} \sum_{t=1}^T \tilde{Y}_{t-1}^2 - (1 - \bar{c}) T^{-1} \tilde{Y}_T^2 \right] / s_{AR}^2 \quad (3.18)$$

Ng-Perron testinde birim kökün varlığının sınanmasında MZ_α ve MZ_t ile MSB ve MPT testlerinin temel hipotezleri birbirinden farklıdır. MZ_α ve MZ_t testlerinde temel hipotez birim kök vardır şeklinde kurulurken, MSB ve MPT

testlerinde temel hipotez birim kökün yokluğu yönündedir. Bu dört testte hesaplanan test istatistikleri Ng-Perron (2001)'de hesaplanan kritik değerlerle karşılaştırılarak serilerin durağanlığına karar verilir. MZ_{α} ve MZ_t testlerinde hesaplanan test istatistiklerinin kritik değerlerden küçük olması durumunda serinin birim kök içerdiğini ve durağan olmadığını ifade eden temel hipotez reddedilemezken, MSB ve MPT test istatistiklerinin kritik değerlerden küçük olması durumunda serinin birim kök içermediği yani durağan olduğu yönündeki temel hipotez reddedilemez (Hepsağ, 2009, 70).

MZ_{α} ve MZ_t testleri hipotezlerin kuruluşu bakımından ADF ve PP testlerine benzemektedir. Bu dört testte boş hipotez serinin birim kök içerdiği, alternatif hipotez serinin durağan olduğu yönündedir. Bu anlamda MSB ve MPT testleri ise, temel hipotezi serinin durağan olduğu, alternatif hipotezi de seride birim kök olduğu şeklinde kurulan KPSS birim kök testine benzemektedirler.

3. 4. 2. Eşbütünleşme Analizi: Sınır Testi

Durağan olmayan iki veya daha fazla zaman serisinin doğrusal bir kombinasyonu durağan ise bu serilerin eşbütünleşik (veya koentegre) oldukları kabul edilir (Enders, 1995, 356). Ampirik literatürde değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler eşbütünleşme testleri ile analiz edilmekte, yaygın olarak da Engle-Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen-Juselius (1990) eşbütünleşme testleri kullanılmaktadır. Ancak bahsedilen bu yöntemlerin kullanılabilmesi bütün değişkenlerin düzeyde durağan olmaması ve birinci farkları alındığında durağan hale gelmesi koşullarının sağlanması gerekmektedir. Bu kısıta bağlı olarak da, değişkenlerin farklı derecelerden entegre olmuş olmaları durumunda bu standart eşbütünleşme testlerinden faydalanılamamaktadır (Taşçı, Darıcı ve Erbaykal, 2009, 109).

Bu soruna bağılı olarak da son yıllarda eşbütünleşme analizlerinde Pesaran ve Pesaran (1997), Pesaran ve Smith (1998), Pesaran ve Shin (1999) ve Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilmiş olan sınır testi (bound test) kullanılmaktadır. Sınır testinin sağladığı ilk avantaj değişkenlerin hangi dereceden durağan olduklarının önemsenmemesi ve $I(0)$ veya $I(1)$ olmalarına bakılmaksızın değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığının araştırılabilmesi; ikinci bir avantajı ise gözlem aralığının az olduğu durumlarda bile iyi küçük örnek özelliklerine sahip olmasıdır (Çağlayan, 2006, 425).

Sınır testine ilişkin bir önemli noktayı da belirtmek gerekir ki; bu yaklaşıma göre serilerin bütünleşme derecelerinin $I(0)$ ya da $I(1)$ olması gerekir, modeldeki hiçbir değişken $I(2)$ olamaz (Bolat, Belke ve Aras , 2011, 355). Sınır testi yaklaşımı değişkenlerin $I(0)$ veya $I(1)$ olması varsayımına dayanır. Değişkenlerin $I(2)$ olması halinde Pesaran vd. (2001) tarafından hesaplanan F istatistikleri geçersiz olacağından, $I(2)$ olan değişkenlerle gerçekleştirilen tahminler yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine neden olur (Başar, Aksu, Temurlenk ve Polat, 2009, 304). Bu durum da analizlerde yanıltıcı sonuçlara ulaşılmamasında birim kök testlerinin önemini ortaya koymaktadır.

Sınır testinde, 3.19 numaralı denklemdeki gibi ifade edilen bir kısıtlanmamış hata düzeltme modelinin (Unrestricted Error Correction Model-UECM) EKK yöntemiyle tahmin edilmesi söz konusudur. Bu denklemdeki β_0 sabit terimi, Δ değişkenlerin birinci farklarını, β_3 ve β_4 uzun dönem katsayılarını, β_1 ve β_2 ise kısa dönem dinamiklerini yansıtmaktadır (Keskin, 2008, 225).

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta X_{t-i} + \beta_3 Y_{t-1} + \beta_4 X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.19)$$

Sınır testinin ilk aşamasında UECM için uygun gecikme uzunluğunun (m) tespiti gerekmektedir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi Akaike,

Schwarz, Hannan-Quinn gibi kritik değerlerden yaralanılarak yapılmakta, en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu uygun gecikme uzunluğu olarak kabul edilmektedir. Ancak seçilen gecikme uzunluğuyla oluşturulan modelin hata terimlerinde otokorelasyon sorununun olması sınır testinin sağlıklı sonuç vermesine engel teşkil etmektedir. Bu sorunun önüne geçmek için, en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu ile tahmin edilen modelin otokorelasyon sorunu içermesi durumunda ikinci en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu kabul edilmektedir. Otokorelasyon sorunu devam ettiği sürece bu işlem sürdürülmektedir (Karagöl, Erbaykal ve Ertuğrul, 2007, 76).

Sınır testinde eşbütünleşme ilişkisi sınanırken bağımlı ve bağımsız değişkenlerin birinci dönem gecikmelerinin katsayılarının (β_3 ve β_4) topluca anlamlılığı F testi ile test edilmektedir. Eşbütünleşme olmadığını ifade eden temel hipotez $H_0 : \beta_3 = \beta_4 = 0$ şeklinde kurulmaktadır. Temel hipotezin reddedilmesi durumunda değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna karar verilir. Eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığına karar verilirken hesaplanan test istatistiği Pesaran vd. (2001, 300- 301)'deki tablo alt ve üst sınır değerlerinden oluşan kritik değerler ile karşılaştırılır.² Hesaplanan F istatistiğinin alt kritik değerinden küçük olması durumunda eşbütünleşme ilişkisi olmadığını ifade eden temel hipotez kabul edilmekte ve eşbütünleşme ilişkisinin olmadığına karar verilmektedir. Hesaplanan F istatistiğinin tablo üst kritik değerinden büyük olması durumunda ise temel hipotez reddedilir ve eşbütünleşme ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılır. Ancak bir de hesaplanan test istatistiğinin alt ve üst kritik değer arasında olma olasılığı vardır ki bu durumda kesin bir yorum yapılamamakta ve başka eşbütünleşme testlerine başvurulması gerekmektedir (Altıntaş ve Ayrıçay, 2010, 83).

² Alt sınır değeri, değişkenlerin tümünün I(0) olduğunu, üst sınır değeri ise değişkenlerin tamamının I(1) olduğunu varsaymaktadır (Pesaran vd., 2001, 290).

Yukarıdaki paragrafta aktarılan karar verme süreci, modeldeki değişkenlerden bazılarının $I(0)$, bazılarının $I(1)$ olduğu duruma ilişkindir. Oysaki hesaplanan F istatistiği ile kritik sınır değerlerin karşılaştırması yapılırken modeldeki değişkenlerin bütünleşme derecelerinin aynı olup olmadığına dikkat edilmesi gerekmektedir. Değişkenlerin bazılarının $I(0)$ bazılarının $I(1)$ olması durumunda hesaplanan F istatistiği alt ve üst kritik değerlerle karşılaştırılırken; değişkenlerin tümünün $I(0)$ olması durumunda sadece alt kritik değerlerle, değişkenlerinin tümünün $I(1)$ olması durumunda sadece üst kritik değerlerle karşılaştırılmaktadır. Değişkenlerin hepsinin $I(0)$ olduğu durumda, hesaplanan F istatistiği tablo alt kritik değerinden büyükse değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna, küçük olması durumunda ise eşbütünleşme ilişkisi olmadığına karar verilir. Değişkenlerin tümünün $I(1)$ olması durumunda ise, hesaplanan F istatistiği tablo üst kritik değerinden büyükse değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna, küçükse eşbütünleşme ilişkisi olmadığına karar verilir (Yamak ve Tanrıöver, 2007, 6-7).

3. 4. 3. Değişkenler Arasındaki Uzun ve Kısa Dönemli İlişkiler: ARDL Yaklaşımı

Modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna sınır testi ile karar verildikten sonraki aşamada, değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkiler, kurulan ARDL (Gecikmesi Dağıtılmış Otoresif Model/ Autoregressive Distributed Lag Model) modeli ile tahmin edilir.

3.20 numaralı denklemde gösterildiği şekilde kurulan ARDL modeli değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkilerin incelenmesine olanak sağlamaktadır. Bu denklemdeki p ve q değişkenlere ait uygun gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. Her bir değişkenin uygun gecikme uzunluğu ayrı olarak ve AIC (Akaike) ve SIC (Schwarz) gibi bilgi kriterlerinden

yararlanılarak belirlenmektedir. Bu şekilde belirlenen uygun gecikme sayılarıyla tahmin edilen ARDL modeli ARDL(p, q) olarak ifade edilmektedir (Keskin, 2008, 228).

$$Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{2i} X_{t-i} + e_t \quad (3.20)$$

ARDL modelinde uygun gecikme uzunluğu belirlenirken öncelikle bağımlı değişkenin uygun gecikme uzunluğu, daha sonra bağımlı değişkenin gecikme uzunluğuna bağlı olarak bağımsız değişkenin gecikme uzunluğu belirlenmektedir (Yamak ve Tanrıöver, 2007, 7). Gecikme uzunlukları belirlenirken Kamas ve Joyce (1993)'un nedensellik analizlerinde gecikme uzunluğunun belirlenmesi için önerdiği yöntem kullanılabilir. Buna göre, öncelikle belirlenen maksimum gecikme uzunluğu üzerinden bağımlı değişkenin sadece kendi değerlerine göre regresyonu gerçekleştirilerek en küçük AIC veya SIC değerini sağlayan gecikme sayısı seçilir. Sonraki aşamada bağımlı değişkenin seçilen gecikme sayısı sabit tutularak birinci bağımsız değişkenin olası tüm gecikmeleri ile regresyon modelleri oluşturulur ve bu bağımsız değişkenin gecikme sayısı yine en küçük AIC veya SIC değeri dikkate alınarak belirlenir. Bu işlem diğer bağımsız değişkenler için de tekrar edilerek tüm değişkenlerin uygun gecikme uzunluğunun tespiti tamamlanır (Karaca, 2005, 9; Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007, 214). Ancak Microfit 4.0 paket programı ile gerçekleştirilecek ARDL analizinde modelin uygun gecikme uzunlukları program tarafından otomatik olarak belirlenmektedir.

Sonraki aşamada ARDL (p, q) modelinden yola çıkılarak uzun dönem katsayıları hesaplanmakta ve bu katsayıların istatistiki anlamlılığı sınanmaktadır. Uzun dönem katsayılarının hesaplanırken 3.21 numaralı denklem kullanılmakta ve bağımsız değişkenlerin katsayıları, gecikmeli bağımlı değişkenlerin katsayılarının birden farkına bölünerek hesaplamalar yapılmaktadır. Uzun dönem katsayıları Microfit 4.0 paket programında otomatik olarak hesaplanmaktadır. Uzun dönemli katsayıların işaretlerine ve

istatistiki olarak anlamlılıklarına bakılarak değişkenlerin uzun dönemli ilişkileri yorumlanabilmektedir (Yamak ve Tanrıöver, 2007, 7).

$$\text{Uzun Dönem Katsayısı} = \frac{\sum_{i=0}^q \beta_{2,i}}{1 - \sum_{i=1}^p \beta_{1,i}} \quad (3.21)$$

Değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiler araştırılırken de 3.22 numaralı denklemde gösterilen ARDL yöntemine dayalı hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 ECT_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \beta_{3i} \Delta X_{t-i} + u_t \quad (3.22)$$

Denklemdaki " ECT_{t-1} " uzun dönemli ilişkilerin tespiti için kurulan 3.20 numaralı denklemin hata teriminin bir gecikmeli değerini ifade etmektedir. Bu değişken hata düzeltme terimi olarak adlandırılmakta ve katsayısının negatif ve istatistiki olarak anlamlı olması gerekmektedir. Katsayısı negatif ve anlamlı olarak bulunan bir hata düzeltme terimi, uzun dönem için bulunan ilişkileri de destekleyici nitelik taşıyacaktır. Bu katsayı, değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisinde herhangi bir şok nedeniyle meydana gelen bir sapmanın ne kadar zamanda düzeleceğini ifade etmektedir. Negatif katsayının büyüklüğü arttıkça uzun dönem dengeye dönme hızı da artacaktır (Keskin, 2008, 228).

4. BULGULAR VE YORUM

Çalışmanın uygulamalı analiz sonuçlarının aktarıldığı bu bölümde, bir önceki bölümde aktarılan teorik bilgilere paralel olarak, ilk aşamada çeşitli birim kök testleri aracılığıyla değişkenlerin durağanlık seviyeleri belirlenmiştir. İkinci aşamada sınır testi yaklaşımı ile değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisi araştırılmıştır. Üçüncü aşamada oluşturulan ARDL modeli ile değişkenler arasındaki uzun ve kısa dönemli ilişkiler incelenmiştir.

4. 1. Birim Kök Testi Sonuçları

Zaman serileri ile çalışılırken öncelikle serilerin bütünleşme dereceleri, bir başka ifadeyle durağan olup olmadıklarının birim kök testleriyle belirlenmesi önem arz etmektedir. Çünkü durağan olmayan zaman serileriyle yapılan analizlerde oluşturulan modellerin sahte regresyon sonuçları vermesi olasılığı bulunmaktadır. Bu bağlamda serilerin bütünleşme derecelerinin belirlenmesine yönelik olarak dört farklı birim kök testi gerçekleştirilmiştir.

