



**T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**FİNANSAL SERMAYE GİRİŞLERİNİN
MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE
ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

**Tayfun YILMAZ
1040201006**

**Danışman
Prof. Dr. Durmuş ACAR**

ISPARTA - 2014



T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

DOKTORA TEZ SAVUNMA
SINAV TUTANAĞI



Tez Savunması 1

Tarih:10/3/ 2014

Enstitü Yönetim Kurulunun 19/2/2014 tarih ve 644-17-A sayılı kararıyla oluşturulan jürimiz, İşletme Anabilim Dalı Bilim Dalını Seçiniz Bilim Dalı DOKTORA öğrencisi Tayfun YILMAZ'ın "Finansal Sermaye Akımlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisi: Türkiye Örneği" başlıklı tezini incelemek ve değerlendirmek üzere 10/3/2014 tarihinde saat 14:00'da toplanmış ve adayı tez savunmasına almıştır.

SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Yönetmeliğinin 39. Maddesi uyarınca adaya dakika süreyle teziyle ilgili Ek'te sunulan sorular yöneltilmiştir. Yapılan değerlendirmeler sonunda adayın tezinin aşağıda belirtilen sebeplerle,

☒ **Tezin kabul edilmesine** (Öğrenci, varsa jüri tarafından gerekli görülen düzeltmeleri yaparak, tezinin onaylı son şeklini bir (1) ay içinde Enstitü'ye teslim etmelidir.)

☐ **Tezde düzeltme verilmesine** (Öğrenci, tezde gerekli görülen düzeltmeleri yaptıktan sonra altı (6) ay içinde savunmasını yineleyecektir.)

☐ **Tezin reddedilmesine** (Öğrenci yeni tez konusu belirleyecek)

***Tez adı değişikliği yapıldı/yapılmadı.**
oy birliği/oy çokluğu ile karar verilmiştir.

Gereği arz olunur.

*11 Finansal Sermaye Girişlerinin
Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi
Türkiye Örneği*

Jüri	Adı Soyadı	İmza
Danışman	: Prof. Dr. Durmuş ACAR	
Üye	: Prof. Dr. Yusuf DEMİR	
Üye	: Doç. Dr. Hüseyin DALĞAR	
Üye	: Doç. Dr. Ömer TEKŞEN	
Üye	: Yrd. Doç. Dr. İsmail ÇELİK	

Ekler :

- 1) Tez Değerlendirme Jüri Raporları
- 2) Sınav soru tutanağı

SDÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliği; Madde 39 (3) Jüri üyeleri, söz konusu tezin kendilerine teslim edildiği tarihten itibaren en geç bir ay içinde, hazırladıkları raporlarla birlikte toplanarak öğrenciyi tez savunma sınavına alırlar. Tez savunma sınavının yeri ve tarihi EYK'nca belirlenir. Jüri aralarında bir başkan seçer. Tez savunma sınavı, tez çalışmasının sunulması ve bunu izleyen soru-cevap bölümünden oluşur. Tez savunma sınavı en az kırkbeş, en çok doksan dakikadır.

(4) Tez sınavının tamamlanmasından sonra jüri tez hakkındaki salt çoğunlukla kabul, ret veya düzeltme kararı verir. Bu karar, EABD Başkanınca tez sınavını izleyen üç gün içinde Enstitüye tutanakla bildirilir. Tezi reddedilen öğrenci yeni tez konusu sunmak zorundadır. Tezi hakkındaki düzeltme kararı verilen öğrenci en geç altı ay içinde gerekli yaparak tezinin aynı jüri önünde yeniden savunur. Bu savunma sonunda da tezi kabul edilmeyen öğrenci yeni tez konusu sunmak zorundadır. Yeni tez konusu bu Yönetmeliğin 38. maddesinde yer alan esaslara göre belirlenir.

Enstitü Yönetim Kurulu Kararı	Tarih:	Karar No:
Bu form sınavdan sonra danışman tarafından düzenlenerek ilgili Anabilim Dalı Başkanlığı aracılığı ile 3 gün içinde Enstitüye teslim edilir.		



T.C.
SÜLEYMAN DEMİREL ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “**Finansal Sermaye Girişlerinin Makroekonomik Göstergeler Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği**” adlı çalışmanın, tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadar ki bütün süreçlerde bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliyografya’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla beyan ederim.

Tayfun YILMAZ

10.03.2014

ÖN SÖZ

1970’lerin başında gelişmiş ülkelerin ekonomik büyümelerinde yaşanan yavaşlama sonucu sermaye, spekülatif kazançların peşine düşerek uluslararası yabancı yatırımlara yönelmiştir. Bu dönemde gelişmiş ülkelerde hayata geçirilen finansal serbestleşme sürecini, 1980’lerde de gelişmekte olan ülkeler izlemiştir. Ancak gelişmekte olan ülkeler gerekli yapısal reformları ve iç politik kararları hayata geçirmeden, yeterince derin olmayan ve etkin bir şekilde denetlenemeyen finansal piyasaların bulunduğu bir durumda serbestleşme hareketlerini hızlı bir şekilde uygulamaya koydukları için yabancı sermaye akımlarından bekledikleri şekilde yararlanamamışlardır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları, fakat iç tasarruflarıyla elde edemeyecekleri büyüme rakamlarına ulaşmasına olanak sağlaması, cari açıklarını finanse etmesi, enflasyon hedeflerini tutturmalarına yardımcı olması gibi pozitif etkileri vardır. Ancak, söz konusu yabancı sermaye akımlarının, yerel paranın değerini arttırarak bu ülkelerin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü azaltması ve özellikle finansal sermaye hareketlerinin herhangi bir politik ya da finansal risk karşısında ülkeyi çok hızlı terk ederek finansal krizlere zemin hazırlaması gibi negatif etkileri de söz konusudur.

Bu çalışmada, finans literatüründe doğrudan yabancı yatırımlara nazaran ülke ekonomisine ve makroekonomik göstergelere etkileri daha az çalışılmış olan; finansal sermaye akımları olarak niteleyebileceğimiz portföy yatırımları, sıcak para hareketleri ve kısa vadeli sermaye akımlarının temel makro ekonomik göstergelere etkisi incelenmiştir.

Bu çalışmada bana her türlü desteklerini esirgemeyen başta danışmanlarım Prof. Dr. Durmuş ACAR ve Prof. Dr. Şeref KALAYCI olmak üzere değerli hocalarım Prof. Dr. Yusuf DEMİR, Doç. Dr. Hüseyin DALĞAR, Doç. Dr. Ömer TEKŞEN ve Yrd. Doç. Dr. İsmail ÇELİK’e; sıkılmadan defalarca baştan sona bütün tezi okuyup çok önemli katkılar yapan Okutman A. Erten TENDERİS ve Yrd. Doç. Dr. Kenan Oğuzhan

ORUÇ hocalarıma; tüm manevi desteği için kıymetli meslektaşım ve arkadaşım Yrd. Doç. Dr. Hakan TUNÇ'a teşekkürü bir borç bilirim.

Son olarak tüm ailemden bu tez çalışması sürecinde kendilerinden çaldığım zaman için beni affetmelerini diler ve kendilerine her zaman yanımda oldukları için sonsuz teşekkür ederim.

ÖZET

FINANSAL SERMAYE GİRİŞLERİNİN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Tayfun YILMAZ

Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme Bölümü, Doktora Tezi,
142 Sayfa, Mart, 2014

Danışman: Prof. Dr. Durmuş ACAR

Bu çalışmanın amacı finansal sermaye akımları olarak nitelenen portföy yatırımları, sıcak para hareketleri ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik göstergeler olan büyüme, döviz kuru, faiz oranları, cari açık ve enflasyon üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığını, bir etki söz konusuysa bu etkinin yönünü ortaya koymaktır. Çalışmada 1992:Ç1-2013:Ç3 dönemi çeyrek yıllık verilerinden oluşan veri seti kullanılmıştır. Finansal sermaye akımları ve makroekonomik göstergelere ilişkin seriler arasındaki kısa dönemli dinamik ilişkiler VAR (Vektör Otoregresif Model) yardımıyla incelenmiştir. Çalışmanın bulguları şu şekildedir; portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkileri varken sıcak para hareketleri ekonomik büyümeyle pozitif bir ilişki içindedir. Finansal sermaye akımlarının reel kur endeksi üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte kısa vadeli sermaye akımları için negatif, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri için ise pozitifdir. Bunlara ek olarak yapılan analizler sonucunda devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yabancı portföy yatırımlarının bir gecikmeli değerlerinin devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları üzerinde negatif bir etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Son olarak, kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları şeklinde Türkiye'ye giren uluslararası sermayenin ise cari açığı artırdığı ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Sermaye Akımları, Portföy Yatırımları, Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Sıcak Para Hareketleri, Makroekonomik Göstergeler, VAR