Bu birim kök testlerinden ilki olan Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testine ilişkin sonuçlar Çizelge 2'de sunulmaktadır. ADF testinde temel hipotez serinin birim köke sahip olması biçiminde kurulmaktadır. LM dışındaki tüm seriler için düzey halde hesaplanan t değerlerinin tablo kritik değerlerden mutlak değer olarak büyük olduğu görülmüştür. ADF testine göre bu durum, birim kökün varlığına yönelik olarak kurulan temel hipotezin reddedilmesi, yani serilerin durağan olarak kabul edilmesi anlamına gelir. LM serisinde ise düzey halde hesaplanan t değeri tablo kritik değerden küçük bulunmuş yani birim kök temel hipotezi reddedilememiş, birinci farklarda ise

hesaplanan t değeri tablo kritik değerden büyük bulunmuş yani birim kök temel hipotezi reddedilmiştir. Bu sebeple LM serisi ADF testine göre birinci farkı alındıktan sonra durağanlaşmış yani I(1) olarak bulunmuştur.

Çizelge 2. Augmented Dickey-Fuller (ADF) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzyey Test İstatistiği	Mac Kinnon Kritik Değer	1. Farklar Test İstatistiği	Mac Kinnon Kritik Değer	Karar
LS	-3.994781 (1)**	-4.075340 ^b -3.466248 ^b -3.159780 ^b			I (0)
LI	-3.693520 (0)**	-4.073859 ^b -3.465548 ^b -3.159372 ^b			I (0)
FS	-4.878554(0)*	-3.512290 ^c -2.897223 ^c -2.585861 ^c			I (0)
SP	-2.708082 (2)*	-2.594189 ^a -1.944915 ^a -1.614114 ^a			I (0)
LY	-3.795283(11)**	-4.092547 ^b -3.474363 ^b -3.164499 ^b			I (0)
R	-2.436303 (7)**	-2.596160 ^c -1.945199 ^c -1.613948 ^c			I (0)
LM	-2.778910 (0)	-4.073859 ^b -3.465548 ^b -3.159372 ^b	-8.259584 (0)*	-3.513344 ^c -2.897678 ^c -2.586103 ^c	I (1)

Parantez içindeki rakamlar otokorelasyon sorununu gidermek için AIC kriteri tarafından belirlenmiş olan gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. a regresyonun sabit terim veya trend içermediğini, b regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c regresyonun sabit terim içerdiğini ifade etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Gerçekleştirilen ikinci durağanlık analizi ise Phillips-Perron (PP) birim kök testidir. Bu testte de temel hipotez ADF testinde olduğu gibi birim kökün varlığı yönünde kurulmaktadır. Çizelge 3'de verilen PP testi sonuçları değerlendirildiğinde LM, LY ve R değişkenlerinin haricindeki serilerde hesaplanan test istatistiklerinin tablo kritik değerlerinden mutlak olarak büyük bulunması temel hipotezin reddedildiği anlamına gelmekte ve serilerin düzey halde durağan olduklarını göstermektedir. Ancak LY, LM ve R serileri düzey halde iken hesaplanan test istatistikleri tablo kritik değerlerinden küçük olduğundan temel hipotez reddedilememekte ancak ilk farkları alındığında birim kök sorunu ortadan kalkmaktadır. Böylece bu üç serinin birinci dereceden bütünleşik olduğuna karar verilmektedir.

Çizelge 3. Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey Test İstatistiği	1. Farklar Test İstatistiği	Karar
LS	-4.025108 (3)** ^b		I (0)
LI	-3.733132 (1)** ^b		I (0)
FS	-4.922774(2)* ^c		I (0)
SP	-6.877877 (4)* ^b		I (0)
LY	-3.139691 (3) ^b	-9.390746 (2)* ^c	I (1)
R	-2.470846 (2) ^b	-12.89120 (5)* ^a	I (1)
LM	-2.820334 (0) ^b	-8.257137 (0)* ^c	I (1)

Parantez içindeki rakamlar otokorelasyon sorununu gidermek için belirlenmiş olan gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. a regresyonun sabit terim veya trend içermediğini, b regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c regresyonun sabit terim içerdiğini ifade etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Mac Kinnon kritik değerleri sabit ve trendli modellerde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyi için sırasıyla (-4.073859), (-3.465548) ve (-3.159372); sadece sabit içeren modellerde (-3.513344), (-2.897678) ve (-2.586103); sabit veya trend içermeyen modellerde ise (-2.593824), (-1.944862) ve (-1.614145) olmaktadır.

Birim kök sorununun tespitinde kullanılan üçüncü test ise sonuçları Çizelge 4'te verilen KPSS birim kök testidir. ADF ve PP testlerinden farklı olarak bu birim kök testinde temel hipotez birim kökün olmadığı yönünde kurulmaktadır. Bu bağlamda serinin birim kök içermediğine karar verilebilmesi için hesaplanan test istatistiğinin tablo kritik değerlerinden küçük olması şartı aranmaktadır. Buradan hareketle incelenen seriler içerisinde R ve LM serileri haricindekiler bu şartı sağlamaktadır ve birim kök sorunu içermemektedirler. R ve LM serileri ise ilk farkı alındığında bu koşulu yerine getirmektedir ve bu nedenle serilerin I(1) olduklarına karar verilmiştir.

Çizelge 4. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Düzyey Test İstatistiği	1. Farklar Test İstatistiği	Karar
LS	0.091222 (5)* ^b		I(0)
LI	0.103214 (5)* ^b		I(0)
FS	0.190838 (5)* ^c		I(0)
SP	0.093756 (5)* ^b		I(0)
LY	0.084389 (6)* ^b		I(0)
R	0.278663 (6) ^b	0.246932 (6)* ^c	I(1)
LM	0.188251 (6) ^b	0.200368 (3)* ^c	I(1)

Parantez içindeki rakamlar otokorelasyon sorununu gidermek için belirlemiş olan gecikme uzunluklarını ifade etmektedir. a regresyonun sabit terim veya trend içermediğini, b regresyonun sabit terim ve trend içerdiğini, c regresyonun sabit terim içerdiğini ifade etmektedir. *, **, *** sırasıyla %1, %5, %10 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Mac Kinnon kritik değerleri sabit ve trendli modellerde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyi için sırasıyla (0.2160), (0.1460) ve (0.1190) iken sadece sabit içeren modellerde %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyi için sırasıyla (0.7390), (0.4630) ve (0.3470) olmaktadır.

Son olarak gerçekleştirilen ve dört farklı testten oluşan Ng-Perron (2001) testinde; MZ_{α} ve MZ_t için temel hipotez seride birim kök olması, MSB ve MPT testlerinde ise temel hipotez serinin durağan olması biçimde kurulmaktadır. Bir diğer ifadeyle, serinin durağan olduğuna karar verilmesi için MZ_{α} ve MZ_t testlerinde hesaplanan istatistiğin kritik değerden büyük, MSB ve MPT testlerinde ise küçük olması istenir. Bu testin sonuçları Çizelge 5 'te görüldüğü gibidir.

Çizelge 5. Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Gecikme Sayıları		MZ _a	MZ _t	MSB	MPT	Karar
LS	3 (sabit+trend)	Düzye Test İstatistikleri	-18.0757**	-3.00627**	0.16632**	5.04148**	I(0)
LI	1 (sabit+trend)	Düzye Test İstatistikleri	-19.8276**	-3.13884*	0.15831**	4.65620**	I(0)
SP	4 (sabit)	Düzye Test İstatistikleri	-36.6180*	-4.23012*	0.11552*	0.81067*	I(0)
LY	3 (sabit+trend)	Düzye Test İstatistikleri	-16.1985***	-2.84330***	0.17553***	5.64154***	I(0)
FS	2 (sabit)	Düzye Test İstatistikleri	-17.5112*	-2.80245*	0.16004*	1.96732*	I(0)
R	2 (sabit+trend)	Düzye Test İstatistikleri	-8.52583	-1.99178	0.23362	10.9404	I(1)
	8 (sabit+trend)	1. Fark Test İstatistikleri	-14.5964***	-2.69985***	0.18497***	6.25293***	
LM	2 (sabit+trend)	Düzye Test İstatistikleri	-4.15122	-1.42201	0.34255	21.7549	I(1)
	1 (sabit+trend)	1. Fark Test İstatistikleri	-38.1588*	-4.35535*	0.11414*	2.45706*	
KRİTİK DEĞERLER							
			MZ_a	MZ_t	MSB	MPT	
(sabit+trend)		Kritik Değer *	-23.8000	-3.42000	0.14300	4.03000	
		Kritik Değer **	-17.3000	-2.91000	0.16800	5.48000	
		Kritik Değer ***	-14.2000	-2.62000	0.18500	6.67000	
(sabit)		Kritik Değer *	-13.8000	-2.58000	0.17400	1.78000	
		Kritik Değer **	-8.10000	-1.98000	0.23300	3.17000	
		Kritik Değer ***	-5.70000	-1.62000	0.27500	4.45000	

Bartlett Kernell tahmin yöntemi kullanılmış, bant genişliği Newey-West olarak belirlenmiştir. *, ** sırasıyla %1 ve %5 anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Birim kök testlerine ait kritik değerler Ng ve Perron (2001) Tablo 1'den alınmıştır.

LM ve R serileri için; MZ_{α} ve MZ_t testlerine göre düzey halde hesaplanan t değerleri tablo kritik değerlerden mutlak değer olarak küçük, MSB ve MPT testlerine göre ise hesaplanan değerler tablo kritik değerlerden büyük bulunmuştur. Birinci farklarda ise MZ_{α} ve MZ_t testlerine göre hesaplanan t değerleri tablo kritik değerlerden mutlak değer olarak büyük, MSB ve MPT testlerine göre ise hesaplanan t değerleri tablo kritik değerlerden küçük bulunmuştur. Yani her 4 test için de LM ve R serilerinin

düzy halde değil birinci farkları alındıktan sonra durağan olduğu bulunmuştur. Bunlar dışındaki seriler için ise düzy halde MZ_{α} ve MZ_t testlerine göre hesaplanan t değerleri tablo kritik değerlerden mutlak değer olarak büyük, MSB ve MPT testlerine göre ise hesaplanan t değerleri tablo kritik değerlerden küçük bulunmuştur. Yani bu seriler her 4 teste göre de düzyde durağan bulunmuştur.

Özetlemek gerekirse; geręekleřtirilen durağanlık testleri sonuçlarına göre LS, LI, FS ve SP serileri her 4 teste göre de düzyde durağandır. Ancak diğer değişkenler için testlerin sonuçları birbiriyle çelişmektedir. Bu çelişkiye bağlı olarak serilerin durağanlıklarına karar verilirken geręekleřtirilen dört birim kök testinin çoğunluğunun işaret ettiği dikkate alınmıştır. Buna göre, LY serisi PP testine göre birinci farkı alındığında durağan, diğer testlere göre ise düzyde durağan olarak bulunmuştur. 4 testten üçünün serinin birim kök iğermediğini göstermesi dolayısıyla serinin $I(0)$ olduğuna karar verilmiştir. R serisi sadece ADF testine göre düzyde durağan, diğerlerinde ise $I(1)$ olarak bulunmuş ve bu serinin $I(1)$ olduğuna karar verilmiştir. LM serisi ise tüm birim kök testlerinde birinci farkı alındığında durağan olarak bulunmuş ve serinin $I(1)$ olduğuna karar verilmiştir.

Burada serilerin farklı derecelerden bütünleşik olarak bulunması ilk önemli sonuçtur. Çünkü bu sonuç, geręekleřtirilecek analizde uygulamalı literatürde sıklıkla kullanılan Engle ve Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) eşbütünleşme testlerinin kullanılamayacağının bir kanıtıdır. Bu yöntemlerinin önemli bir ortak noktası eşbütünleşme ilişkisi araştırılacak olan serilerin aynı mertebeden durağan olmaları gerekliliği ve serilerden bir veya daha fazlasının düzy halinde durağan yani $I(0)$ olması durumunda bu testler ile eşbütünleşme ilişkisi araştırılamamasıdır. Bu çalışmada yer alan değişkenlerin farklı dereceden durağan olmaları ve seriler arasında $I(0)$ olanların bulunması dolayısıyla Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) eşbütünleşme testleri kullanılamamaktadır. Bu nedenle analizlerde Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ve serilerin farklı

derecelerden bütünleşik olma durumlarının önemsenmediği sınır testi (bound test) yaklaşımı kullanılmıştır.

4. 2. Sınır Testi ve ARDL Yaklaşımı Sonuçları

Birim kök testlerinin ardından izlenen ikinci adımda, finansal sermaye hareketleri ile tasarruflar ve yatırımlar arasında uzun dönemli bir denge ilişkisinin olup olmadığı Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen sınır testi yaklaşımı ile araştırılmaktadır. Sınır testinin gerçekleştirilmesinde ilk aşama kısıtsız hata düzeltme modelinin (UECM) tahmin edilmesidir. UECM oluşturulurken uygun gecikme uzunluğunun seçilmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Akaike ve Schwarz bilgi kriterlerinden yararlanılır. En küçük kritik değeri sağlayan ve aynı zamanda otokorelasyon problemi içermeyen gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenir. Kritik değerin en küçük olduğu gecikme uzunluğu ile oluşturulan modelin ardışık bağımlılık problemi içermesi durumunda ikinci en küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu alınır. Ardışık bağımlılık problemi hala devam etmesi halinde bu problem ortadan kalkana kadar bu işleme devam edilir.

Sınır testinde, oluşturulan kısıtsız hata düzeltme modelindeki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin bir gecikmeli değerlerinin katsayılarının topluca anlamlılığı F testi ile sınırlanır. Hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)'deki tablo alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılır. Hesaplanan F istatistiği eğer alt ve üst sınırlardan oluşan kritik sınır değerlerinin dışına düşerse o zaman değişkenlerin bütünleşme derecesini dikkate katmadan kesin bir yorum yapılabilir. Örneğin, F istatistiği eğer kritik üst sınır değerinden daha büyükse, o zaman eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığını ifade eden temel hipotez reddedilmektedir. Buna karşılık eğer F istatistiği kritik alt sınır değerinden

daha küçükse bu durumda uzun dönem ilişkisinin bulunmadığını ifade eden temel hipotez reddedilememektedir. F istatistiğinin kritik sınırların arasına düşmesi durumunda ise kesin bir yorum yapılamamaktadır.

Sınır testine göre değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğuna karar verildikten sonra uygun ARDL modelleri ile önce uzun dönem katsayıları, daha sonra ise oluşturulan hata düzeltme modeli yardımıyla kısa dönemli ilişkileri gösteren katsayılar tahmin edilir. Bu çerçevede öncelikle Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki daha sonrada yatırımlar arasındaki ilişkiler analiz edilecektir. Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişlerinin hem yatırım ve hem de tasarruflar üzerindeki etkisi analiz edilirken, yabancı sermaye girişlerinin finansal sermaye ve sıcak para olarak tanımlandığı iki farklı model kullanılacaktır.

4. 2. 1. Yabancı Sermaye Girişleri ve Tasarruflar

Yabancı sermaye akımları ile yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkiler finansal sermaye ve sıcak para olarak farklı yabancı sermaye değişkenleri ile ayrı ayrı tahmin edilerek aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

4. 2. 1. 1. Model 1: Finansal Sermaye ve Yurtiçi Tasarruflar

Sınır testi için oluşturulması gereken kısıtsız hata düzeltme modelinin (UECM) çalışmamıza uyarlanmış şekli aşağıda 4.1 numaralı eşitlikte gösterilmektedir.

$$\Delta LS_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta LS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta LM_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{5i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{6i} \Delta R_{t-i} + \alpha_7 LS_{t-1} + \alpha_8 LY_{t-1} + \alpha_9 LM_{t-1} + \alpha_{10} FS_{t-1} + \alpha_{11} R_{t-1} + \mu_t \quad (4.1)$$

Yukarıdaki gösterilen UECM modelinde "t" trend değişkenini, "Δ" değişkenlerin birinci farkını, "m" ise gecikme uzunluğunu ifade etmektedir. Sınır testinin uygulanmasında ilk adım, oluşturulan UECM'deki değişkenler için ortak gecikme uzunluğunun (m) belirlenmesidir. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde AIC ve SIC kriterlerinden yararlanılmış, belirlenen maksimum gecikme uzunluğu dikkate alınarak tahmin edilen UECM modellerinde ardaşık bağımlılık sorunu olup olmadığı ise LM testi yardımıyla incelenmiştir.

Maksimum gecikme uzunluğu serilerin üçer aylık olması ve veri aralığı göz önünde bulundurularak 8 olarak alınmıştır. Model 1 için uygun gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir. Bu gecikme uzunluğunda hem AIC ve SIC kriterleri minimum olmakta, hem de bu gecikme ile tahmin edilen UECM otokorelasyon sorunu içermemektedir. Çizelge 6'da testlerin sonuçları yer almaktadır.

Çizelge 6. Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	χ^2 BREUSCH- GODFREY (4)
1	-2.4557	-1.9828	12.2338 (0.0157)
2*	-2.4481	-1.8228	7.3109 (0.1203)
3	-2.3304	-1.5506	12.3064 (0.0152)
4	-2.4126	-1.4760	7.1527 (0.1280)
5	-2.4345	-1.3386	3.0575 (0.5483)
6	-2.4078	-1.1505	11.5591 (0.0210)
7	-2.5269	-1.1055	12.0187 (0.0172)
8	-2.7422	-1.1543	6.5956 (0.1589)

χ^2 BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

UECM modelinin gecikme sayısı 2 olarak belirlendikten sonra sınır testi yaklaşımıyla seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı araştırılmıştır. Sınır testi gerçekleştirilirken 4.1 numaralı eşitlikteki LS, LY, LM, FS ve R değişkenlerinin birinci dönem gecikmelerinin katsayılarının ($H_0=$

$\alpha_7 = \alpha_8 = \alpha_9 = \alpha_{10} = \alpha_{11} = 0$) topluca anlamlılığı Wald testi ile sınıranır. Sınır testi sonuçları Çizelge 7'de görülmektedir. Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi olup olmadığına karar verilebilmesi için hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)'in tablo alt ve üst kritik değerleriyle karşılaştırılmıştır. Hesaplanan F istatistiği Pesaran'ın üst kritik değerini aştığı için eşbütünleşme olmadığını ifade eden temel hipotez %5 anlamlılık düzeyinde red edilmiş ve seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edilmiştir.

Çizelge 7. Model 1'in Sınır Testi Sonuçları

K	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
4	9.09	3.47	4.57

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd.(2001, 301)'deki Tablo C1(v)'ten alınmıştır.

Seriler arasında eşbütünleşme ilişkisi tespit edildikten sonra finansal sermaye ve yurtiçi tasarruflar arasındaki uzun ve kısa dönemdeki statik ilişkiyi belirlemek için ARDL modeli kurulmuştur. ARDL modelinde LS bağımlı değişken, LY, LM, R ve FS değişkenleri bağımsız değişkenlerdir. ARDL modeli genel gösterim olarak aşağıda 4.2 numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$LS_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} LS_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} LM_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} R_{t-i} + \mu_t \quad (4.2)$$

Yukarıdaki denklemde m, n, p, r ve s gecikme değerlerini göstermektedir. ARDL modeli kurulurken Microfit 4.0 paket programı kullanılmış olup, gecikme sayılarının belirlenmesi için AIC bilgi kriterinden yararlanılmıştır. Uygun gecikme uzunluğu LS değişkeni için 3, LY değişkeni için 0, FS değişkeni için 1, LM ve R değişkenleri içinse 0 olarak belirlenmiştir. Bu durumda uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL(3,0,1,0,0)

olmaktadır. ARDL(3,0,1,0,0) modeli sonuçları ve bu modele göre hesaplanan uzun dönem katsayıları Çizelge 8'de sunulmuştur.³

Çizelge 8. ARDL (3,0,1,0,0) Modelinin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken= LS		
Değişkenler	Katsayı	t- istatistiği
LS(-1)	0.2411	2.7581***
LS(-2)	-0.0852	-0,9182
LS(-3)	-0.1650	-2.2023**
LY	1.7050	10.7824*
FS	-0.0097	-1.5720
FS(-1)	-0.0170	-2.6552*
LM	-0.1792	-2.4792*
R	0.0013	2.5796*
c	-14.8138	-4.9812*
t	-0.0060	-3.3688*
Tanısal Denetim Sonuçları		
$R^2 = 0.87$	$\bar{R}^2 = 0.86$	$X^2_{BG} = 5.0612 (0.28)$
$X^2_{NORM} = 2.0563 (0.36)$	$X^2_{WHITE} = 0.0982 (0.75)$	$X^2_{RAMSEY} = 3.3870 (0.07)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
LY	1.6897	12.9554*
FS	-0.0264	-4.3866*
LM	-0.1776	-2.4490*
R	0.0013	2.5608*
c	-14.6803	-4.8138*
t	-0.0060	-3.4669*

*%1, **%5, ***%10'da anlamlılığı gösterir. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içleri olasılık değerleridir.

LY değişkeninin katsayısının pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Bu beklentilerle uygun bir durumdur ve reel GSYİH'daki artışın yurtiçi tasarrufları artırıcı etkiler yarattığını ifade etmektedir. R değişkeninin katsayısı reel faiz oranlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki uzun dönemli etkisinin göstermektedir. Bu katsayının anlamlı ve pozitif işaretli oluşu, reel faizlerdeki artışın yurtiçi tasarrufları artırdığı anlamına gelmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde incelenen dönem için faizlerin tüketim davranışları üzerindeki ikame etkisinin gelir etkisinden daha büyük olması şeklinde yorumlanabilecektir.

³ Uzun dönem katsayıları Microfit 4.0 paket programı tarafından otomatik olarak hesaplanmaktadır.

Para arzının yurtiçi tasarruflar üzerindeki uzun dönem etkisi ise LM değişkeninin katsayısından görülmekte; hesaplanan uzun dönemli katsayı ise anlamlı ve negatif yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. Finansal gelişmişlik göstergesi olarak modele dahil edilen bu değişkenin katsayısının pozitif olması beklenmektedir. Çünkü tasarrufların değerlendirilebileceği finansal varlıkların varlığı ve çeşitliliği tasarruf artışını teşvik eden önemli bir faktördür. Ancak bunun tam tersi bir sonuç elde edilmiştir. Bu durum para arzındaki artışın faiz oranlarında neden olduğu düşüşe bağlı olarak oluşturduğu ikame etkisiyle açıklanabilecektir. Zaten reel faiz oranı değişkeninin pozitif yönlü katsayısı da bu durumu destekleyici bir bulgudur. Para arzındaki artış sonucu finansal aktif talebi ve dolayısıyla finansal aktif fiyatlarında oluşan artış da tasarruflar üzerindeki negatif yönlü etkinin açıklanabileceği bir diğer kanaldır. Bu durumda meydana gelen finansal servet artışı servet etkisi kanalıyla tüketimde artışa neden olurken, tasarruflar üzerinde ise negatif yönlü etki oluşturacaktır.

Araştırmanın konusu gereği bizi asıl ilgilendiren finansal sermaye değişkeninin katsayısıdır. Bu katsayı istatistiki olarak %1 seviyesinde anlamlı ve negatif bulunmuştur. Bu durum finansal sermaye akımlarındaki artışın yurtiçi tasarrufları düşürdüğü anlamına gelmekte ve yabancı sermaye ile yurtiçi tasarruflar arasındaki negatif yönlü ilişkiyi savunan ikame tezini destekleyici bulgular ortaya koymaktadır. Uzun dönem katsayıları, finansal sermayedeki 1 birimlik değişimin yurtiçi tasarrufları %2.64 oranında düşürdüğünü göstermektedir.

Finansal sermaye ve yurtiçi tasarruflar arasındaki ilişkinin analizine yönelik olarak en son aşamada Hata Düzeltme Modeli oluşturulacaktır. İlgili değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkilerin araştırılmasına olanak sağlayan ARDL modeline dayalı Hata Düzeltme Modeli 4.3 numaralı denklemdeki gibi oluşturulmuş ve sonuçları Çizelge 9'da sunulmuştur.

$$\Delta LS_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta LS_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} \Delta LM_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} \Delta R_{t-i} + \alpha_7 ECT_{t-1} + \mu_t \quad (4.3)$$

Çizelge 9. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Bağımlı Değişken= LS		
Değişkenler	Katsayı	t- istatistiği
DLY	1.7050	10.7824*
DFS	-0.0097	-1.5720
DLM	-0.1792	-2.4792*
DR	0.0013	2.5796*
c	-14.8138	-4.9812*
t	-0.0060	-3.3688*
ECT(-1)	-1.0091	-11.7533*

*%1, **%5'de anlamlılığı gösterir.

ECT_{t-1} değişkeni uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata terimi serisinin bir dönem gecikmeli değerini ifade etmektedir. Bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini göstermektedir. Hata düzeltme değişkeninin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkması beklenmektedir. Beklentiye uygun olarak bulunan negatif değerli ve istatistiki olarak anlamlı bulunan hata düzeltme katsayısı, değişkenler arasında bulunan eşbütünleşme ilişkisini desteklemektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı (-1.0091), bir şokun bir çeyreklik dönemde %100 gibi bir hızla dengeye yaklaştığını ifade etmektedir.

Kısa dönem katsayılarına bakıldığında, katsayıların işaretleri uzun dönemli ilişkilerle uyumlu yöndedir. Finansal sermaye dışındaki tüm bağımsız değişkenlerin kısa dönemde de anlamlı etkileri mevcuttur. Ancak finansal sermaye değişkenin katsayısı uzun dönemdekiyle paralel olarak negatif işaretli ancak anlamlı değildir. Bu durumda finansal sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasında kısa dönemli bir ilişkiden söz etmek mümkün değildir.

4. 2. 1. 2. Model 2: Sıcak Para ve Yurtiçi Tasarruflar

Kısıtlanmamış Hata Düzeltme Modelinin (UECM) tahminine dayanan sınır testi çerçevesinde, sıcak para hareketlerinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin araştırıldığı Model 2 aşağıdaki gibi uyarlanmıştır.

$$\Delta LS_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta LS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta LM_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{5i} \Delta SP_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{6i} \Delta R_{t-i} + \alpha_7 LS_{t-1} + \alpha_8 LY_{t-1} + \alpha_9 LM_{t-1} + \alpha_{10} SP_{t-1} + \alpha_{11} R_{t-1} + \mu_t \quad (4.4)$$

Sınır testi uygulamasının ilk adımı olarak Model 2 için uygun ortak gecikme uzunluğu seçimi AIC ve Schwarz bilgi kriterlerine göre yapılmıştır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesine yönelik sonuçlar Çizelge 10'da gösterilmektedir. Görüldüğü gibi, AIC ve Schwarz kriterini minimum yapan gecikme uzunluğu 1'dir. Ancak bu gecikme uzunluğu ile tahmin edilen model otokorelasyon sorunu içermektedir. Hata terimlerinde otokorelasyon sorunu oluşmasına neden olmayan ve ikinci en küçük bilgi kriterini sağlayan gecikme uzunluğu 2'dir. Bu nedenle kısıtsız hata düzeltme modelinde uygun gecikme uzunluğu 2 olarak belirlenmiştir.

Çizelge 10. Model 2'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	χ^2 BREUSCH- GODFREY (4)
1	-2.4148	-1.9418	8.7937 (0.0664)
2*	-2.3968	-1.7715	2.2167 (0.6960)
3	-2.2789	-1.4991	3.2899 (0.5125)
4	-2.2749	-1.3383	5.5196 (0.2380)
5	-2.2957	-1.1999	5.6076 (0.2304)
6	-2.2170	-0.9596	16.5249 (0.0024)
7	-2.2402	-0.8188	9.0181 (0.0607)
8	-2.4682	-0.8803	8.9900 (0.0614)

χ^2 BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Uygun gecikme uzunluğu belirlenmesinden sonra UECM, 2 gecikme ile tahmin edilerek eşbütünleşme ilişkisinin saptanması için F istatistiği

hesaplanmıştır. Çizelge 11'de, söz konusu değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığını ifade eden ($H_0 = \alpha_7 = \alpha_8 = \alpha_9 = \alpha_{10} = \alpha_{11} = 0$) temel hipotezi sınamak için hesaplanan F istatistiği ve Pesaran vd. (2001)'den alınan kritik değerler yer almaktadır.

Çizelge 11. Model 2'nin Sınır Testi Sonuçları

K	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
4	8.29	3.47	4.57

k, denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001, 301)'deki Tablo C1(v)'ten alınmıştır.

Sınır testi sonuçlarına göre, 2 no'lu model için hesaplanan F istatistiği (8.29), Pesaran vd.(2001)'den alınan tablo üst kritik değerinden (4.57) büyük olduğundan incelenen değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin varlığı kabul edilmektedir. Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu saptandıktan sonra, uygun ARDL modelleri ile uzun ve kısa dönem katsayıları tahmin edilmiştir.

Değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin araştırıldığı ARDL modeli 3.29 numaralı denklemdeki gibi oluşturulmuştur.

$$\begin{aligned}
 LS_t = & \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} LS_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} SP_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} LM_{t-i} \\
 & + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} R_{t-i} + \mu_t
 \end{aligned} \quad (4.5)$$

Uzun dönemli ilişkiyi sınavan ARDL modelinin uygun gecikme uzunluğu yine AIC kriteri kullanılarak; LS değişkeni için 3, LY değişkeni için 0, SP değişkeni için 3, LM değişkeni için 0 ve R değişkeni için 1 olarak belirlenmiştir. Yani, uzun dönem ilişkisinin araştırılacağı model ARDL (3,0,3,0,1) modelidir. Çizelge 12' de ARDL (3,0,3,0,1) modeline ilişkin tahmin sonuçları ve uzun dönem katsayıları gösterilmektedir. Tüm uzun dönemli katsayıların anlamlı olduğu görülmektedir. Bununla birlikte yurtiçi tasarruflar üzerinde LY ve R değişkenlerinin pozitif, SP ve LM değişkenlerininse negatif

yönlü etkiye sahip olduğu görülmektedir. Sıcak paradaki 1 birimlik artışın yurtiçi tasarrufları %3.6 oranında azalttığı tespit edilmiştir.

Çizelge 12. ARDL (3,0,3,0,1) Modelinin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken= LS		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
LS(-1)	0.2569	2.8628*
LS(-2)	-0.8073	-0.8260
LS(-3)	-0.1555	-1.9630**
LY	1.7351	10.4330*
SP	-0.0109	-1.6420***
SP(-1)	-0.0078	-1.1457
SP(-2)	-0.0080	-1.1497
SP(-3)	-0.0085	-1.3508
LM	-0.2248	-2.7519*
R	0.5085	0.5859
R(-1)	0.0014	1.5235
c	-15.2189	-4.7995*
t	-0.0045	-2.2558**
Tanısal Denetim Sonuçları		
$R^2 = 0.87$	$\bar{R}^2 = 0.85$	$X^2_{BG} = 4.7312 (0.316)$
$X^2_{NORM} = 0.6177 (0.73)$	$X^2_{WHITE} = 0.1048 (0.75)$	$X^2_{RAMSEY} = 8.0871 (0.004)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
LY	1.7716	12.1155*
SP	-0.0360	-3.8886*
LM	-0.2295	-2.7118*
R	0.0020	3.2036*
c	-15.5393	-4.5987*
t	-0.0046	-2.2888**

*%1, **%5, ***%10'da anlamlılığı gösterir. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içleri olasılık değerleridir.

Ulaşılan bu sonuçlar yabancı sermayenin etkisinin finansal sermaye bağımsız değişkeni ile araştırıldığı Model 1'den elde edilen sonuçlarla paralellik göstermektedir. Bunun anlamı; yabancı sermayeyi finansal sermaye veya sıcak para olarak tanımlamamızın yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkinin yönünde bir değişikliğe neden olmadığıdır. Her iki yabancı sermaye tanımlaması altında da, incelenen 1991:4-2012:2 dönemi için finansal sermaye akımlarının Türkiye'nin yurtiçi tasarruflarını azaltıcı yönde etki

yarattığı tespit edilmiştir. Ancak etkinin büyüklüğü değerlendirildiğinde, sıcak paranın tasarrufları düşürücü etkisinin finansal sermaye değişkeninin etkilerine kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir.

İlgili değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. 2 no'lu model için, hata düzeltme modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

$$\Delta LS_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta LS_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{4i} \Delta SP_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{5i} \Delta LM_{t-i} + \sum_{i=0}^s \alpha_{6i} \Delta R_{t-i} + \alpha_7 ECT_{t-1} + \mu_t \quad (4.6)$$

Model 2 için ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli sonuçları Çizelge 13'de yer almaktadır.

Çizelge 13. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Bağımlı Değişken= LS		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
DLY	1.7351	10.4330*
DSP	-0.0109	-1.6420***
DSP(-1)	0.0166	1.8392***
DSP(-2)	0.0085	1.3508
DLM	-0.2248	-2.7519*
DR	0.5085	0.5859
c	-15.2189	-4.7995*
t	-0.0045	-2.2558**
ECT(-1)	-0.9794	-11.2345*

*%1, **%5'de anlamlılığı gösterir.

Hata düzeltme teriminin katsayısı, beklendiği gibi negatif işaretlidir ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bu sonuç da değişkenler arasında uzun dönemli ilişki olduğuna yönelik sonucu destekleyici niteliktedir. Hata düzeltme katsayısı modelde -0.97 olarak bulunmuştur. Bunun anlamı kısa dönemde uzun dönemden bir sapma olması halinde, sistem bir çeyrek dönem içinde %97 gibi bir hızla dengeye gelecektir. Hata düzeltme modelindeki kısa dönem katsayıları değerlendirildiğinde; LY, LM ve R değişkenleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönü uzun dönemde olduğu

gibidir ve R değişkeninin dışındaki katsayılar istatistiki olarak anlamlıdır. Ancak sıcak para şeklindeki yabancı sermayenin kısa dönem etkilerine ilişkin net bir karar verilememektedir. Kısa dönem katsayılarına bakıldığında, SP değişkenine ait anlamlı katsayılardan biri negatif yönlü ilişkiye diğerleri ise pozitif yönlü ilişkiye işaret etmektedir. Bu çelişkili durum sıcak para ve yurtiçi tasarruflar arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönüne ilişkin kesin bir sonuca varılmasını engellemektedir.

4. 2. 2. Yabancı Sermaye Girişleri ve Yatırımlar

Bu bölümde yabancı sermaye ve yatırım değişkeni arasındaki ilişki finansal sermaye ve sıcak para olmak üzere iki farklı yabancı sermaye değişkeni ile ayrı ayrı tahmin edilecektir.

4. 2. 2. 1. Model 1: Finansal Sermaye ve Yatırımlar

Finansal sermayenin yatırım değişkeni üzerindeki etkisinin araştırılacağı UECM modeli 4.7 no'lu denklemde gösterildiği gibi oluşturulmuştur.

$$\Delta LI_t = \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta LI_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \alpha_5 LI_{t-1} + \alpha_6 LY_{t-1} + \alpha_7 FS_{t-1} + \alpha_8 R_{t-1} + \mu_t \quad (4.7)$$

Yukarıdaki denklemde gösterilen UECM için ortak gecikme uzunluğu 1 olarak bulunmuştur. Çünkü 1 gecikme hem AIC ve Schwarz kriterlerini minimum yapmakta, hem de 1 gecikmeli ile tahmin edilen UECM'de

otokorelasyon problemine rastlanmamaktadır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesine yönelik sonuçlar Çizelge 14'te sunulmaktadır.

Çizelge 14. Model 1'in Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	χ^2 BREUSCH- GODFREY (4)
1*	-1.3111	-0.9859	4.4397 (0.3498)
2	-1.2652	-0.8186	2.2110(0.6970)
3	-1.1970	-0.6271	1.0184 (0.9070)
4	-1.2740	-0.5791	2.7455 (0.6013)
5	-1.2336	-0.4118	4.2235 (0.3766)
6	-1.2098	-0.2591	10.0591 (0.0394)
7	-1.1225	-0.0410	14.3119 (0.0064)
8	-1.0755	0.1391	22.0872 (0.0002)

χ^2 BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Uygun gecikme uzunluğu 1 olarak belirlendikten sonra, UECM bu gecikme uzunluğuyla tahmin edilmiş ve eşbütünleşme ilişkisinin sınanması amacıyla F istatistiği hesaplanmıştır. Eşbütünleşme ilişkisi araştırılırken 3.31 numaralı eşitlikteki LI, LY, FS, R değişkenlerinin birinci dönem gecikmelerinin katsayılarının ($H_0 = \alpha_5 = \alpha_6 = \alpha_7 = \alpha_8 = 0$) topluca anlamlılığı F testi ile sınanmıştır. Sınır testi sonuçları, Çizelge 15'de sunulmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin (6.4751) Pesaran vd. (2001)'de hesaplanan üst kritik değeri aşıyor olması, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı yönünde kurulan temel hipotezin reddedildiğine ve değişkenler arasında uzun dönemli bir eşbütünleşme ilişkisi olduğuna işaret etmektedir.

Çizelge 15. Model 1'in Sınır Testi Sonuçları

K	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
3	6.4751	2.45	3.63

k, denklemdaki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd.(2001, 300)'deki Tablo C1(i)'den alınmıştır.

LI, LY, FS ve R değişkenleri arasındaki uzun dönemli ilişkinin tahmin edileceği ARDL modeli aşağıdaki gibi oluşturulmuştur. ARDL modelinde, değişkenlerin gecikme uzunluğu AIC kriterine göre belirlenmiştir. En küçük AIC kriterini sağlayan gecikme uzunlukları tüm değişkenler için 1'dir. Bu durumda tahmin edilecek olan ARDL(1,1,1,1) modelidir.

$$LI_t = \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} LI_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} R_{t-i} + \mu_t \quad (4.8)$$

Çizelge 16'da ARDL(1,1,1,1) modelinin tahmin sonuçları ve modelin tahmin sonuçlarına göre hesaplanan uzun dönem katsayıları yer almaktadır. ARDL(1,1,1,1) modelinden elde edilen uzun dönemli katsayıların tüm değişkenler için %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Uzun dönemde Y değişkeninin yatırımlar üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuç kuramsal beklentilerle uyum içerisindedir.

Çizelge 16. ARDL (1,1,1,1) Modelinin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken= LI		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
I(-1)	0.5191	6.0120*
Y	1.5166	4.9784*
Y(-1)	-1.0669	-3.4291*
FS	0.1149	0.9627
FS(-1)	0.0344	2.7475*
R	-0.0011	-0.7696
R(-1)	0.0024	1.7055***
Tanısal Denetim Sonuçları		
$R^2 = 0.81$	$\bar{R}^2 = 0.79$	$X^2_{BG} = 6.3159 (0.17)$
$X^2_{NORM} = 0.4177 (0.81)$	$X^2_{WHITE} = 4.6328 (0.03)$	$X^2_{RAMSEY} = 0.0165 (0.89)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Y	0.9351	704.5704*
FS	0.0955	3.9523*
R	0.0026	2.2683**

*%1, **%5, ***%10'da anlamlılığı gösterir. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içleri olasılık değerleridir.

Reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki uzun dönemli etkisi ise beklenenin tersine pozitif işaretlidir. Bu durum artan reel faiz oranlarının daha yüksek yabancı sermaye girişine neden olması, bu yabancı fonların da yatırım harcamalarının finansmanına kolaylık sağlamasıyla açıklanabilecektir. Faiz oranı ve yatırım harcamaları arasındaki pozitif ilişkinin bir kaynağı da

faizin tüketim harcamaları üzerindeki gelir etkisidir. Artan faizin neden olduğu tüketim artışı toplam talepte artış yönlü etkiler yaratarak beklenen hasılatı ve dolayısıyla da özellikle dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımları pozitif yönde etkileyebilmektedir.

Tezin konusu itibariyle etkileri ile asıl ilgilendiğimiz değişken finansal sermayedir. Finansal sermaye değişkeninin de uzun dönemde yatırımları pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal sermayedeki 1 birimlik değişimin yatırımları %9.55 oranında artırdığı görülmektedir. Finansal sermayenin yatırımlar üzerindeki etkisi, fonksiyonda bulunan faiz oranının yatırımlarla ilişkisinin pozitif olduğu göz önünde bulundurulursa, tezin teorik bölümünde belirtildiği şekilde “Faiz Oranı Kanalı” yolu ile değil “Toplam Talep Kanalı” yolu ile işlemektedir.

Söz konusu değişkenler arasındaki kısa dönemli ilişkiler ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile incelenmiştir. Bu model 4.9 numaralı denklemde gösterildiği gibi tahmin edilmiştir.

$$\Delta LI_t = \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta LI_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta FS_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \alpha_5 ECT_{t-1} + \mu_t \quad (4.9)$$

Çizelge 17’de değişkenlere ait kısa dönem katsayıları ve hata düzeltme terimi gösterilmektedir. Hata düzeltme teriminin katsayısı negatif işaretli istatistiki olarak anlamlıdır. Bu durum bulunan uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisini destekler niteliktedir. Hata düzeltme katsayısının -0.48 olması, kısa dönemde uzun dönemden bir sapma olduğunda bir çeyrek dönem içinde sistemin %48 oranında dengeye döndüğünü göstermektedir.

Çizelge 17. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Bağımlı Değişken= LI		
Değişkenler	Katsayı	t-istatistiği
DY	1.5166	4.9784*
DFS	0.0115	0.9627
DR	-0.0011	-0.7696
ECT(-1)	-0.4809	-5.5703*

*%1, **%5’de anlamlılığı gösterir.

Uzun dönemde olduğu gibi kısa dönemde de Y değişkenindeki bir artışın yatırımlarda artışa neden olduğunu, ilişkinin de istatistik olarak anlamlı olduğunu görmekteyiz. Bununla birlikte finansal sermaye değişkeninin kısa dönemli katsayısı da pozitif işaretli olmasına rağmen istatistiki olarak anlamlı değildir. Benzer şekilde reel faiz oranının da yatırımlar üzerindeki kısa dönemli etkisinin istatistiki olarak anlamsız olduğu görülmektedir.

4. 2. 2. Model 2: Sıcak Para ve Yatırımlar

Bu bölümde sermaye girişlerinin yatırım değişkenine ilişkin etkileri incelenirken alternatif bir yabancı sermaye tanımlaması olarak sıcak paranın etkileri tahmin edilmiştir.

Analizin ilk adımı olarak, sınır testinde tahmin edilecek olan UECM'ye ilişkin gecikme uzunluğu belirlenecektir. Sıcak paranın yatırım değişkeni üzerindeki etkisinin araştırılacağı UECM modeli 4.10 numaralı denklemde gösterildiği gibi oluşturulmuştur.

$$\begin{aligned} \Delta LI_t = & \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta LI_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{2i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{3i} \Delta SP_{t-i} + \sum_{i=0}^m \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \alpha_5 LI_{t-1} + \alpha_6 LY_{t-1} \\ & + \alpha_7 SP_{t-1} + \alpha_8 R_{t-1} + \mu_t \end{aligned} \quad (4.10)$$

Çizelge 18'de de gösterildiği üzere uygun gecikme uzunluğu AIC ve Schwarz kriterleri göz önünde bulundurularak 1 olarak belirlenmiştir. Görüldüğü gibi, 1 gecikme uzunluğu ile tahmin edilen kısıtsız hata düzeltme modeline ilişkin bilgi kriterleri minimum seviyede olmakta ve modelde otokorelasyon sorunu oluşmamaktadır.