ABSTRACT

THE EFFECTS OF THE FINANCIAL CAPITAL INFLOWS on MACROECONOMIC INDICATORS: THE CASE OF TURKEY

Tayfun YILMAZ

Süleyman Demirel University, Department of Business Administration,
Doctoral Thesis, 142 Pages, March, 2014

Supervisor: Prof. Dr. Durmuş ACAR

The aim of this study is to find out whether portfolio investments, hot money flows and short-term capital movements known as financial capital flows have an effect on growth, exchange rates, interest rates, current account deficit and inflation, which are selected macroeconomic indicators, and the direction of the possible effects. In this study, the data set consisting of the quarter year data of 1992:Q1-2013:Q3 period was used. The short term dynamic relationships between the series related to financial capital flows and macroeconomic indicators were analyzed by the help of VAR (Vector Autoregressive Model). The study findings showed that while portfolio investments and short-term capital movements have a negative effect on economic growth, hot money movements have a positive relationship with economic growth. The impacts of financial capital flows on the real exchange rate index are not statistically significant. However, short-term capital flows have negative effects on the real exchange rate and portfolio investments and hot money movements have positive effects on the real exchange. According to the additional analysis results, it was revealed that the lagged values of foreign portfolio investments in government debt securities have a negative effect on the interest rates of government debt securities. Finally, it was affirmed that international capital entering Turkey as short-term capital movements and portfolio investments increases current account deficit.

Keywords: Financial Capital Flows, Portfolio Investments, Short-Term Capital Movements, Hot Money Flows, Macroeconomic Indicators, VAR.

İÇİNDEKİLER

ÖN SÖZ	i
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER	v
KISALTMALAR	viii
TABLolar	ix
ŞEKİLLER	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK YABANCI SERMAYE AKIMLARI

1.1. Yabancı Sermaye Akımı Kavramı	4
1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları	5
1.1.2. Portföy Yatırımları	8
1.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri	9
1.1.4. Sıcak Para Hareketleri	10
1.1.5. DYY ile Portföy Yatırımları Arasındaki Farklar	12
1.1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Sıcak Para Hareketleri Arasındaki Farklar	13
1.2. Yabancı Sermaye Akımlarının Çeşitleri	14
1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar	15
1.2.2. Portföy Yatırımları	20
1.2.3. Kısa Vadeli Sermaye Akımları	22
1.3. Yabancı Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi	23
1.4. Türkiye’de Yabancı Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi	27

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERMAYE AKIMLARINA YOL AÇAN FAKTÖRLER, FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ SONUÇLARI ve FİNANSAL SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAYAN TEORİLER

2.1. Finansal Sermaye Akımlarının İçsel ve Dışsal Faktörleri.....	36
2.1.1. İçsel Faktörler	37
2.1.2. Dışsal Faktörler	39
2.2. Finansal Sermaye Akımlarının Sonuçları	43
2.2.1. Aşırı Isınma Etkisi	44
2.2.2. Sermaye Akımlarının Finans Sektörüne Etkisi	45
2.2.3. Sermaye Akımlarının Büyüme Daralma Döngüsüne Etkisi.....	46
2.2.4. Sermaye Akımlarının Aniden Kesilmesi ve Geriye Dönmesi.....	49
2.3. Finansal Sermaye Akımlarını Açıklayan Teoriler.....	51
2.3.1. Mundell – Fleming Modeli.....	52
2.3.2. Faiz Haddi Paritesi Modeli	58
2.3.3. Portföy Dengesi Modeli	61

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI SERMAYE AKIMLARI İLE TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

3.1. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Akımları İlişkisi.....	63
3.2. Döviz Kuru ve Sermaye Akımları İlişkisi.....	66
3.3. Faiz Oranları ve Sermaye Akımları İlişkisi.....	68
3.4. Ödemeler Dengesi ve Sermaye Akımları İlişkisi	71
3.5. Enflasyon ve Sermaye Akımları İlişkisi.....	72

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı	74
4.2. Araştırmanın Metodolojisi	74
4.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık.....	75

4.2.1.1. Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	76
4.2.1.2. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	78
4.2.2. Zaman Serilerinde VAR (Vektör Otoregresif Model).....	79
4.3. Araştırmanın Kısıtları ve Veri Seti.....	80
4.4. Araştırmanın Literatürü	81
4.4.1. Diğer Ülkelerde Yapılan Çalışmalar	81
4.4.2. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar	91
4.5. Araştırmanın Hipotezleri.....	96
4.6. Verilerin Analizi.....	97
4.6.1. Birim Kök Testi Sonuçları.....	98
4.6.1.1. Cari Açık Serisi Durağanlık Analizi	98
4.6.1.2. Büyüme Serisi Durağanlık Analizleri.....	99
4.6.1.3. Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları Serisi Durağanlık Analizleri	100
4.6.1.4. Enflasyon Serisi Durağanlık Analizleri	101
4.6.1.5. Kısa Vadeli Sermaye Akımları Serisi Durağanlık Analizleri.....	102
4.6.1.6. Portföy Yatırımları Serisi Durağanlık Analizleri.....	103
4.6.1.7. Reel Kur Endeksi Serisi Durağanlık Analizleri.....	106
4.6.1.8. Sıcak Para Serisi Durağanlık Analizleri	107
4.6.2. Finansal Sermaye Girişlerinin Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Dinamik Etkileri	107
4.6.2.1. Finansal Sermaye Girişlerinin Büyüme Üzerindeki Etkileri	108
4.6.2.2. Finansal Sermaye Girişlerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri.....	112
4.6.2.3. Finansal Sermaye Girişlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri	116
4.6.2.4. Finansal Sermaye Girişlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkileri	119
4.6.2.5. Finansal Sermaye Girişlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkileri	123
SONUÇ	127
KAYNAKÇA.....	132
ÖZ GEÇMİŞ	142

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık Piyasa İşlemleri
ARCH	: Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
BİST	: Borsa İstanbul
ÇUŞ	: Çok Uluslu Şirketler
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
DGLS	: Dinamik Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
GARCH	: Genelleştirilmiş Otoregresif Koşullu Değişen Varyans
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Metodu
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
IBRD	: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
LİBOR	: Londra Bankalar Arası Para Piyasası Faiz Oranları
MENA	: Orta Doğu ve Kuzey Afrika Ülkeleri
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OLS	: Sıradan En Küçük Kareler
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD	: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
VAR	: Vektör Otoregresif Model
VECM	: Vektör Hata Düzeltme Modeli
YPY	: Yabancı Portföy Yatırımları

TABLOLAR

Tablo 1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye İle Portföy Yatırımlarının Karşılaştırılması.....	13
Tablo 1.2. 1930’larda Bazı Ülkelerdeki Yabancı Sermaye Tutarları (Milyon Pound)...	24
Tablo 1.3. Ödenmemiş ve Temerrüte Düşmüş Yabancı Dolar Bonoları (Milyon \$ ve Yüzde).....	25
Tablo 1.4. Kriz Öncesinde ve Sonrasında Sermaye Hareketleri (Milyon \$)	33
Tablo 1.5. Kasım 2000 Krizi Sıcak Para Hareketleri (Milyon \$)	34
Tablo 4.1 Dickey-Fuller τ -istatistik İçin Kritik Tablo Değerleri	77
Tablo 4.2. Çalışmada Kullanılan Makroekonomik Göstergeler	80
Tablo 4.3. LNCARİ Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	99
Tablo 4.4. Büyüme Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	100
Tablo 4.5. DIBS Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	101
Tablo 4.6. ENFLASYON Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	102
Tablo 4.7. LNKVSA Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	102
Tablo 4.8. LNPORTBORC Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	103
Tablo 4.9. LNPORTHISSE Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	104
Tablo 4.10. LNPORTFOY Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	105
Tablo 4.11. LNRKE Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi.....	106
Tablo 4.12. LNSP Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi	107
Tablo 4.13. Finansal Sermaye Girişlerinin Büyüme Üzerindeki Etkilerine İlişkin Var Modeli	108
Tablo 4.14. KVSA’nın Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli	110
Tablo 4.15. Portföy Yatırımlarının Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli.....	111
Tablo 4.16. Sıcak Para Girişlerinin Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli	111
Tablo 4.17. Finansal Sermaye Girişlerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerini Gösteren Var Modeli.....	112
Tablo 4.18. KVSA’nın RKE Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	114
Tablo 4.19. Portföy Yatırımlarının RKE Üzerindeki Etkisini Gösteren VAR Modeli.	115
Tablo 4.20. Sıcak Para Girişlerinin RKE Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	115
Tablo 4.21. Finansal Sermaye Girişlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	116
Tablo 4.22 Portföy Yatırımlarının Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	118