Çizelge 18. Model 2'nin Sınır Testi İçin Uygun Gecikme Uzunluğu

m	AIC	SIC	χ^2 BREUSCH- GODFREY (4)
1*	-1.2928	-0.9676	1.1426 (0.8875)
2	-1.2525	-0.8059	0.4796 (0.9755)
3	-1.1718	-0.6019	0.5063 (0.9729)
4	-1.2041	-0.5091	3.2616 (0.5150)
5	-1.1826	-0.3608	2.9959 (0.5585)
6	-1.1327	-0.1820	2.9819 (0.5609)
7	-1.0466	0.0349	21.1947 (0.0003)
8	-1.0856	0.1288	27.9528 (0.0001)

χ^2 BREUSCH- GODFREY otokorelasyon test istatistiğidir. Parantez içindeki değerler olasılık değerleridir. * işareti, seçilen gecikme uzunluğunu göstermektedir.

Sınır testi için 4.10 numaralı kısıtsız hata düzeltme modelinde yer alan bir gecikmeli bağımlı ve bağımsız değişkenlerin katsayılarına Wald testi yapılmıştır. Buradan elde edilen F istatistiği ise Pesaran vd. (2001)'deki kritik değerlerle karşılaştırılmıştır. Çizelge 19'da sınır test sonuçları sunulmaktadır. Hesaplanan F istatistiğinin (5.8270), üst kritik değeri (3.63) aşıyor olması değişkenler arasında uzun dönemli bir eşbütünlük ilişkisi olduğu anlamına gelmektedir.

Çizelge 19. Model 2'nin Sınır Testi Sonuçları

K	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değerler	
		Alt Sınır	Üst Sınır
3	5.8270	2.45	3.63

k, denklemdeki bağımsız değişken sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd.(2001,300)'deki Tablo C1(i)'den alınmıştır.

Değişkenler arasındaki kısa ve uzun dönemli ilişkilerin tespiti için bir sonraki aşamada ARDL modeli kurulacaktır. ARDL modelinin genel gösterimi aşağıdaki gibidir.

$$LI_t = \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} LI_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} SP_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} R_{t-i} + \mu_t \quad (4.11)$$

Microfit 4.0 paket programının yardımıyla ARDL modeline ilişkin gecikme uzunlukları belirlenmiş ve bu aşamada AIC bilgi kriteri kullanılmıştır. Uygun gecikme uzunluğu LI için 1, LY için 1, R için 0, SP için 1 olarak belirlenmiştir. Bu durumda, ARDL(1,1,0,1) modeli uygun ARDL modeli olarak

seçilmiştir. ARDL modeli tahmin sonuçları ile buradan elde edilen uzun dönem katsayıları Çizelge 20'de sunulmuştur.

Uzun dönem katsayıları değerlendirildiğinde tüm bağımsız değişkenlerin yatırım değişkeni üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü etkileri olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar finansal sermaye değişkeni ile tahmin edilen yatırım modelinden elde edilen sonuçlarla da uyumludur. Sıcak para değişkenindeki 1 birimlik artışın yatırımları %10.33 oranında artırdığı tespit edilmiştir. Bu büyüklük finansal sermayenin yatırımlar üzerindeki pozitif etkisinin büyüklüğü ile karşılaştırıldığında sıcak paranın yatırımlar üzerinde görece daha büyük bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu durumda, yabancı sermayenin akışkanlığı arttıkça toplam yatırımlar üzerindeki olumlu etkisinin de arttığı yorumu yapılabilecektir.

Çizelge 20. ARDL (1,1,0,1) Modelinin Tahmin Sonuçları

Bağımlı Değişken= LI		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
I(-1)	0.5435	6.5638*
Y	1.5424	5.1335*
Y(-1)	-1.1156	-3.6198*
R	0.0014	2.1940**
SP	0.0045	0.42124
SP(-1)	0.0426	3.7873*
Tanısal Denetim Sonuçları		
$R^2 = 0.80$	$\bar{R}^2 = 0.79$	$X^2_{BG} = 1.9758 (0.740)$
$X^2_{NORM} = 1.0587 (0.58)$	$X^2_{WHITE} = 2.0537 (0.152)$	$X^2_{RAMSEY} = 0.1845 (0.67)$
Uzun Dönem Katsayıları		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Y	0.9350	662.0069*
R	0.0030	2.4681**
SP	0.1033	3.4760*

*%1, **%5, ***%10'da anlamlılığı gösterir. X^2_{BG} , X^2_{NORM} , X^2_{WHITE} , X^2_{RAMSEY} sırasıyla otokorelasyon, normallik, değişen varyans ve model kurma hatası sınaması istatistikleridir. Parantez içleri olasılık değerleridir.

Kısa dönemli ilişkilerin incelendiği ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli 4.12 numaralı denklemde gösterildiği gibi tahmin edilmiştir.

$$\Delta LI_t = \sum_{i=1}^m \alpha_{1i} \Delta LI_{t-i} + \sum_{i=0}^n \alpha_{2i} \Delta LY_{t-i} + \sum_{i=0}^p \alpha_{3i} \Delta SP_{t-i} + \sum_{i=0}^r \alpha_{4i} \Delta R_{t-i} + \alpha_5 ECT_{t-1} + \mu_t \quad (4.12)$$

ARDL(1,1,0,1)'den elde edilen Hata Düzeltme Modeli sonuçları Çizelge 21'de yer almaktadır. Hata düzeltme teriminin katsayısı olması gerektiği gibi anlamlı ve negatif işaretlidir. Bu katsayının -0,45 olarak bulunması, kısa dönemde uzun dönemden bir sapma oluştuğunda sistemin bir çeyreklik dönemde %45 oranında dengeye döndüğü anlamına gelmektedir. Kısa dönemli katsayıların işareti uzun dönemli katsayılarla paralellik göstermekte ve ilgili tüm değişkenlerin yatırım harcamalarını pozitif yönde etkilediği tespit edilmektedir. Ancak sıcak para değişkeninin yatırım harcamaları üzerindeki kısa dönemli doğru yönlü etkisinin anlamsız olduğu görülmektedir.

Çizelge 21. Hata Düzeltme Modeli Sonuçları

Bağımlı Değişken= LI		
Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
DY	1.5424	5.1335*
DR	0.0016	2.1940**
DSP	0.0045	0.42124
ECT(-1)	-0.4565	-5.5125*

*%1, **%5'de anlamlılığı gösterir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

5. 1. Sonuçlar

İktisat yazınında en çok tartışılan konulardan biri sermaye hareketlerinin makroekonomik etkileridir. Özellikle, 1980 sonrası dönemde gelişmekte olan ülkelerin birbiri ardına benimsedikleri finansal serbestleşme politikaları ile bu süreçte hızla artan sermaye akımlarının yöneldiği ülke ekonomilerinde doğurduğu sonuçlar sıklıkla sorgulanmaktadır. Bu çalışmada finansal sermaye akımlarının tasarruf ve yatırım değişkeni üzerindeki olası etkileri Türkiye ekonomisi için araştırılmıştır.

Yabancı sermayenin ekonomik etkileri finansal ve finansal olmayan sermaye açısından değerlendirildiğinde, finansal olmayan doğrudan yabancı sermaye yatırımları çok daha istikrarlıdır ve dolayısıyla ekonomik büyümeye olumlu katkıları çok daha fazladır. Portföy yatırımları ve diğer yatırımlar gibi likiditesi yüksek fonlardan oluşan finansal sermayenin ise ekonomide istikrarsızlık yaratma potansiyeli yüksektir. Finansal sermayenin daha dar bir tanımından oluşan sıcak para akımları ise finansal sermayeye kıyasla daha akışkan ve spekülâtif fonları içermekte, beklentilerdeki olumsuz yönlü değişmelere paralel olarak ani çıkış yönlü tepkiler verebilmektedir. Sonuç olarak, yabancı fonların likiditesi arttıkça ekonomide istikrarsızlık yaratma potansiyeli de yükselmektedir. Bu bağlamda dış kaynak kullanımına yönelen Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkeler için toplam yabancı sermaye akımları içerisinde finansal sermaye yatırımlarının yaratacağı etkilerin analizi büyük önem kazanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye girişlerinin kompozisyonundaki gelişmelere ilişkin en çarpıcı gözlem doğrudan yabancı sermaye akımlarındaki istikrarlı artışa karşılık portföy yatırımları ve diğer yatırımlardan oluşan finansal sermaye hareketlerinde gözlenen istikrarsız seyirdir. Portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların kriz öncesi yıllardaki hızlı yükselişlerinin krizlerle birlikte sert düşüşlere dönüşmesi, finansal sermayeyi oluşturan bu fonların gelişmekte olan ülkelerdeki krizlere kaynaklık ettiğini ortaya koymuştur.

Türkiye ekonomisi, dış finansal liberalizasyonunu tamamladığı 1989 yılından itibaren diğer gelişmekte olan ülkeler gibi yüksek miktarda yabancı sermayeye ev sahipliği yapmıştır. Gelişmekte olan ülkeler içinde Türkiye'ye yönelik doğrudan yatırımların payına bakıldığında, Türkiye'nin doğrudan yabancı sermayeyi çekme konusundaki başarısızlığı dikkat çekicidir. Öyle ki ülkenin gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye toplamından aldığı pay 1994-2004 yılları arasında %1'i dahi aşmamıştır. En yüksek paya ulaştığı 2007 yılında bile oran sadece %6'dır. Küresel krizin etkisiyle %2 seviyelerine inen bu oranın çok daha yüksek seviyelere taşınabilmesi istikrarlı bir büyüme için son derece önemlidir. Türkiye'ye yönelik portföy yatırımlarının ve diğer yatırımların gelişmekte olan ülkeler içindeki payı ise istikrarsız bir görünüm sergilemekte ve çok geniş bir aralıkta dalgalanmaktadır. Diğer yatırımların gelişmekte olan ülkelerde yüksek hacimlere ulaştığı 1995 ve 2007 yıllarında Türkiye'nin toplamdaki payı %5 ve %19'dur. 1996 ve 2011 yıllarında ise Türkiye ekonomisi gelişmekte olan ülkeler toplamının sırasıyla 9 ve 20 katı büyüklükte diğer yatırıma ev sahipliği yapmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek büyüme oranlarına ulaşabilmesi için yabancı kaynak kullanımının gerekli olduğu düşünölmekle birlikte yabancı tasarrufların yurtiçi tasarruflara olan etkileri konusunda literatürde bir görüş birliği yoktur. Artan yabancı sermaye hacmine bağlı olarak bir ülkedeki toplam tasarrufların artacağı açıktır. Ancak toplam tasarruflar artan yabancı tasarruflara bağlı olarak yükselirken, yurtiçi tasarruf

hacmi azalıyorsa, bu yabancı sermaye girişine maruz kalan ülkenin yatırım ve ekonomik büyüme anlamında yabancı sermayeye bağımlılığının arttığı anlamına gelmektedir. Yabancı sermayeye bağlı bir ekonomik büyüme de, spekülatif nitelikli ve akışkanlığı yüksek finansal sermaye ile karşı karşıya kalan ülkenin krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır. Finansal sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkilerine ilişkin görüşler tamamlayıcılık ve ikame tezlerinin etrafında gelişmiştir. Bu tezlerden ilki yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları pozitif yönde etkilediğini ve tamamladığını ileri sürerken; ikincisi yabancı sermaye akımlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkisinin negatif yönlü olduğunu ve yabancı tasarrufların yurtiçi tasarrufları ikame ettiğini, bir diğer ifadeyle dışladığını, savunmaktadır.

Sermaye girişinin yatırımlar üzerindeki etkisine ilişkin görüşler de birbirinden farklılık göstermektedir. Yabancı sermaye akımlarının ülkelerin ulusal tasarruflarının elverdiği düzeyin üzerinde yatırım yapabilmesine olanak sağlayarak yatırımları artıracığını savunan görüşlere karşılık yabancı fonların yatırımları azaltıcı etkisi de vurgulanmaktadır. Yabancı sermaye akımları yatırım harcamalarını ilk olarak yurtiçi faiz oranlarında meydana getirdiği değişimler kanalıyla etkilemektedir. Öyle ki sermaye girişinin faiz oranlarında yaratacağı etki, faiz oranlarının yatırım harcamaları üzerindeki negatif yönlü etkisine bağlı olarak, yatırım harcamalarının yönünü belirleyebilmektedir. Sermaye girişlerinin yatırımlar üzerindeki etkisini belirleyen bir başka unsur da yabancı sermayenin yurtiçindeki toplam talepte neden olduğu değişimdir. Sermaye girişinin toplam talebi artırıcı etkileri beklenen hasılatın ve dolayısıyla yatırımların artmasına neden olur.

Bu çalışmada da finansal sermaye akımlarının yatırımlar ve tasarruflar üzerine etkisi Türkiye ekonomisi açısından zaman serisi verilerine dayanan ekonometrik yöntemlerle incelenmiştir. Ekonometrik analiz kapsamında sınır testi ve ARDL analizi gerçekleştirilmiştir. Analizlere dahil edilen serilerin durağanlık derecelerinin farklılık göstermesi dolayısıyla literatürde sıklıkla kullanılan geleneksel eşbütünleşme yöntemleri yerine Pesaran vd. (2001)

tarafından geliştirilen kısıtlanmamış hata düzeltme modeline dayalı sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır. Sonraki aşamada ise tahmin edilecek ARDL modeli ile değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkiler, ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli ile de kısa dönemli ilişkiler araştırılmıştır. Verilerin bulunabilirliğine bağlı olarak analizlerde 1991:4-2012:2 dönemine ait üçer aylık veriler kullanılmıştır. Uygulamada kullanılacak değişkenlere ait zaman serileri TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden, Uluslararası Para Fonu Uluslararası Finansal İstatistikler veri tabanı ile Devlet Planlama Teşkilatı veri tabanından derlenmiştir.

Finansal sermaye akımlarının tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkileri ayrı ayrı modellenerek incelenmiştir. Tasarruflara ve yatırımlara ilişkin etkiler tahmin edilirken değişkenler arasındaki kuramsal bağlantılarla birlikte mevcut ampirik çalışmalar ve verilerin bulunabilirliği dikkate alınmıştır.

Yurtiçi tasarruflara ilişkin analizlerde açıklayıcı değişkenlerin finansal sermaye akımları, reel GSYİH, reel faiz oranı ve reel para arzı olmasına karar verilmiştir. "Tamamlayıcılık Tezi" ne göre; finansal sermaye akımlarının tasarruflar üzerindeki etki mekanizması ödünç verilebilir fon arzında yarattığı artışla başlamaktadır. Fon arzındaki yükselişe bağlı olarak artan yatırım kredilerinin yatırımları ve milli geliri artırmasıyla da yurtiçi tasarruflara pozitif yönde etki etmektedir. "İkame Tezi" nde ise likitide kısıtı altındaki gelişmekte olan ülkelerin yabancı sermayeye erişimle birlikte artan finansman olanaklarının tüketime yönelişi artıracığı dolayısıyla yurtiçi tasarrufların azalacağı savunulmaktadır. Tasarruflarla gelir seviyesi arasındaki genel kabul görmüş pozitif yönlü ilişkiye bağlı olarak modele dahil edilen bir diğer bağımsız değişken reel GSYİH olmuştur. Reel faiz oranının bir başka açıklayıcı değişken olarak modelde yer alma nedeni faiz oranlarının tüketim ve dolayısıyla tasarruflar üzerinde oluşturduğu gelir ve ikame etkilerinden kaynaklanmaktadır. Para arzı ise finansal gelişmişlik göstergesi olarak etkisinin pozitif yönlü olması beklentisiyle modele dahil edilmiştir.

Yatırımlara ilişkin analizlerde ise açıklayıcı değişkenler finansal sermaye akımları, reel GSYİH ve reel faiz oranı olarak belirlenmiştir. Finansal

sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisi ödünç verilebilir fon arzında yarattığı artış kanalından iki şekilde ortaya çıkmaktadır. İlkinde; finansal sermaye girişiyle artan ödünç verilebilir fon arzı, yatırımların ihtiyaç duyduğu fon kaynaklarının miktarını artırarak ucuzlatmakta ve böylelikle yatırımların artmasına imkan vermektedir. İkincisinde ise; finansal sermaye girişine bağlı olarak artan ödünç verilebilir fon arzı toplam talebin ve dolayısıyla beklenen hasılatın artmasına bağlı olarak yatırımları teşvik etmektedir. Yatırımlar üzerindeki etkisinin pozitif yönlü olması beklenen reel GSYİH, "Basit Hızlandırıcı Modeli"nin ardındaki iktisadi mantıktan hareketle modelin bir açıklayıcı değişkeni olarak kabul edilmiştir. Bir diğer bağımsız değişken olan reel faiz oranı ile yatırım harcamaları arasındaki ters yönlü ilişki de iktisat yazınında genel kabul görmüş bir yaklaşımdır.

Mevcut ampirik literatürü takiben tasarruf değişkeni olarak yurtiçi tasarruflar kullanılmıştır. Yurtiçi tasarruflara ilişkin hesaplanmış üçer aylık bir veri seti olmaması dolayısıyla yurtiçi tasarruf değişkeni olarak, GSYİH'dan özel sektör ve kamu tüketimlerini çıkartarak hesaplanan artık değer kullanılmıştır. Yatırım değişkeni ise sabit sermaye oluşumu ve stoklardaki değişmelerin toplamı olarak ele alınmıştır. Tasarruf ve yatırım serisini oluşturan alt kalemlerle, GSYİH ve para arzı değişkenlerine ait zaman serileri TÜFE endeksi kullanılarak reelleştirilmiş ve mevsimsellikten arındırılmıştır. Ekonometrik sonuçların yorumlanmasında kolaylık sağlaması amacıyla bu değişkenler logaritmik olarak kullanılmıştır. Faiz oranı değişkeni olarak iç borçlanma faiz oranları kullanılmış, TÜFE endeksi kullanılarak reelleştirilmiştir. Tasarruflar ve yatırımlar üzerindeki etkilerini asıl olarak incelediğimiz bağımsız değişken olan yabancı sermayeye ilişkin olarak da iki farklı değişken kullanılmıştır. Bunlar sıcak para ve finansal sermaye tanımlamalarıdır. Yapıları itibariyle negatif değerler taşıyan bu serilerin logaritmik formları kullanılamamıştır. Bu duruma bağlı olarak yorumlama kolaylığı sağlaması açısından TL'ye dönüştürülmüş bu serilerin GSYİH'ya oranlanmış halleri analizlere dahil edilmiştir.

Ekonometrik analizlerin ilk aşamasında serilerin bütünleşme derecelerinin belirlenmesine yönelik olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller, Phillips-Perron, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin ve Ng-Perron olmak üzere dört farklı birim kök testi gerçekleştirilmiştir. Birim kök analizleri sonucu serilerin farklı derecelerden bütünleşik bulunması, gerçekleştirilecek analizde uygulamalı literatürde sıklıkla kullanılan Engle ve Granger (1987), Johansen (1988) ve Johansen ve Juselius (1990) eşbütünleşme testlerinin kullanılamayacağını ortaya koymuştur. Bu nedenle analizlerde Pesaran vd. (2001) tarafından geliştirilen ve serilerin farklı derecelerden bütünleşik olma durumlarının önemsenmediği sınır testi yaklaşımı kullanılmıştır.

Yurtiçi tasarruflara ilişkin ekonometrik analizlerde yurtiçi tasarruflara ilişkin tahminler yabancı sermaye finansal sermaye ve sıcak para olarak tanımlanarak iki farklı şekilde gerçekleştirilmiştir. İlk olarak gerçekleştirilen sınır testinin sonuçları, yabancı sermayenin hem finansal sermaye hem de sıcak para olarak tanımlandığı iki farklı kısıtlanmamış hata düzeltme modelinde de yurtiçi tasarruflarla açıklayıcı değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Bunun üzerine değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkileri incelemek için ARDL modeli kurulmuştur. Öncelikli olarak ulaşılan uzun dönemli katsayılar değerlendirilecek olursa; her iki yabancı sermaye tanımlaması altında da GSYİH ve faiz oranı değişkenlerinin yurtiçi tasarruflar üzerindeki etkilerinin beklentiye uygun olarak pozitif yönlü ve istatistiki olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Reel faiz oranlarının yurtiçi tasarruflar üzerindeki pozitif yönlü etkisi, Türkiye ekonomisinde incelenen dönem için faizlerin tüketim davranışları üzerindeki ikame etkisinin gelir etkisinden daha büyük olması şeklinde yorumlanmıştır. Para arzı değişkeninin etkisi ise anlamlı ve negatif yönlü olarak bulunmuştur. Bu bulgu beklentinin aksi yönünde olmakla birlikte iki şekilde açıklanabilecektir. İlki, para arzındaki artış faiz oranlarında neden olduğu düşüşe bağlı olarak tüketim üzerinde ikame etkisi yaratmaktadır. Reel faiz oranı değişkeninin yurtiçi tasarruflar üzerindeki pozitif yönlü etkisi bu sonucu desteklemektedir. İkincisi ise para arzındaki artış sonucu artan

finansal aktif talebi ve finansal aktif fiyatları, finansal serveti artırmakta ve yarattığı servet etkisi nedeniyle tüketimde artışa neden olurken, tasarruflar üzerinde ise negatif yönlü etki oluşturmaktadır. Uzun döneme ilişkin istatistik bulgular, finansal sermayenin de sıcak paranın da yurtiçi tasarrufları anlamlı ve negatif yönlü etkilediği yönündedir. Bu durum, yabancı sermayeden yurtiçi tasarruflara dönük ilişkide ikame tezinin işlediği yönünde bulgular sağlamaktadır. Özetle; Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin finansal sermaye ve sıcak para tanımları çerçevesinde ele alındığı ekonometrik analizlerde, bu türdeki yabancı sermaye akımlarının uzun dönemde yurtiçi tasarrufları negatif yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda sıcak para şeklinde Türkiye'ye giriş yapan yabancı sermayenin yurtiçi tasarrufları düşürücü etkisinin finansal sermaye şeklinde giriş yapan sermaye türüne göre daha yüksek olduğu belirlenmiştir.

Uzun dönemli analizler sonrasında ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli ile bağımsız değişkenlerin yurtiçi tasarruflar üzerindeki kısa dönemli etkileri tespit edilmiştir. Buna göre, finansal sermaye değişkeni ile kurulan hata düzeltme modelinden ulaşılan kısa dönem katsayıları ile katsayıların işaretleri uzun dönemli ilişkilerle uyumlu yöndedir. Finansal sermaye dışındaki tüm bağımsız değişkenlerin kısa dönemde de anlamlı etkileri mevcuttur. Ancak finansal sermaye değişkeninin katsayısı uzun dönemdekiyle paralel olarak negatif işaretliken anlamlı değildir. Bu durumda finansal sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasında kısa dönemli bir ilişkiden söz etmek mümkün değildir. Sıcak para değişkeni ile kurulan hata düzeltme modelinden ulaşılan kısa dönem katsayıları değerlendirildiğinde ise, reel GSYİH ve reel para arzı değişkenleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki kısa dönemli ilişkinin yönünün uzun dönemdekiyle paralel ve istatistik olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Buna karşın reel faiz oranı değişkeninin kısa dönemli etkisi uzun dönemdeki gibi pozitif yönlü ama anlamlı değildir. Sıcak para şeklindeki yabancı sermayenin kısa dönem etkilerine ilişkin ise belirsizlik söz konusudur. Böylece hem finansal sermaye hem de sıcak para şeklinde tanımlanan Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin kısa dönemde yurtiçi tasarruflara etkisi tespit edilememiştir.

Yatırım harcamalarına ilişkin ekonometrik analizlerde de yabancı sermaye değişkeni, finansal sermaye ve sıcak para olarak iki farklı şekilde ele alınmıştır. İlk olarak gerçekleştirilen sınır testinin sonuçları, yabancı sermayenin hem finansal sermaye hem de sıcak para olarak tanımlandığı iki farklı kısıtlanmamış hata düzeltme modelinde de yatırımlarla açıklayıcı değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.

Eşbütünleşme ilişkisinin tespitinden sonra değişkenler arasındaki ilişki ARDL modeli ile tahmin edilerek uzun dönemli katsayılar hesaplanmıştır. Hem finansal sermaye hem de sıcak para değişkenleriyle tahmin edilen modellerden elde edilen uzun dönemli katsayıların gösterdiği tüm bağımsız değişkenlerin yatırım değişkeni üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü etkileri olduğudur. GSYİH'nın yatırım harcamaları üzerindeki etkisi kuramsal beklentilere uygun iken reel faiz oranlarının yatırımları pozitif yönde etkilediği bulgusu beklenenin aksidir. Bu durum iki şekilde açıklanabilir. İlki, artan reel faiz oranları daha yüksek yabancı sermaye girişine neden olmakta, bu yabancı fonlar da yatırım harcamalarının finansmanına kolaylık sağlayarak yatırımları artırıcı etkiler yaratmaktadır. İkincisi, artan faizin gelir etkisi kanalıyla neden olduğu tüketim artışı toplam talepte artış yönlü etkiler yaratarak beklenen hasılatı ve dolayısıyla da özellikle dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki yatırımları pozitif yönde etkileyebilmektedir. Finansal sermaye değişkeninin de sıcak para değişkeninin de uzun dönemde yatırımları pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Finansal sermaye ve sıcak para değişkenlerinin yatırımlar üzerindeki pozitif yönlü etkisinin büyüklüğü karşılaştırıldığında ise sıcak paranın yatırımlar üzerinde görece daha büyük bir etkisi olduğu görülmektedir.

Uzun dönemli ilişkilerin tespitinden sonra ARDL modeline dayalı hata düzeltme modeli ile bağımsız değişkenlerin yatırım harcamaları üzerindeki kısa dönemli etkileri tespit edilmiştir. Her iki modelde de reel GSYİH'nın kısa dönemde de yatırımları anlamlı olarak artırdığı görülmektedir. Reel faiz oranlarının yatırımlar üzerindeki kısa dönemli etkisi uzun dönemde olduğu gibi pozitif yönlü olmakla birlikte finansal sermaye değişkeni ile kurulan modelde anlamlı, sıcak para ile kurulan modelde anlamsızdır. Bununla

birlikte finansal sermaye değişkeninin de sıcak para değişkeninin de kısa dönemli katsayısı pozitif işaretli olmasına rağmen istatistiki olarak anlamlı değildir. Böylece hem finansal sermaye hem de sıcak para şeklinde tanımlanan Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinin kısa dönemde yatırımlara etkisi tespit edilememiştir.

5. 2. Öneriler

Ekonometrik analiz sonuçları hem finansal sermaye hem de sıcak para şeklinde tanımlanan Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişlerinin uzun dönemde yurtiçi tasarrufları negatif yönlü, yatırımları ise pozitif yönlü etkilediğine işaret etmektedir. Finansal sermaye akımlarındaki artışların yatırımları yükseltirken yurtiçi tasarrufları düşürdüğüne ilişkin ampirik bulgular, Türkiye ekonomisinde büyümenin finansmanı için ihtiyaç duyulan fonların yabancı sermayeye bağımlı olduğunun bir göstergesidir. Finansal sermayenin bu şekilde yurtiçi tasarrufları ikame ediş, ülkeye yönelen yabancı sermaye içerisinde spekülâtif ve kısa vadeli finansal sermayenin ağırlıklı payına ilişkin gözlemlerle birleştirildiğinde, Türkiye ekonomisinin krizlere karşı kırılganlığının arttığı söylenebilecektir. Öte yandan yabancı sermaye girişiyle artan yatırımlara rağmen yurtiçi tasarrufların düşmesi yükselen cari açığın en önemli nedenidir. Türkiye ekonomisi, yabancı sermaye girişi ile finanse ettiği yatırımlarıyla yükselttiği milli gelirini tasarruf yerine daha çok tüketime yönlendirmektedir.

Böylece, Türkiye'ye yönelik yabancı sermaye girişleri sürekli artan cari açığa bağılı istikrarsız bir büyümeye yol açmaktadır. Çünkü cari açıkların yabancı yatırımcıların beklentilerini kötüleştirdiği ve belirsizliği artırdığı unutulmamalıdır. Bu süreçte meydana gelen herhangi bir ekonomik veya politik olumsuzluk spekülâtif nitelikteki yabancı sermayenin dışarıya akışını hızlandırarak cari açığı finanse edecek yabancı sermaye akışının

kesilmesine yol açmaktadır. Bu durum ülke ekonomisini krize sürükleyebilmektedir. Türkiye'nin bahsedilen bu kırılganlıktan kurtulabilmesi için yabancı sermaye girişlerini yurtiçi tasarrufları artırmak için kullanılabilmesi gerekmektedir. Ancak bu şekilde yatırımları için ihtiyaç duyduğu fonları sürdürülebilir yabancı sermaye girişleri ile sağlayabilecektir.