Tablo 4.23. Sıcak Para Hareketlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	118
Tablo 4.24. Finansal Sermaye Girişlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	119
Tablo 4.25. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	121
Tablo 4.26. Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	121
Tablo 4.27. Sıcak Para Hareketlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	122
Tablo 4.28 Finansal Sermaye Girişlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	123
Tablo 4.29. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	124
Tablo 4.30. Portföy Yatırımlarının Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli	125
Tablo 4.31. Sıcak Para Hareketlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli.....	126

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1. 1992-1999 Dönemi Yabancı Sermaye Girişleri	32
Grafik 1.2. 1998-2013 Dönemi Yabancı Sermaye Girişleri	35
Grafik 4.1. LNCARİ Serisi Grafiği.....	98
Grafik 4.2. BÜYÜME Serisi Grafiği	99
Grafik 4.3. DİBS Serisi Grafiği	100
Grafik 4.4. Enflasyon Serisi Grafiği	101
Grafik 4.5. LNKVSA Serisi Grafiği	102
Grafik 4.6. LNPORTBORC Serisi Grafiği	103
Grafik 4.7. LNPORTHİSSE Serisi Grafiği	104
Grafik 4.8. LNPORTFOY Serisi Grafiği	105
Grafik 4.9. LNRKE Serisi Grafiği	106
Grafik 4.10. LNSP Serisi Grafiği	107

ŞEKİLLER

Şekil 2.1. Mundell-Fleming Modeli.....	54
Şekil 2.2. Mal-Para-Döviz Piyasalarında Eşanlı Dengenin Sağlanması: Esnek Döviz Kuru	55
Şekil 2.3. Mal-Para-Döviz Piyasalarında Eşanlı Dengenin Sağlanması: Sabit Döviz Kuru	57
Şekil 3.1. Döviz Kuru Hareketleri.....	67
Şekil 3.2. Sermaye Akımları İle Faiz Oranı İlişkisi	69

GİRİŞ

Bretton Woods sistemi, sermayenin kısa vadeli faiz ve kur arbitrajına dayanan kazançlardan vazgeçerek, uzun dönemli istikrarlı bir büyümeyi amaçladığı bir sistemdi. Sermayenin bu fedakârlığı yapabilmesi için istikrarlı büyüme dönemlerindeki kârlılık oranlarının belli bir seviyede korunması ve sermayenin arbitraj kazancına yönelmeyerek vazgeçtiği kârı bu sayede telafi etmesi gerekiyordu. Ancak 1970'lerin başında sisteme dahil olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde gözlenen yavaşlama sonucu, sermaye söz konusu yüksek kârlılık oranlarını yakalayamamış ve politik risk, kur riski gibi riskleri göze alarak spekülâtif özellikli uluslararası yatırımlara yönelmiştir.

Bretton Woods sisteminin 1973 yılında çökmesinin ardından, 1973-1979 döneminde başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere gelişmiş ülkeler sermaye hesapları üzerindeki kontrolleri kaldırmaya başlamışlar, daha sonra gelişmekte olan ülkeler de benzer serbestleşme hareketleri gerçekleştirerek dünya finans sistemine uyum sağlamaya çalışmışlardır. Türkiye de 24 Ocak 1980 kararları ile dışa açılma ve finansal serbestleşme adına önemli adımlar atmış, 1989 tarihli Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile ülkeye giriş ve çıkış yapan sermaye üzerindeki kısıtlamaları tamamen kaldırarak sermaye hareketlerini bütünüyle serbestleştirmiştir.

Türkiye'nin de dâhil olduğu gelişmekte olan birçok ülke gerekli yapısal reformlar ve iç politik kararları hayata geçirmeden; yüksek kamu ve ödemeler dengesi açıklarının olduğu, fiyat istikrarının sağlanamadığı, yeterince derin olmayan ve etkin bir şekilde denetlenemeyen finansal piyasaların bulunduğu bir durumda, finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmiştir. Bu yüzden gelişmekte olan ülkeler yabancı sermaye akımlarının ülke ekonomilerine sağlayacağı pozitif etkilerden yeterli ölçüde yararlanamamışlardır. Buna ek olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin yapısı ve vadesi de zaman içinde büyük ölçüde değişmiştir. 1980'lerde gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri, bu ülkelerin temel zayıflıklarından kaynaklanan finansman ihtiyacını karşılayıp ülke ekonomisine büyük ölçüde pozitif etkiler sağlayan doğrudan yabancı yatırımlar ağırlıklı sermaye hareketleri iken, özellikle 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye hareketleri

içinde arbitraj kazancına yönelik spekülâtif nitelikli kısa vadeli para hareketlerinin oranı artmıştır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin, gelişmekte olan ülkelerin ihtiyaç duydukları, fakat iç tasarruflarıyla elde edemeyecekleri büyüme rakamlarına ulaşmasına olanak sağlaması, cari açıklaırını finanse etmesi, enflasyon hedeflerini tutturmalarına yardımcı olması gibi pozitif etkilerinin yanında ülke ekonomilerine bazı negatif etkileri de olmuştur. Bunların başında sermaye hareketlerinin yerel paranın değerini arttırması ve özellikle finansal sermaye olarak ülkeye giren sermayenin herhangi bir politik ya da finansal risk karşısında ülkeyi çok hızlı terk ederek finansal krizlere zemin hazırlaması sayılabilir.

Yabancı sermaye akımları hakkında yapılan çalışmaların bazıları bu akımların pozitif yönünü ortaya koyarken bazı çalışmalar ise negatif özelliklerini daha fazla vurgulamaktadır. Ayrıca yabancı sermaye akımlarının ana bileşenlerinden biri olan doğrudan yabancı yatırımların ülke ekonomilerine etkileri, finansal sermaye akımları olarak niteleyebileceğimiz portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para hareketlerine göre çok daha fazla çalışılmış bir konudur. Bu çalışma, özellikle finansal sermaye girişinin makroekonomik göstergelere etkilerini incelemesi ve bu akımları oluşturan tüm sermaye hareketlerini teker teker analize dâhil etmesi yönünden önemli ve önceki çalışmalardan farklıdır.

Yabancı sermaye hareketlerinin başta büyüme olmak üzere makroekonomik göstergelere ve genel olarak Türkiye ekonomisine etkileri Akçoraoğlu (2000), Çeviş ve Kadılar (2001), Balkan, Biçer ve Yeldan (2002), İnsel ve Sungur (2003), Berument ve Dinçer (2004), Çimenoglu ve Yentürk (2005), Karaca ve Abasız (2007), Kıran (2007), Yıldırım ve Taştan (2009), Vergil ve Karaca (2010), Uçan ve Öztürk (2010), Ekinci (2011), Söylemez ve Yılmaz (2012) tarafından da çalışılmıştır. Bahsedilen çalışmalarda başta kısa vadeli sermaye hareketleri olmak üzere yabancı sermaye akımlarının etkileri çeşitli ekonometrik yöntemlerle incelenmiştir. Bu tez çalışmasının, adı geçen çalışmalardan farkı 1992-2013 dönemini kapsaması ve finansal sermaye akımlarını oluşturan tüm sermaye hareketlerini analizlere dâhil ederek konuya bir bütün olarak yaklaşmasıdır.

Çalışmanın birinci bölümünde yabancı sermaye akımları genel olarak ele alınmış. Uluslararası kurumların yabancı sermaye akımı tanımları, ülkemiz mevzuatında yabancı sermayenin tanımı, yabancı sermaye akımlarının çeşitleri ve tarihçesi ele alınmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde; yabancı sermaye akımlarına neden olan faktörler içsel ve dışsal faktörler olmak üzere iki başlık altında incelenmiş, sermaye akımlarının ülke ekonomilerine olası etkilerine değinilmiş ve son olarak da yabancı sermaye hareketlerini açıklayan teoriler ele alınmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde yabancı sermaye akımlarının büyüme, kurlar, faiz oranları, ödemeler dengesi ve enflasyon gibi makroekonomik göstergelere olası etkileri incelenmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde yabancı sermaye akımlarının makroekonomik göstergelere ve ülke ekonomisine etkileri hakkındaki ulusal ve uluslararası literatüre yer verilmiştir. Yine çalışmanın bu bölümünde çalışmada kullanılan ekonometrik yöntem hakkında bilgi verilmiş, çalışmada kullanılan zaman serileri ve bu zaman serilerinin analizlere hazırlanması süreci açıklanarak, gerekli analizler yapılmıştır. Son olarak sonuç bölümünde ise konu hakkında genel değerlendirme ve sonuçlar ortaya konulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK YABANCI SERMAYE AKIMLARI

1.1. Yabancı Sermaye Akımı Kavramı

Bir toplumun kalkınması, temelde yatırımların ve üretim kapasitesinin artırılması ile sağlanabilmektedir. Yatırımların miktarı ise tasarruf düzeyi ve sermaye birikimi ile belirlendiği, için ulusal tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda başvurulacak yurt dışındaki kaynaklar, ülkenin yabancı sermaye kaynağını oluşturmaktadır (Gökçen 2009).

Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Genel Müdürlüğü'nün 2002 yılı Yabancı Sermaye Raporu'na göre yabancı sermaye şu şekilde tanımlanmıştır:

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na alım satımı yapılan konvertibl döviz ve efektif cinsinden nakdi sermayeyi,
- Yabancı sermayeli kuruluşlarda, yabancı gerçek ve tüzel kişilerin hissesine tekabül eden net kâr, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri ile lisans, know-how, teknik yardım, yönetim ve franchise anlaşmaları karşılığında ödenecek meblağların, dış kredi anapara ve faiz ödemelerinin transferi veya transfer edilebilir değerleri,
- Makina, teçhizat, alet ve bu mahiyetteki mallar, makina aksamı ve malzeme ile Hazine Müsteşarlığının kabul ettiği sair lüzumlu malları,
- Yurt dışında yerleşik kişi ve kuruluşların, kambiyo mevzuatı çerçevesinde doğan her türlü mevcut ve alacaklarından, Hazine Müsteşarlığının sermaye payı olarak kabul edeceği meblağları,
- Patent ve ticari marka gibi fikri haklardan Müsteşarlıkça kabul edilenleri ifade eder.

Aynı raporda konuyla ilgili OECD'nin tanımına da yer verilmiştir. Bu tanıma göre yabancı sermaye;

- Yabancı yatırımcının şirketin dağıtılmayan ve yatırıma tekrar aktarılan kazançlardaki payını,
- Yabancı yatırımcının nakit veya aynı sermaye yoluyla ana şirketten hisse ve borç senetleri (kısa, orta ve uzun vadeli borç senetleri) alımı,
- Yabancı yatırımcının şirkete sağladığı krediler,
- Yabancı yatırımcının şirketten nakit dışı makine ve üretim hakları alımları,
- Yabancı yatırımcının sağladığı ticari ve diğer kredileri, içermektedir.

Sermaye akımları ülkeler arasında çeşitli şekillerde cereyan edebilir. Bu hareketler Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY), Yabancı Portföy Yatırımları (YPY) ve krediler olarak üç büyük gruba ayrılabilir. DYY kaynak ülkedeki yerleşik bir işletmenin (yabancı direkt yatırımcı ya da ana şirket) ev sahibi (yatırım alan) ülkedeki kalıcı ilgisini ve kontrolünü yansıtan, uzun süreli ilişki içeren bir yatırım olarak tanımlanır. Ulusal ve uluslararası muhasebe standartlarında, DYY, % 10 veya daha fazla bir hisseyi kapsayan yatırımlar olarak tanımlanır. Yabancı portföy yatırımlarında ise kalıcı ilgi ve kontrol unsurları söz konusu değildir. Ayrıca tahvillere yapılan yatırımlar da bu tür yabancı portföy yatırımları kapsamında değerlendirilir (Razin – Sadka 2007: 1-2).

DYY ile YPY arasında farklı bir yatırım ilişkisi vardır. DYY, kontrol ya da önemli derecede bir etkiyle ilgilidir ve kalıcı bir ilgi söz konusudur. Ayrıca sermayenin yanında doğrudan yatırımcılar know-how, teknoloji, yönetim, pazarlama gibi ek katkılar da sağlayabilir. Doğrudan yatırımcıların aksine portföy yatırımcıları, genellikle gelecekteki nakit akışları, fiyat dalgalanmaları ve pozisyon hacimleri üzerinde önemli potansiyel etkileri olan kurumsal karar alma süreçlerinde daha küçük roller üstlenirler. Portföy yatırımları finansal piyasalara erişmek için doğrudan bir yol sunmaları ve böylece likidite ve esneklik sağlamaları yönünden de diğer yatırımlardan farklıdırlar (IMF 2009: 99).

1.1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları

Doğrudan Yabancı Yatırım, genel olarak bir ülke (kaynak ülke) yerleşiklerinin başka bir ülkedeki (ev sahibi ülke) üretim süreci, kaynak dağılımı ve diğer ekonomik etkinlikler üzerinde kontrol sağlamak amacıyla varlık edinerek gerçekleştirdikleri

yatırımı ifade etmektedir (Mucuk 2011: 13). DYY'nin en yaygın kabul gören tanımı, IMF / OECD tarafından yapılan ve ulusal istatistik birimleri arasında koordinasyon sağlamayı amaçlayan tanımdır (Contessi - Weinberger 2009:63).

OECD doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını şu şekilde tanımlamıştır:

Yabancı yatırımların bir türü olan Doğrudan Yabancı Yatırım, bir ekonomideki yerleşik yatırımcının (doğrudan yatırımcı) başka bir ekonomideki bir işletmeye (doğrudan yatırım yapılan kurum) uzun dönemli ve yatırım yapılan işletmenin yönetimini ele geçirmek ya da en azından yönetimde söz sahibi olabilmek amacıyla yatırım yapmasıdır. Yatırımın uzun dönemli bir yatırım olduğunun ya da yatırım yapılan kurumun yönetiminde söz sahibi olmak için yapıldığının göstergesi, yatırım yapılan işletmenin oy hakkının en az %10'unun yatırımcıya ait olmasıdır (OECD 2008: 17). Başka bir ifadeyle bir yabancı yatırımın Doğrudan Yabancı Yatırım olarak değerlendirilebilmesi için, bu yatırım sonucunda yatırım yapılan işletmenin oy hakkının en az %10'unun yabancı yatırımcıya geçmesi gerekmektedir.

Bazı durumlarda %10'luk oy hakkının doğrudan yatırım yapılan kurumun yönetiminde söz sahibi olmaya yetmeyeceği, bazı durumlarda ise %10'dan daha düşük bir temsille yönetimde söz sahibi olunabileceği öne sürülebilir. Bununla birlikte bahsedilen %10'luk değer doğrudan yabancı yatırımlar için ülkeler arasında istatistiksel tutarlılığın sağlanması adına OECD'nin uygulanmasını sıkı bir şekilde önerdiği bir sınırdır (OECD 2008: 49). Aynı şekilde ABD Ticaret Bakanlığı da Amerikalı bir yatırımcının yabancı yatırımda %10 oy hakkı olması halinde bu yatırımı yabancı yatırım kabul etmiştir (Moosa 2002: 1).

Doğrudan Yatırımlar bir ülkedeki yatırımcının başka bir ülkedeki bir şirketin yönetimini kontrol etmesi ya da yönetiminde önemli derecede bir etkiye sahip olması şeklinde tanımlanmıştır. Tanımda geçen kontrol kelimesinden maksat yatırım yapılan şirketin oy hakkının %50'sinden fazlasına sahip olma; önemli derecede bir etkiye sahip olma tabiri de %10'dan fazla bir oy hakkına sahip olma anlamına gelmektedir. Doğrudan Yabancı Yatırımların kapsamına, bir şirketin kontrolü için aktarılan sermayenin yanında; endirekt kontrol için harcanan sermaye, kardeş işletmelere yatırım, borçlar ve geri yatırımlar da girer (IMF 2009: 100-101) .

UNCTAD'ın tanımına göre ise “uzun vadeli bir ilişki içeren ve bir ekonomideki yerleşik bir işletmenin (yabancı yatırımcı), başka bir ekonomideki şirkete (yabancı yatırım yapılan şirket) kalıcı ilgisini ve onu yönetme isteğini yansıtan bir yatırımdır.” Tanımda bahsedilen uzun dönem doğrudan yabancı yatırımları portföy yatırımlarından ayıran bir özelliktir. Yatırımcının, kısa vadede yatırım yaptığı menkul değerleri elinden çıkarmayacağına vurgu yapar (Moosa 2002: 1).