Sonuç olarak, finansal sermaye girişlerinin yatırımları finanse ederek sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlaması için aynı zamanda Türkiye'de yurtiçi tasarrufların artırılmasına yönelik politika seçeneklerinin hayata geçirilmesi hayati önem kazanmaktadır.

KAYNAKÇA

- Agosin, Manuel R. (1998). Capital Inflows and Investment Performance: Chile in the 1990s. Ricardo Ffrench-Davis ve Helmut Reisen (Editör). *Capital Flows and Investment Performance*, OECD, 111-146.
- Agrawal, Pradeep, Sahoo, Pravakar ve Dash, Ranjan Kumar. (2009). Savings Behaviour in South Asia. *Journal of Policy Modeling*, 31, 208–224.
- Agrawal, Pradeep. (2001). The Relation Between Savings and Growth: Cointegration and Causality Evidence From Asia. *Applied Economics*, 33, 499-513.
- Ahmad, Mohsin Hasnain ve Ahmed, Qazi Masood. (2002). Foreign Capital Inflows and Domestic Savings in Pakistan: Cointegration Techniques and Error Correction Modelling. *The Pakistan Development Review*,. 41(4), 825- 836.
- Akdiş, Muhammet. (2002). Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler Beklentiler. *Dış Ticaret Dergisi*, Yıl:7, Sayı:26, Ekim, 1-45. Web:<http://www.foreigntrade.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/akdis.doc> adresinden 20.12.2010'da alınmıştır.
- Aklan, Adanur Nejla. (2002). Uluslararası Sermaye Akımları: Etkileri; Sterilizasyon Politikaları ve Değişen Yapısı. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. Vol:5, No:7, 35-52. Web:http://www.arastirmax.com/system/files/dergiler/626/.../5/7/324_pp552.pdf adresinden 20.12.2010'da alınmıştır.
- Akyüz, Yılmaz ve Cornford, Andrew. (1999). Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. *UNCTAD Discussion Paper*, No:143, Kasım.
- Alagöz, Mehmet ve Sinem Yapar. (2006). Erken Uyarı Sinyali Olarak Sermaye Göstergeleri: Asya Krizi Örneği. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:21, Sayı:247, Ekim, 79-91.
- Alp, Ali. (2002). *Uluslararası Mali Piyasalardaki Gelişmeler ve Türkiye*.

- Alp, Ali (2000). *Finansın Uluslararasılaşması: Finansal Krizler, Çözüm Önerileri ve Türkiye Açısından Bir Değerlendirme*. İstanbul: Yapı Kredi Yayınları.
- Altinkemer, Melike. (1998). Capital Flows and Central Bank's Policy Response. CBRT. Research Department. 1-31.
- Altıntaş, Halil ve Ayrıçay, Yücel. (2010). Türkiye'de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2). 71-98.
- Amadou, Akilou. (2011). The Effect of Foreign Capital on Domestic Investment in Togo. *International Journal of Economics and Finance*, 3 (5), October, 223-226.
- Ansari, Mohammed. (2004): Sustainability of the US Current Account Deficit: An Econometric Analysis of the Impact of Capital Inflow on Domestic Economy. *Journal of Applied Economics*, 7 (2). 249-269.
- Aslan, Nurdan. (1997). *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Atamtürk, Burak. (2007). Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Türkiye'de Finansal Serbestleşmenin İç Tasarruflar Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 23 (2), 75- 89.
- Ayvaz, Yüksel, Baldemir, Ercan ve Ürüt, Serap. (2006). Yabancı Sermaye Yatırımlarının Verimlilik ve Kalkınmaya Etkilerinin Ekonometrik İncelemesi. *Yönetim ve Ekonomi*, 13 (1), 177- 186.
- Baharumshah, Ahmad Zubaidi, Thanoon, Marwan A. ve Rashid, Salim. (2003). Saving Dynamics in the Asian Countries. *Journal of Asian Economics*, 13, 827-845.
- Balkan, Erol, Biçer, F. Gül ve Yeldan, A. Erinç. (2002). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post- 1990 Turkish Economy.
Web:http://academics.hamilton.edu/economics/home/workpap/02_02.pdf adresinden 20.12.2010'da alınmıştır.
- Başar, Selim, Aksu, Hayati, Temurlenk, M. Sinan ve Polat, Özgür. (2009). Türkiye'de Kamu Harcamaları ve Büyüme İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13 (1), 301-314.
- Baçoğlu, Ufuk. (2000). Finansal Serbestleşme ve Uluslararası Portföy Yatırımları. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 3 (4), 88-99.

- Berksoy, Taner ve Burak Saltoğlu. (1998). *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1998-58.
- Biçer, F. Gül ve Yeldan, Erinç. (2003). Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy. *Canadian Journal of Development Studies/Revue Canadienne d'études du Développement*, 24 (2), 249-265.
- Bocutoğlu, Ersan. (2005). Karşılaştırmalı Makro İktisat: Teoriler ve Politikalar. (2. Baskı). Trabzon: Derya Kitabevi.
- Bolat, Süleyman, Belke, Murat ve Aras, Ozan. (2011). Türkiye'de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı. *Maliye Dergisi*, 161, 347-364.
- Boratav, Korkut ve Yeldan, Erinç. (2001). *Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (In)-Stability, and Patterns of Distribution*.
Web:<http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/B&YCEPA2002.PDF>
adresinden 08.10.2010'de alınmıştır.
- Bosworth, P. Barry ve Collins, M. Susan. (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications For Saving and Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*. 143- 180.
- Bulir, Ales ve Swiston, Andrew. (2006). What Explains Private Savings in Mexico? *IMF Working Paper*, WP/06/191.
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo ve Reinhart, Carmen M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives*, 10 (2), Spring, 123-139.
- Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo ve Reinhart, Carmen M. (1993). Capital Infows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*. 40 (1), 108-151.
- Celasun, Oya; Denizer, Cevdet ve He, Dong. (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System: The Turkish Case, 1989-97. 1-56.
Web:<http://www.econturk.org/Turkisheconomy/celasuno.pdf>
adresinden 20.12.2010'da alınmıştır.
- Çağlayan, Ebru. (2006). Enflasyon, Faiz Oranı ve Büyümenin Yurtiçi Tasarruflar Üzerindeki Etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 21(1). 423-438.
- Çelik, Kenan. (2008). *Uluslararası İktisat*. (4. Baskı). Murathan Yayınevi.

- Chuhan, Punam, Perez-Quiros, Gabriel ve Popper, Helen. (1996). International Capital Flows: Do Short Term Investment and Direct Investment Differ?. *World Bank Policy Research Working Paper*, WPS1669, 1-26.
- Chuhan, Punam, Claessens, Stijn ve Mamingi, Nlandu. (1993). Equity and Bond Flows to Asia and Latin America The Role of Global and Country Factors. *World Bank Policy Research Working Paper*, WPS1160, 1-36.
- Çimenoğlu, Ahmet ve Yentürk, Nurhan. (2005). Effects of International Capital Inflows on The Turkish Economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 41 (1), 90- 109.
- Çinko, Levent. (2009). Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 26 (1), 117-131.
- Çulha, Ali Aşkın. (2006). A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey. *Central Bank Review* 2, 11-35.
- Das, Anupam. (2011). External Resources and Savings Rate: A Pooled Mean Group Analysis of Developing Countries. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 3 (1), 51- 62.
- Demir, Fırat. (2009). Volatility of Short-term Capital Flows and Private Investment in Emerging Markets. *Journal of Development Studies*, 45 (5), 672-692.
- Dikmen, Hüseyin. (2010). *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Sorunu*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Edwards, Sebastian. (1999). Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story. Martin Feldstein (Editor). *International Capital Flows*. National Bureau of Economic Research Conference Report. The University of Chicago Press. 5-42.
- Edwards, Sebastian. (1995). Why Are Saving Rates So Different Across Countries?: An International Comparative Analysis. *NBER Working Paper Series*. Working Paper No: 5097. 1-46.
- Eğilmez, Mahfi ve Kumcu, Ercan. (2008). *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması*. (12. Basım). Remzi Kitabevi.
- Elboiashi, Hosein Ali. (2011). *The Effect of FDI and Other Foreign Capital Inflows on Growth and Investment in Developing Economies*. PhD thesis. University of Glasgow.

- Enders, W. (1995). *Applied Econometric Time Series*. New York: John Wiley and Sons.
- Engle, R. ve Granger, C. W. J. (1987). Cointegration and Error-Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica*, 55(2), 251-276.
- Fernandez-Arias, Eduardo ve Hausmann, Ricardo. (2001). Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?. *Emerging Markets Review*, 2 , 34-49.
- Fernandez-Arias, Eduardo ve Montiel, Peter J. (1996). The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview. *The World Bank Economic Review*, 10 (1). 51-77.
- Gavin, Micheal, Hausmann, Ricardo ve Talvi, Ernesto. (1997). Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues. *Inter-American Development Bank Working Paper* 346. 1-23.
- Ghose, Ajit K. (2004). Capital Inflows and Investment in Developing Countries. *Employment Strategy Papers*.
Web:http://www.ilo.int/wcmsp5/groups/public/---ed_emp/---emp_elm/documents/publication/wcms_114304.pdf adresinden 27.01.2012'de alınmıştır.
- Göktaş, Özlem. (2008). Türkiye Ekonomisinde Bütçe Açığının Sürdürülebilirliğinin Analizi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*. Sayı: 8. 45-64.
- Griffin, Keith. (1970). Foreign Capital, Domestic Savings and Economic Development. *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics and Statistics*, 32 (2), 99-112.
- Griffin, Keith ve Enos, J. L. (1970). Foreign Assistance: Objectives and Consequences. *Economic Development and Cultural Change*, 18, 313-327.
- Gujarati, Damodar N. (2001). *Temel Ekonometri*. Çev. Ümit Şenesen-Gülay G. Şenesen. İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürbüz, Rana. (2006). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.
- Güriş, Burak. (2007). Vade Yapılarına Göre Yabancı Sermaye Hareketlerinin Büyüme Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği. *Öneri.c.7*, S.28, Haziran, 309-316.

- Hachicha, Nejib. (2003). Capital Inflows-National Saving Dynamics in Tunisia: Evidence from Cointegration, Weak Exogeneity and Simultaneous Error Correction Modelling. *International Economic Journal*. 17 (4), 43-60.
- Hadiwibowo, Yuniarto. (2010). Capital Inflows and Investment in Developing Countries: The Case of Indonesia. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 4 (4), 220-229.
- Hazine Müsteşarlığı. (2006). Hazine Müsteşarlığı Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2005 Yılı Raporu.
Web:http://www.ekonomi.gov.tr/upload/F9EF6AED-D8D3-8566-4520F4E2B80E4EB4/2005_Rapor.pdf adresinden 15.08.2011'de alınmıştır.
- Hecht, Yoel, Razin, Assaf ve Shinar, Nitzan Gad. (2004). Interactions Between Capital Inflows and Domestic Investment: International Panel Data. *Israel Economic Review*, 2 (2),1-14.
- Hepsağ, Aycan. (2009). Finansal Liberalizasyon Politikalarının Geçerliliğinin McKinnon Tamamlayıcılık Hipotezi Çerçevesinde Sınanması: Türkiye Örneği. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 3 (1), 63-80.
- IMF. (2012a). Balance of Payments Manual.
- IMF. (2012b). World Economic Outlook, Nisan.
- IMF. (2010). World Economic Outlook, October.
- Ito, Takatoshi. (1999). Capital Flows in East and Southern Asia. *International Capital Flows*. Editör: Martin Feldstein. National Bureau of Economic Research Conference Report. The University of Chicago Press. 111-132.
- İnandım, Şeyda. (2005). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara.
- İnsel, Aysu, Soytaş, Mehmet Ali ve Gündüz, Seda. (2004). The Direction, Timing and Causality Relationships Between the Cyclical Components of Real and Financial Variables During the Financial Liberalization Period in Turkey. *Turkish Economic Association Discussion Paper*. Ocak. 1-41.
- İnsel, Aysu ve Sungur, Nesrin. (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989: III-1999: IV. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*.

- Jansen, W. Jos. (2003). What Do Capital Inflows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand, 1980-1996. *Journal of Macroeconomics*, 25, 457- 480.
- Johansen, S. ve Juselius, K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration With Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), 169-210.
- Johansen, S. (1988). Statistical Analysis of Cointegrating Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12(2-3), 231-254.
- Kamas, L. ve Joyce, J. P. (1993). Money, Income and Prices Under Fixed Exchange Rates: Evidence From Causality Tests and VARs. *Journal of Macroeconomics*, 15(4), 747- 768.
- Kar, Muhsin ve Kara, Akif. (2003). Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler.
Web:<http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/sermaye%20hareketleri.doc> adresinden 20.12.2010'da alınmıştır.
- Kara, M. Akif ve Kar, Muhsin. (2005). Yabancı Sermaye Çeşitlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkilerinin Ekonometrik Analizi. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*. 228. Mart. 93- 108.
- Kara, M. Akif. (2002). *Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- Karaca, Orhan. (2005). Türkiye'de Faiz Oranı İle Döviz Kuru Arasındaki İlişki:Faizlerin Düşürülmesi Kurları Yükseltir Mi ?. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/14*.
- Karagöl, Erdal, Erbaykal, Erman ve Ertuğrul, H. Murat. (2007). Türkiye'de Ekonomik Büyüme ile Elektrik Tüketimi İlişkisi: Sınır Testi Yaklaşımı. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 8 (1), 72-80.
- Karluk, Rıdvan. (2003). *Uluslararası Ekonomi. Teori ve Politika*. (7. Basım). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Karluk, Rıdvan. (2001). Türkiye'de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Büyümeye Katkısı. 97-115.
Web:<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc> adresinden 11.03.2011'de alınmıştır.
- Kaya, Yasemin Türker. (1998). *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*. Yayın No: DPT: 2487. Ağustos.