Doğrudan yatırım yapılan şirketler, yatırımcının elde ettiği oy hakkına göre bağlı ortaklıklar (%50'den fazla oy hakkı), iştirakler (%10 ila %50'si arasında bir oy hakkı) ve %100'üne sahip olduğu şubeler şeklinde sınıflandırılabilir (OECD 2008: 17). Doğrudan yabancı yatırımlar; yatay yatırımlar, yatırım yapan firmanın yatırım yaptığı ülkelerde kendi ülkesiyle aynı üretimi gerçekleştirmesi ve dikey yatırımlar, yatırım yapılan ülkede esas ürünlerin işlenmesi ve bunların satışı ile ilgili olarak ileriye veya geriye dönük yatırım yapılması şeklinde de sınıflandırılabilir. Çok sayıda küçük yavru şirketin, ev sahibi ülkede sadece pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini yürütmesi de yatay yatırımlara sık rastlanan bir örnektir (Karluk 2009: 688).

Uluslararası ekonomiye yön veren kuruluşların Doğrudan Yabancı Yatırım tanımlarından sonra bu yatırımların ülkemiz mevzuatındaki tanımını da şu şekilde yapabiliriz;

4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu'na göre doğrudan yabancı yatırım yabancı, yatırımcı tarafından getirilen, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nca (TCMB) alım satımı yapılan konvertibl para şeklinde nakit sermaye, şirket menkul kıymetleri(devlet tahvilleri hariç), makine ve teçhizat, sınai ve fikri mülkiyet hakları, yurt içinden sağlanan yeniden yatırımlarda kullanılan kâr, hasılat, para alacağı veya mali değeri olan yatırımlarla ilgili diğer haklar, doğal kaynakların aranması ve çıkarılmasına ilişkin haklar gibi iktisadi kıymetler aracılığıyla yeni şirket kurmak ve şube açmak, menkul kıymet borsaları dışında hisse edinimi, menkul kıymet borsalarından en az %10 hisse oranı ya da aynı oranda oy hakkı sağlayan edinimler yoluyla mevcut bir şirkete ortak olmak şeklinde ifade edilmektedir (Yabancı Sermaye Raporu 2005: 1).

1.1.2. Portföy Yatırımları

IMF, uluslararası portföy yatırımlarını, doğrudan yatırımlar ve rezerv varlıklar kapsamı dışında kalan uluslararası borç menkulleri ve hisse senedi işlemleri ve pozisyonları olarak tanımlamış; uluslararası piyasalarda işlem yapılabilecek borç kâğıtlarını da tahvil, bono, notlar, devredilebilir mevduat sertifikaları, ticari kâğıtlar, varlığa dayalı menkul kıymetler, para piyasası araçları ve bunlara benzer finansal piyasalarda işlem gören enstrümanlar olarak sıralamıştır (IMF 2009: 87, 110).

İMKB'nin tanımına göre ise yabancı sermaye hareketlerinden biri olan portföy yatırımları, tasarruf sahiplerinin uluslararası sermaye piyasalarında politik risk, kambiyo kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi ek riskler üstlenmek suretiyle sermaye kazancı ile faiz ve temettü geliri gibi kazançlar elde etmek amacıyla hisse senedi, tahvil ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarıdır (İMKB 1994: 8'den aktaran Batmaz-Tekeli 2009: 9).

Portföy yatırımları, organize ya da organize olmayan piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri kapsamamasına rağmen portföy yatırımı kavramı sadece bu işlemlerle sınırlandırılmaz. Kamuya açılım oranının düşük ve düzenlemelerin daha gevşek tutulduğu piyasalarda hedge fonlara, özel sermaye fonlarına ve girişim sermayelerine yapılan yatırımlar da portföy yatırımları kapsamında değerlendirilebilir (Söz konusu fonlara yapılan yatırımların %10'u geçmediği hallerde) (IMF 2009: 110).

Uluslararası portföy yatırımlarının açıklanmasında önemli bir yeri olan portföy teorisi yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi ilkesi üzerine kurulmuştur. Finansal anlamda çeşitlendirme tüm servetin tek bir varlığa yatırılmaması demektir. Tek bir menkul değer yerine, çeşitli menkul değerleri kapsayan portföylerin oluşturulması daha üstü bir risk ve ortalama getiri bileşiminin sağlanmasına olanak verir. Bu teoriye göre; yatırımcı sermaye fonlarını menkul değerlerin beklenen getiri oranlarına ve beklenen getiri oranları arasındaki korelasyonlara göre dağıtması sonucu belirli bir beklenen getiri düzeyindeki portföy riski azaltılabilir, ya da belirli bir risk düzeyindeki beklenen getiri artırılabilir (Seyidoğlu, 2003: 384).

Portföy yatırımları menkul kıymet alımı şeklinde ortaya çıkan ve ülkenin üretim kapasitesini artırıcı bir etkisi olmayan yatırımlardır. Burada, yatırım yapılan ülkede bir firma kurulması ya da hali hazırda mevcut bulunan firmaya sermaye yatırılarak bunun büyütülmesi gibi bir durum söz konusu olmadığından bu tip yatırımlarda teknoloji transferi, ticari sırlar ve yönetim bilgileri gibi faydaların transferi de söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla doğrudan sermaye yatırımlarına “doğrudan” niteliğini veren, yatırım yapılan ülkeye yönelik teknoloji, know-how ve işletmecilik bilgisi transferi burada söz konusu değildir, sadece nakdi sermaye girişi söz konusudur (Şirin 2005: 75).

1.1.3. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri

Kısa vadeli sermaye hareketleri, ülkeler arasındaki faiz farkının ortaya çıkardığı arbitraj fırsatını değerlendirmek amacıyla hareket eden, geriye dönüş kabiliyeti yüksek hareketlerdir. Uzun vadeli sermaye hareketlerine göre spekülatif amaçlara daha çok hizmet etmeleri ve geri dönüş kabiliyetlerinin yüksek olması kısa vadeli sermaye hareketlerini uzun vadeli sermaye hareketlerinden ayıran en önemli özelliklerdir. Ancak yapılan ampirik çalışmalar her zaman bu ayrımı destekleyen sonuçlar ortaya koymamış zaman zaman uzun vadeli sermaye hareketlerinin de değişkenlik gösterebileceği ve beklenmedik şoklar karşısında kısa vadeli sermaye hareketlerine benzer tepkiler verebileceğini göstermiştir (Kaya, 1998: 18-19). Kısa vadeli sermaye hareketleri; ticari krediler, vadesi bir yıldan kısa ticari banka kredileri, dışardan veya yerleşik olmayanlara satılan kısa vadeli özel ve kamu borçlanması gibi geniş bir yelpazeye sahip finansal işlemlerden oluşur (Rodrik and Valesco, 1999: 14).

Konuya ödemeler dengesi açısından yaklaşılabilecek olursa bir yıldan daha kısa bir vadeye sahip özel ve resmi nitelikteki uluslararası sermaye akımları kısa vadeli sermaye hareketleri olarak tanımlanabilir. Uygulamada bu tür yatırımların süresi genelde 30, 60, 90 gündür. Günümüzde pek çok çeşidi olan kısa vadeli yatırım araçlarından bazılarını şu şekilde sıralamak mümkündür; finansman ve hazine bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, prefinansman kredileri, ihracat kredileri, muhabir açıkları vs. Söz konusu sermaye akımları resmi olmaktan ziyade özel nitelik taşımaktadır ve çok yüksek faiz oranlarından ya da beklenen kur değişimlerinden faydalanmak maksadıyla yapılmaktadır (Seyidoğlu, 1999: 394).

Kindleberger ise, kısa vadeli sermaye hareketlerine farklı bir açıdan yaklaşarak, bu tür sermaye hareketlerini spekülative, dengeleyici, gelire endeksli ve otonom sermaye hareketleri olmak üzere dört kategoride tanımlamıştır. Kısa vadeli sermayenin spekülative hareketliğinin nedeni döviz kurunda beklenen veya gerçekleşen değişimlerdir. Bu tür sermaye hareketleri kur riskine karşı korunmuş olmamakla birlikte tamamen spekülative taraflardan kontrol edilmektedir. Dengeleyici sermaye hareketleri ise, doğrudan ödemeler bilançosunu oluşturan kalemlerdeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Gelire dayalı sermaye hareketleri ise, yabancı para piyasalarında yurtiçi para piyasalarına göre daha fazla gelir elde etme düşüncesine dayanmaktadır. Bu tür sermaye hareketleri fonlar, mevduat, döviz vb. şekillerde yatırım maksatlı olarak bir finans merkezinden diğerine hareket etmekte veya spekülasyonun geçerli olmadığı durumlarda, sermaye genellikle düşük faizli para piyasalarından yüksek faiz oranlarının geçerli olduğu para piyasalarına doğru yönelmektedir. Ancak bir ülkenin ulusal parası aşırı derecede değersizse ve kur istikrarsız bir şekilde hareket etmekteyse faiz oranları ne derece yüksek olursa olsun kısa vadeli sermayeyi ülkeye çekmek zorlaşacaktır. Bunun da ötesinde yurtdışına yönelen sermaye akımları dahi gözlenebilecektir. Uluslararası sermaye hareketleri, sermayenin güvenliği açısından oluşan korkuya tepki olarak ortaya çıkıyorsa otonom olarak değerlendirilmektedir. Bu tür sermaye, vadeli döviz piyasası kurunda işlem görmekte, fonlardan yüksek getiri sağlamakla birlikte kurların pozisyonunu pek dikkate almamaktadır (Kindleberger, 1965: 7-15'den aktaran Yar, 2008: 4).

1.1.4. Sıcak Para Hareketleri

Chang vd. (1997) sıcak parayı şu şekilde tanımlamışlardır; “Sıcak para kavramı, genel kabul görmüş bir tanım olmamakla beraber, beklenen getiri oranları ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye akımları olarak ifade edilebilir” (TCMB, 2005: 28). Bir başka tanıma göre sıcak para, spekülative, kısa dönemli ve aşırı dalgalanma ile akışkanlık gibi unsurları içinde barındıran, ulusal piyasalarda faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizliklerden kaynaklanan, arbitraj ögesine dayanan, yüksek riskli dolayısıyla yüksek getirili varlıklara yatırım yapan çok kısa vadeli sermaye hareketleridir. Likidite özelliği yüksek bu sermaye hareketlerinin değerlendirilmesinde

zaman ve miktar özelliği ayırt edici rol oynamaktadır. Sıcak para kavramı, beklenen getiri oranı ve risklerdeki değişimlere hızlı tepki veren sermaye yatırımları olarak ifade edilir. (Yeldan, 1996; Oktar, 1995:9'dan aktaran Turan 2011).

TCMB Türkiye için sıcak paranın şu şekilde hesaplanabileceğini bildirmiştir;

Sıcak Para =

Portföy Yatırımları:

- Yabancıların yurtiçinde hisse senedi alım/satımları,
- Yabancıların yurtiçinde Hükümete ait iç borçlanma senetlerini alım/satımları,

+ Kısa Vadeli Sermaye Akımları:

- Bankaların yurt dışında kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yurtiçinde yerleşik bankaların ve bankacılık dışı özel sektörün yurt dışından kullandıkları kısa vadeli krediler,
- Yabancıların yurtiçinde yerleşik bankalarda tuttıkları kısa vadeli mevduatlardaki değişim,

+ Net Hata Noksan.

Yabancı kaynaklı sıcak para hareketleri, İMKB'de hisse senedi ve DİBS alımları ile bankalarda açılan kısa vadeli mevduatlardan oluşmaktadır. Yerleşikler kaynaklı sıcak para hareketleri ise, kısa vadeli kredi işlemlerinden ve kayıtlarda tespit edilemeyen hareketleri gösterdiği varsayılan net hata ve noksan kaleminden oluşmaktadır. Kredi kalemleri içerisinde özel sektörün kullandığı kısa vadeli kredilerin payı düşüktür. Bankalar tarafından yurt dışına açılan kredilerin ise hem payı düşük, hem de eğilimi nispeten istikrarlıdır. Dolayısıyla, kredi kaynaklı sıcak para akımları, esas olarak, bankaların yurt dışından kullandıkları kısa vadeli kredilerden oluşmaktadır (TCMB, 2005: 28-29).

1.1.5. DYY ile Portföy Yatırımları Arasındaki Farklar

DYY ile portföy yatırımları arasındaki farklar şu şekilde sıralanabilir:

- DYY yatırımcıları yerli firmalar üzerinde mülkiyet ve kontrol hakkına bir arada sahiptir (hangi ürünler, nasıl, hangi hedef kitle için üretilecek) fakat portföy yatırımcıları mülkiyet hakkına sahip olmakla birlikte firma yönetiminde kısıtlı bir etkinliğe sahiptir. Zaten bu tarz yatırımcıların asıl amaçları firma yönetimine etkin bir şekilde katılmaktan ziyade risk dağıtımıdır. Yönetim ve sahiplik arasındaki temsil yetkisi probleminden dolayı portföy yatırımları doğrudan yatırımlara kıyasla daha az etkin bir şekilde yönetilir. Yatırımları üzerinde daha etkin bir yönetime sahip olan doğrudan yatırımcılar, projeler üzerindeki olası değişiklikler hakkında portföy yatırımcılarına göre daha fazla bilgi sahibidir. Buda direkt yatırımların yönetim etkinliğini daha da artıran bir nedendir (Goldstein - Razin 2006: 272)
- DYY ile portföy yatırımları arasında ana para ve yatırımdan nakit akışlarının elde edilmesiyle ilgili farklar da mevcuttur. Portföy yatırımlarında hisse senedi ve tahvillerle ilgili faiz ve anaparanın geri ödenme şartları bellidir. DYY' larda ise getiriler kâr payı ve sermaye kazancı dışında servis ücretleri, komisyonlar ve transfer fiyatlandırması ve devletin transfer kısıtlamaları gibi değişik faktörlerin de etkisi vardır. Ayrıca portföy yatırımlarında gelir ve amortismanların geri ödeme koşulları önceden bellidir fakat doğrudan yabancı sermaye yatırımları işletmenin kazancına bağlı durumdadır (Candemir 2006: 20'dan aktaran Batmaz ve Tekeli 2009:10).
- DYY ve portföy yatırımları, yatırımcıların şahısları itibariyle de birbirinden farklıdır. DYY sıklıkla çokuluslu şirketler (ÇUŞ), sosyal organizasyonlar, resmi ve yarı resmi kurumlar ile girişimci sermayedarlar tarafından yapılmakta; portföy yatırımları ise daha çok yatırımlarını çeşitlendirmek isteyen yatırım fonları, hedge fonlar, emeklilik fonları ve diğer yatırımcılar tarafından yapılmaktadır (Sekirin 2010).
- DYY uzun vadeli yatırımlardır, kısa vadede geriye dönüşü mümkün olmadığından doğal olarak politik ve ekonomik istikrar önemli bir rol

oynamaktadır. Portföy yatırımları ise yüksek mobilitiye sahip ve daha likit olduklarından finansal krizlerin doğmasına ya da etkilerinin sertleşmesine yol açabilir (Batmaz - Tekeli 2009: 10).

Liaseng (1992) DYY ile portföy yatırımlarını şu şekilde karşılaştırmıştır.

Tablo 1.1. Doğrudan Yabancı Sermaye İle Portföy Yatırımlarının Karşılaştırılması

	DYY	Portföy Yatırımları
Yatırım Amaçları	- Sermayenin güvenliği ve portföyün veya net refahın maksimize edilmesi. - Optimal kaynak dağılımını gerçekleştirmek için farklı ekonomilerde işletme kontrolüne sahip olmak ve çokuluslu işletmelerle kararları maksimize etmek.	Sermayenin güvenliği ve portföyün veya net refahın maksimize edilmesi
Yatırım Unsurları	- Doğrudan yabancı yatırımcı tarafından sağlanan yönetimde etkin kontrolü sağlamaya yeterli öz sermaye - Yeni yatırımlara ayrılan kazançlar - Şirket içi borçlanmalar	- Uzun dönemli tahviller - Doğrudan yabancı yatırım kapsamına girmeyen öz sermaye yatırımları
Beklenen Getiriler	- Yatırımdan sağlanacak kârlar - Yönetim kontrolü ile ortaya çıkacak diğer getiriler (Örn, piyasaların içselleştirilmesi.)	Tahvilin değerindeki artıştan ve tahvilin sabit getirisinden elde edilecek gelir; sermaye kazancı, temettü gelirleri vs.
Maliyetler	- Doğrudan yatırım maliyetleri - Enformasyon maliyetleri (yatırım yapılan ülkeyle ilgili her türlü haberleşme maliyeti)	- Doğrudan yabancı yatırımdan daha az olmakla birlikte ortaya çıkan enformasyon maliyetleri - Sermaye maliyetleri

Kaynak: Liaseng, W.(1992). Foreign Direct Investment and Transnational Corporations- A Review of Trade – Theoretical Approaches, Memorandum from Department of Economics, University of Oslo, No:26 ‘dan aktaran Batmaz – Tekeli 2009: 10.