- Keskin, Nagehan. (2008). *Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Kıran, Burcu. (2007). Türkiye’de Reel Döviz Kuru ile Kısa ve Uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 22 (1), 269-283.
- Kiong, Wong ve Jomo, K. (2005). Before the Storm: The Impact of Foreign Capital Inflows on the Malaysian Economy, 1966–1996. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 10 (1), 56-69.
- Kirebaeva, Koralai ve Razin, Assaf. (2010). Composition of Capital Flows: A Survey. NBER Working Paper Series. Working Paper 16492. 1-33.
- Kont, Bayram. (1998). Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996). Vildan Serin (Editör). *İktisat Politikası (Seçme Konular, Para Politikası, Maliye Politikası ve Uluslararası İktisat Politikası)*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 685-739.
- Kula, Ferit. (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4 (2), 141-154.
- Kutlar, Aziz. (2000). *Ekonometrik Zaman Serileri: Teori ve Uygulama*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Küçükaksoy, İsmail. (2006). *Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kwiatkowski, D. , Phillips, P. C. B. , Schmidt, P., ve Shin, Y. (1992). Testing the Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?. *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.
- Lankes, Hans Peter ve Stern, Nicholas. (1999). Capital Flows to Eastern Europe and The Former Soviet Union. *International Capital Flows*. Editör: Martin Feldstein. National Bureau of Economic Research Conference Report. The University of Chicago Press. 57-97.
- Larson, Jean-David. (2001). An Updated Analysis of Weiskopf's Savings- Dependency Theory. *Review of Development Economic*, 5 (1), 157- 167.

- Luca, Oana ve Spatafora, Nikola. (2012). Capital Inflows, Financial Development and Domestic Investment: Determinants and Interrelationships. *IMF Working Paper*. WP/12/120. 1-22.
- Mahdavi, Saeid. (1995). Some Empirical Evidence On the Temporal Relationships Between Foreign Inflows and Aggregate Spending Categories in the United States. *Journal of Post Keynesian Economics* . 18 (1). 125-139.
- Mahdavi, Saeid. (1989). The Effects Of External Trade, Foreign Resources and Domestic Policies On Domestic Savings in Some Developing Countries: A Regression Analysis. *De Economist* 137, , 2, 217-231.
- Mangır, Fatih. (2006). Finansal Deregülasyonun (1989-2001) Türkiye Ekonomisi Üzerine Etkileri: Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri. *S.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, 459-473.
Web:http://www.sosyalbil.selcuk.edu.tr/sos_mak/makaleler/Fatih%20MANGIR/MANGIR,%20Fatih.pdf adresinden 12.05.2011'de alınmıştır.
- Melo, Jaime de ve Tybout, James. (1986). The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, 34 (3), 561- 587.
- Mendoza, Enrique G. ve Terrones, Marco E. (2008). An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data. *IMF Working Paper*, WP/08/226, 1-50.
- Mileva, Elitza. (2008). The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies. *European Central Bank Working Paper Series*, No. 871. Şubat.
- Mody, Ashoka ve Murshid, Antu Panini. (2005). Growing Up With Capital Flows. *Journal of International Economics*, 65, 249-266.
- Montiel, Peter J. (2000). What Drives Consumption Booms? *The World Bank Economic Review*, 14 (3), 457-480.
- Morande, Felipe G. (1998). Savings in Chile. What Went Right? *Journal of Development Economics*, 57 , 201–228.
- Moreno, Ramon. (2000). What Explains Capital Flows? . Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter.
Web:<http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html> adresinden 17.08.2012'de alınmıştır.
- Ng, Serena ve Perron, Pierre. (2001). Lag Length Selection and the Construction of Unit Root Tests with Good Size and Power. *Econometrica*, 69(6), 1519–1554.

- Ocampo, Jose Antonio ve Tovar, Camilo. (1998). Capital Flows, Savings and Investment in Colombia, 1990-1996. Ricardo Ffrench-Davis ve Helmut Reisen (Editör). *Capital Flows and Investment Performance*, OECD, 147-192.
- Okafor, Luke Emeka ve Tyrowicz, Joanna. (2010). Saving Less When There is More Foreign Lending? Foreign Debt and Savings in Developing Countries. *Journal of Economic Policy Reform*, 13 (3), 213-223.
- Örnek, İbrahim. (2008). Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63 (2),199- 217.
- Parasız, İlker. (2009). *Küresel Kriz: Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi*. Ezgi Kitabevi.
- Park, Hui-Jong. (1987). The Effects of Foreign Capital Inflow on Economic Growth in Korea: The Reevaluation of Griffin and Enos's Hypotheses. *International Economic Journal*, 1(2), 79-93.
- Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Gülay, Emrah. (2007). Net Portföy Yatırımları ile Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği-1992:I - 2005:IV. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 201-221.
- Pels, Barbara. (2010). Capital Infows and Investment. *IIIS Discussion Paper*. No. 330, 1-35.
- Perron, Pierre ve Ng, Serena. (1996). Useful Modifications to Unit Root Tests with Dependent Errors and Their Local Asymptotic Properties. *Review of Economic Studies*, 63, 435-465.
- Pesaran, M. Hashem, Shin, Yongcheol ve Smith, Richard J. (2001). Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Pesaran M. H. ve Shin, Y. (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis. In S. Strom, A. Holly and P. Diamond (Eds.); *Econometrics and Economic theory in the 20th Century: The Ranger Frisch Centennial Symposium*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Pesaran, M. H. ve Smith, R. (1998). Structural Analysis of Cointegrating VARs. *Journal of Economic Survey*, 12(5), 471-505.
- Pesaran, M. H. ve Pesaran, B. (1997). *Working With Microfit 4.0: Interactive Econometric Analysis*. Oxford, Oxford University Press.
- Phillips, P. C. B. , ve Perron, P. (1988). Testing For A Unit Root In Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335–346.

- Reinhart, Carmen. (2006). What is Next For Financial Globalization: Some Perspective Gained From the Experience of Capital Flows to Emerging Market Economies. *Conference on Financial Globalization and Integration*. European Cntral Bnk, Frankfurt, Almanya. 17-18 Temmuz.
- Reinhart, Carmen ve Tokatlidis, Ioannis. (2005). Before and After Financial Liberalization. Web:<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/6986/adresinden> 16.12.2010'da alınmıştır.
- Reinhart, Carmen ve Calvo, Guillermo A. (1999). The Consequences and Management of Capital Inflows: Lessons For Sub- Saharan Africa. Web:<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/7901/adresinden> 16.12.2010'da alınmıştır.
- Reinhart, Carmen, Calvo, Guillermo ve Leiderman, Leonardo. (1994). The Capital Inflows Problem: Concepts And Issues. *MPRA Paper No. 13902*.
- Schmidt-Hebbel, Klaus, Webb, Steven B. ve Corsetti, Giancarlo. (1992). Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence. *The World Bank Economic Review*, 6(3), 529- 547.
- Schrooten, Mechthild ve Stephan, Sabine. (2003). Back on Track? Savings Puzzles in EU Accession Countries. *European Network of Economic Policy Research Institutes Working Paper No. 23/October*.
- Sevüktekin, Mustafa ve Nargeleçekenler, Mehmet. (2006). İstanbul Menkul Kıymetle Borsasında Getiri Volatilitésinin Modellenmesi ve Önraporlanması. *Ankara üniversitesi SBF Dergisi*, 61 (4), 243-265.
- Seyidoğlu, Halil ve Altınay, Galip. (2008). Sıcak Para Akımları ve Büyüme Hızları. *Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu. 24-27 Nisan. Balıkesir*.
- Seyidoğlu, Halil. (2007). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. (16. Basım). İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Seyidoğlu, Halil. (2003). Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (2), 141-156.
- Sula, Ozan ve Willett, Thomas D. (2009). The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 10 , 296–310.
- Şengönül, Ahmet, Altıok, Metin ve Gürbüz, Rana. (2007). Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye

Akımlarının Makroekonomik Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:22, Sayı:252, Mart, 26-48.

Şimşek, Mevlüdiye ve Behdioğlu, Sema. (2006). Türkiye’de Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Uygulamalı Bir Çalışma. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2, 47- 65.

Tarı, Recep. (2010). Ekonometri. (6. Baskı). Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

Taşçı, Mehmet H. , Darıcı, Burak ve Erbaykal, Erman. (2009). Ters Para İkamesi Süreci ve Döviz Kuru Oynaklığı: Türkiye Örneği. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10(1), 102-117.

Taylor, Lance. (2003). Dış Liberalleşme: Yakın Dönemden Dersler. Köse, H., Şenses, F. ve Yeldan, E. (Editörler). *İktisat Üzerine Yazılar I Küresel Düzen: Birikim, Devlet ve Sınıflar*. ss. 49-73.

Taylor, Mark P. Ve Sarno, Lucio. (1997). Capital Flows To Developing Countries: Long and Short-Term Determinants. *The World Bank Economic Review*, 11 (3), 451-470.

TCMB. (2012a). Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

TCMB. (2012b). Para Politikası Raporu.

TCMB. (2011a). Uluslararası Yatırım Pozisyonu Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması.

Web:<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uypmet.pdf> adresinden 01.03.2011'de alınmıştır.

TCMB. (2011b). Ödemeler Dengesi Metodolojisi ve Türkiye Uygulaması.

Web:<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/odemet.pdf> adresinden 01.03.2011'de alınmıştır.

TCMB. (2011c). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Web:<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html> adresinden 07.03.2011'de alınmıştır.

TCMB. (2010a). Enflasyon Raporu 2010-IV.

TCMB. (2010b). Ödemeler Dengesi Raporu 2010-IV.

TCMB. (2009a). Enflasyon Raporu 2009-IV.

TCMB. (2009b). Ödemeler Dengesi Raporu 2009-IV.

TCMB. (2008). Ödemeler Dengesi Raporu 2008-IV.

TCMB. (2007). Ödemeler Dengesi Raporu 2007-IV.

- TCMB. (2006). Ödemeler Dengesi Raporu 2006-I.
- TCMB. (2005). TCMB Para Politikası Raporu 2005-I.
- TCMB. (2003). Yıllık Rapor (2003).
- TCMB. (1998). Yıllık Rapor (1998).
- TCMB. (1997). Yıllık Rapor (1997).
- Temurlenk, M. Sinan ve Oltulular, Sabiha. (2007). Türkiye'nin Temel Makro Ekonomik Değişkenlerinin Bütünleşme Dereceleri Üzerine Bir Araştırma. 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*. 24-25 Mayıs 2007– İnönü Üniversitesi Malatya.
- Tesar, Linda L. (1999). The Role of Equity Markets in International Capital Flows. Feldstein, Martin (Editör). *International Capital Flows*. National Bureau of Economic Research Conference Report. The University of Chicago Press, ss. 235-257.
- Tezcanlı, Meral Varış, Bayraktar S. K., Erdoğan O., Görgünay H., Tan, E. ve Uytun, E. (1994). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları. No:3.
- Thanoon, Marwan A. ve Baharumshah, Ahmad Z. (2005a). Savings, Growth ve Foreign Capital in Malaysia. Gazioğlu, Şaziye (Editör). *Emerging Markets in Financial Crisis: Capital Flows, Savings, Debt and Banking Reform*. J-Net Publishers.
- Thanoon, Marwan A. ve Baharumshah, Ahmad Z. (2005b). What Happened to Savings During the Financial Crisis—A Dynamic Panel Analysis of Asian-5 Countries. *Econ Change*, 38, 257–275.
- Tokat, Ekin. (2009). Capital Flows Under Different Modes of Financial Liberalization: Evidence From India and Turkey. *IUP Journal of Applied Finance*. 15 (2), 18-36.
- Touny, Mahmoud A. (2008). Determinants of Domestic Saving Performance in Egypt: An Empirical Study. *Journal of Commercial Studies and Researches, Faculty of Commerce, Benha University*, 1, 1-23.
 Web:<http://faculty.ksu.edu.sa/mahmoud/DocLib7/Mahmoud%20Touny,%20The%20Determinants%20of%20Domestic%20Saving%20Performance%20in%20Egypt.pdf> adresinden 14.06.2012'de alınmıştır.
- Ulusoy, Ahmet ve Karakurt, Birol. (2004). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri: Nedenleri ve Etkileri. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl:19, Sayı: 223, Ekim, 103-115.

- UNCTAD. (1998). *World Investment Report 1998-Trends and Determinants*.
Web: http://www.unctad.org/en/docs/wir1998_en.pdf adresinden 07.03.2011'de alınmıştır.
- Uthoff, Andras ve Titelman, Daniel. (1998). *The Relationship Between Foreign and National Savings Under Financial Liberalization*. Ffrench-Davis, Ricardo ve Reisen, Helmut (Editörler). *Capital Flows and Investment Performance*. OECD, 23-41.
- Uzunoğlu, Sadi, Alkin, Kerem ve Gürlesel, Can Fuat. (1995). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye*. İMKB Yayınları. Yayın No:6. İstanbul.
- Ülengin, Burç ve Yentürk, Nurhan. (2001). *Impact of Capital Inflows on Aggregate Spending Categories: The Case of Turkey*. *Applied Economics*, 33, 1321- 1328.
- Ülgen, Gülden. (2005). *Yabancı Sermayenin İstihdam Üzerine Etkileri*. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1), 35-48.
- Ünsal, Erdal M. (2005). *Makro İktisat*. (6. Baskı). Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Williamson, John. (2001). *Issues Regarding the Composition of Capital Flows*. *Development Policy Review*, 19 (1), 11-29.
- World Bank. (2006). *Global Development Finance- The Development Potential of Surging Capital Flows*.1-205.
- World Bank. (1997). *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*. A World Bank Policy Research Report. Oxford University Press.
- Yamak, Nebiye ve Tanrıöver, Banu. (2007). *Türkiye’de Nominal Faiz Oranı-Genel Fiyat Düzeyi İlişkisi: Gibson Paradoksu*. 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*. 24-25 Mayıs 2007– İnönü Üniversitesi. Malatya.
- Yeldan, Erinç. (2002). *Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler*. *Praksis* 7. 19-34.
- Yentürk, Nurhan. (2005). *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yentürk, Nurhan ve Çimenoğlu, Ahmet. (2005). *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi*. İçinde: *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi Yayınları, 99-128.

Yentürk, Nurhan. (1999). Short Term Capital Inflows and Their Impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s. *The Developing Economies*. 37(1). 89-113.

Yentürk, Nurhan. (1997). Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(27), 131-156.

Yıldırım, Kemal, Karaman, Doğan ve Taşdemir, Murat. (2008). *Makroekonomi*. (7. Baskı). Seçkin Yayıncılık.

Zhou, Yong Sarah. (2008). Capital Flows and Economic Fluctuations: The Role of Commercial Banks in Transmitting Shocks. *IMF Working Paper*. WP/08/12. 2-30.