1.1.6. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Sıcak Para Hareketleri Arasındaki Farklar

Kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para hareketleri benzer özelliklere sahip yabancı sermaye hareketleri olmalarından dolayı birbirleriyle sıkça karıştırılan kavramlardır. Ancak iki sermaye akımı arasında önemli farklılıklar vardır.

Kısa vadeli sermaye hareketleri reel sektör kredi işlemlerini de içerebilmekte, ancak ticari krediler benzeri kalemler sıcak para tanımına girmemektedir. Ayrıca, kısa vadeli sermaye kalemlerin içinde yer almayan hisse senetleri ve DİBS’ten oluşan portföy yatırımları ve net hata noksan kalemi de sıcak para tanımına dâhil edilmektedir (Chang ve Kevin, 1997’den aktaran Savul 2007: 33). Net hata ve noksan kaleminin

sıcak para olarak nitelendirilmesi yaklaşımı, söz konusu kalemin kayıt dışı sermaye akımlarını gösterdiği varsayımına dayanmaktadır. Kriz ve istikrar dönemlerinde net hata ve noksan kaleminde görülen eğilimler de bu yaklaşımı destekler niteliktedir.

Bu noktada şu da gözden kaçırılmamalıdır ki net hata ve noksan kalemi, eksik/yanlış kaydedilen ya da kaydı hiç yapılmayan çeşitli işlemlerden dolayı, cari işlemler dengesi ile net sermaye akımlarının toplamını rezervlerdeki değişime eşitleyen kalemdir. Ödemeler dengesi hesapları da çift kayıt prensibine göre derlendiği için, alacak ve borç girişleri arasındaki fark ödemeler dengesi kayıtlarında net hata ve noksan olarak görünür. Bu bilgiler ışığında, net hata ve noksan kaleminin tamamıyla kayıt dışı sermaye akımlarını yansıttığını düşünmek yanlış çıkarımlara neden olabilecektir. Diğer taraftan, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim, benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenebiliyor iken, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin de büyük ölçüde net hata ve noksan kalemine yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak, net hata ve noksan kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu varsayılmaktadır(TCMB, 2005: 28)

Sıcak para ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin benzer vade yapılarına rağmen bir ülkedeki finansal varlıklara yatırım yapmak üzere giren paraların kısa vadeli olanlarının tümüne de sıcak para demek doğru bir yaklaşım olmaz. Çünkü dünyadaki büyük finans kuruluşlarının çoğu Amerika Birleşik Devleti (ABD) hazine bonosu portföyüne sahiptir ve bunlar kısa vadede büyük getiriler elde etmek amaçlı yani spekülatif nitelikli olmadığından sıcak para olarak değerlendirilmez. Aksine söz konusu bonoların risk-getiri profili spekülatif hareketlerden kaçmak isteyen yatırımcılara hitap eder (Ekinci 1997'den aktaran Selimata, 2003: 16).

1.2. Yabancı Sermaye Akımlarının Çeşitleri

Bir ülkeye yönelen yabancı sermaye akımlarının ana bileşenleri doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarıdır. Söz konusu

sermaye hareketleri bir dönem boyunca yaşanan toplam yabancı sermaye akımlarının büyük bir oranını oluşturmaktadır.

1.2.1. Doğrudan Yabancı Yatırımlar

Caves (1971) doğrudan yabancı yatırımları; yatırımcı (kaynak ülke) ve yatırım yapılan ülke (ev sahibi ülke) açısından “yatay yatırımlar” ve “dikey yatırımlar” olarak iki ana gruba ayırmıştır.

a) Yatay Yatırımlar: Yatay büyüme amacı doğrultusunda, yabancı yatırımcının kendi ülkesinde ürettiği malları ya da bu malların benzerlerini ev sahibi ülkede üretmesidir. Yatay yatırımlar için ürün farklılaştırma doğrudan yatırım yapılan endüstrilerin önemli bir yapısal özelliğidir. Tasarım ve imalat sürecindeki seçenek çeşitliliğinden dolayı farklılaştırma birçok ürünün doğasında vardır. Birçok firma için de farklılaştırılmış ürünler reklam harcamaları yoluyla oluşturulmuş sermaye varlıklarıdır. Yatay yatırımlar özellikle yatırımcıların kendi ülkelerinde genişlemelerinin antitröst yasalarını ihlal ettiği durumlarda, patent veya farklılaştırılmış ürünler gibi tekelleri veya oligopolistik avantajlardan yararlanmak için yapılır (Moosa, 2002: 4).

b) Dikey Yatırımlar: Firmanın üretim sürecinde kendi esas faaliyetinden önce veya sonra olan aşamaya yaptığı yatırımlardır. Ham madde kaynaklarından faydalanmak için yapılan yatırımlar geriye dikey yatırım, dağıtım ve satış birimlerinden faydalanmak için yapılan yatırımlar ileriye dikey yatırım olarak değerlendirilebilir. Az sayıda ham madde tedarikçisi ve alıcısının bulunduğu piyasalarda, alıcıların kârları ham maddelerin uzun dönemli fiyatlarına bağlıysa ve tedarikçiler bu kaynaklar üzerindeki güçlerini kullanarak piyasaya yeni rakiplerin girmesini engelliyorlarsa yapılacak dikey yatırımlarla ham madde piyasasındaki belirsiz ve tedarik riskleri ortadan kaldırılabilir (Moosa, 2002: 4-5).

Moosa (2002) ev sahibi ülke açısından doğrudan yabancı yatırımları “ithal ikameci yatırımlar”, “ihracat artırıcı yatırımlar” ve “hükümet desteğiyle yapılan yatırımlar” olarak sınıflandırmıştır.

a) İthal İkameci Yatırımlar: Ev sahibi ülkenin daha önce ithal ettiği malların üretimini içeren yabancı yatırımlardır. Bu tür DYY ev sahibi ülkenin ithalatında ve yatırım yapan ülkenin ihracatında düşüşe neden olurlar. Bu tür yatırımları belirleyen muhtemel nedenler pazarın boyutu, ulaşım maliyetleri ve ticaret engelleri olarak sıralanabilir.

b) İhracat Artırıcı Yatırımlar: Bu tür yatırımlar hammadde ve ara malı gibi yeni girdi kaynakları, arama arzusu tarafından motive edilir. Bu tür yatırımlara ihracat artırıcı yatırımlar denmesinin nedeni söz konusu yatırımlar sonucunda ev sahibi ülkenin yatırım yapan ülke ve ya ülkelere (çokuluslu şirketin bağlı bulunduğu) ülkelerle hammadde ve ara ürün ihracatının artmasıdır.

c) Hükümet Desteğiyle Yapılan Yatırımlar: Bu tür yatırımlar hükümetin ödemeler dengesi açığını ortadan kaldırmak yabancı yatırımcılara teşvikler sunmasıyla tetiklenebilir. DYY hakkında ticarete ilişkin benzer bir sınıflandırma da Kojima (1973, 1975, 1985) tarafından yapılmıştır. Kojima DYY'leri ticaret odaklı (trade oriented), orijinal dış ticaret hadlerinde ithalat için aşırı talep, ihracat için arz fazlası oluşturan veya ticaret karşıtı odaklı (anti-trade oriented), ticaret üzerinde olumsuz etkileri olan yabancı yatırımlar şeklinde sınıflandırmıştır (Moosa 2002: 5).

Kojima'ya göre “kaynak odaklı (resource-oriented)”, “işçi odaklı (labor-oriented)” yabancı yatırımlar ticaret odaklı yabancı yatırımlardır. “Pazar odaklı (market-oriented)” yabancı yatırımların ise ev sahibi ülkedeki ticaret engelleri sonucu ortaya çıkan kısmı ticaret odaklı, oligopolistik yabancı yatırımlar olarak adlandırabileceğim bölümü ise anti ticaret odaklıdır (Kojima 1973: 3-4).

DYY yapılan yatırımın şekline göre “Yeşil Alan Yatırımları”, “Satın Alma ve Birleşmeler” ve “Kahverengi Alan Yatırımları” şeklinde de sınıflandırılabilir.

a) Yeşil Alan Yatırımları (Greenfield Investment): Ev sahibi ülkede malların yerel olarak üretilmesi amacıyla yatırımcı tarafından tamamen yeni üretim tesislerinin kurulmasını ifade eder (Raff vd. 2009: 4, Harzing 2002: 1). Yeşil alan yatırımları firmaya has teknik ve kurumsal avantajları işletmelerin rekabet edebilme yeteneğini üzerinde önemli etkisi olduğu durumlarda tercih edilen yatırım şekilleridir. Çünkü

işletmelere has bu özelliklerin satın alınan bir kurumun hâlihazırdaki özellikleriyle harmanlanması hem çok sorunlu hem de çok maliyetli bir süreç gerektirecektir. Yeşil alan yatırımlarında firmalar merkezlerindeki yönetim uygulamalarının aynılarını yeni kurdukları işletmelere taşıdıkları için firmalara has avantajların yabancı ülkelere transferinde en etkin yol yeşil alan yatırımlarıdır (O’Huallachain ve Reid 1997: 404, Hennart ve Park 1993: 1056).

Dünya piyasalarının bütünleşmesi, üretimin merkezlerinin çeşitlenmesini de beraberinde getirmiştir. Artık birçok şirket üretim faaliyetlerini, değişik ülkelerdeki üretim merkezlerinde gerçekleştirmektedir. Birçok mal, üretim sürecinin bir safhası tamamlandıktan sonra, bir sonraki işlem için başka bir ülkeye transfer edilir. Başka bir ifadeyle çokuluslu şirketler, kendi ilerinde mal transferi yapar duruma gelmişlerdir. ÇUŞ, dış pazarda kendilerine ait yeni bir şirket kurarak (% 100 sahiplik), bu şirketlere uluslararası operasyonlarını entegre edebilmek için gereksinim duydukları kontrolü sağlar. Bu şekilde yabancı bir ortak ile ortaya çıkabilecek transfer fiyatlandırması çatışmaları gibi problemleri de yaşama tehlikesi ortadan kalkacaktır (Arıkan 2006: 35-36, Desai vd. 2002: 5)

b) Satın Alma ve Birleşmeler (Acquisition and Mergers): Satın alma bir şirketin ticari adı ve varlıklarıyla beraber, merkezi başka bir ülkede olan bir başka şirket tarafından yönetimsel, ekonomik ve yasal olarak kontrolünün elde edilmesine olanak sağlayacak miktarda hisse senedinin satın alınmasıdır (Newburry ve Zeira 1997: 89, Kogut ve Singh 1988: 412).

Birleşmeler ise bir şirketin başka bir ülkede faaliyet gösteren yerel şirketin üretim kapasitesi, satış gücü ve pazar payından yararlanmak adına onunla birleşmesidir (Meyer ve Estrin 1999: 2, Raff vd. 2009: 3)

Birleşme ve satın alma işlemleri, genelde ülke içindeki net yatırımda veya üretimde bir artışa yol amamaktadır. Hatta uluslararası yatırımcı ile birleşen şirkette oluşacak sinerjiden dolayı yatırımlarda bir azalma bile söz konusu olabilmektedir. Bu durum, ilk bakışta yatırım çeken ülke açısından olumsuz bir gelişme olarak algılansa da uluslararası yatırımcının bu şekilde gerçekleştirdiği yatırımlar, yerel şirketin yaşaması ve rekabet edebilmesini sağlarken doğrudan yabancı yatırımların geleneksel anlamda

sağladığı bütün avantajları da (teknoloji, global pazarlama, yönetim ağına kavuşma vb) berberinde getirmektedir (Çapraz ve Demircioğlu 2003: 17'den aktaran Erdoğan 2012: 14).

c) Gri Alan Yatırımları (Brownfield): Gri alan projelerinde yabancı yatırımcı bir firmayı satın almakla birlikte neredeyse duran varlıkların, ekipmanların, iş ve üretim hattının tamamını değiştirir. Yatırım yapan şirket bir firmayı satın alarak o firmanın yerel marka isminin tanınırlığından ve firmanın hali hazırdaki pazar payından ve hatta firmanın değerli kaynakları ya da müşteri ilişkilerinden kazanç sağlayabilir fakat satın alınan şirketin üretim süreci ve organizasyon yapısı etkin bir şekilde sıfırdan yeniden yapılandırılır (Estrin vd. 1997). Yeni organizasyon ilk olarak üretim teknolojisi, yönetim tecrübesi, uluslararası marka adı ve yeni tesis inşa edecek finansal sermaye de dâhil olmak üzere yatırımcı tarafından sağlanan tüm kaynaklarla oluşturulur. Sadece kısa bir dönüşüm döneminden sonra ki bu dönem genellikle iki yıldan az olur, yerel firma kapsamlı bir yeniden yapılandırmadan geçer ve maddi varlıkların yanında aynı zamanda marka isimleri, organizasyon kültürü gibi maddi olmayan varlıkları da dâhil kaynakları ikinci derece önem taşır (Meyer ve Estrin 1999: 3, Meyer ve Estrin 2001: 2).

Yatırımcılar için yerel kaynaklar gerekli fakat satın aldıkları firma için öngördükleri kapsamlı operasyonlar için yeterli değil ise gri alan yatırımları caziptir; eğer yüksek transfer maliyetleri söz konusuysa yeşil alan yatırımları ve geleneksel satın almalar tercih edilmelidir (Meyer ve Estrin 1999: 1).

DYY'a yönelik son sınıflandırma da yatırımları amaçlarına göre sınıflandırarak yapılabilir Bu sınıflandırmaya göre yabancı yatırımlar “kaynak arayan yatırımlar”, “pazar arayan yatırımlar”, “etkinlik arayan yatırımlar” ve “stratejik aktif arayan yatırımlar” olmak üzere dört temel gruba ayrılır (Chudnovsky ve Lopez 2002: 154, Mucuk 2011: 19).

a) Kaynak Arayan Yatırımlar: Doğal kaynakların yetersiz olduğu bölgelerde faaliyetlerini sürdüren firmalar, rekabet güçlerini koruyabilmek amacıyla ucuz hammadde ve işgücüne ihtiyaç duyar. Bu bağlamda “ kaynak arayan yatırımlar” firmalar tarafından daha ekonomik koşullarda ve daha fazla miktarda doğal kaynak ve niteliksiz işgücüne sahip bölgelere yapılan yatırımları ifade etmektedir. Bu tür

yatırımlar genellikle ihracata yönelik ve ev sahibi ülke içinde dışa kapalı bölgeler halinde faaliyet gösterir (Chudnovsky – Lopez 2002: 154).

b) Pazar Arayan Yatırımlar: Mevcut pazarlarda varlığını sürdürebilmek ve yeni pazarlara girebilmek için diğer ülkelere yönelik yapılan yatırımlar, “pazar arayan yatırımlar” olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla firmalar bu tip yatırımlara sadece yeni bir piyasaya ulaşmak için değil aynı zamanda mevcut bir piyasanın kaybedilme olasılığına karşı da gidebilmektedirler. Söz konusu yatırımlar açısından belirleyici unsurlar arasında ise piyasanın büyüklüğü, nüfusun geliri ve piyasaların gelişme hızı, piyasalarda fiziksel bariyerlerin olup olmaması ve transfer maliyetlerinin göreceli seviyesi yer alır. Yüksek büyüme rakamlarına sahip büyük piyasalar, yerli ve yabancı firmaları bir mıknatıs gibi çekerek, bir araya gelmelerini sağlamakta böylece firmaların hedefledikleri üretim ölçeğine ve mal kapsamına ulaşmalarına yardımcı olmaktadır (UNCTAD 1998: 107).

c) Etkinlik Arayan Yatırımlar: düşük maliyetli iş gücü ve/veya verimlilik sağlayabilecek faktörlerden yararlanmayı amaçlayan yatırımlardır (Candemir 2007: 38). Etkinlik arayan yatırımcılar öncelikle değer zincirlerini rasyonelleştirmeye çalışırlar. Değişik lokasyonlarda değer zincirlerinin farklı parçaları üzerine odaklanan ve yoğunlaşan bu yatırımcılar aynı zamanda uzmanlaşma ve maliyet arbitrajından yararlanarak her bir lokasyondan elde ettikleri faydayı artırmanın yollarını aramaktadırlar. Ayrıca küresel ölçekte faktör donanımındaki geleneksel farklılıkların avantajını da kullanmaya çalışırlar. Bu durum iş gücünün ucuz ve bol olduğu gelişmekte olan ekonomilerde emek yoğun üretim faaliyetlerinin, gelişmiş ekonomilerde ise sermaye ve teknoloji yoğun üretimin daha fazla gerçekleştirilmesine yol açmaktadır. Etkinlik arayan yatırımlar özellikle bölgesel olarak entegre olmuş pazarlarda ön plana çıkmaktadır. Ekonomik yapı ve gelir düzeyi itibarıyla aynı özelliklere sahip olan bu pazarlarda, ölçek ekonomilerinden faydalanmak ve çok sayıda piyasaya ulaşmak da mümkün hale gelmektedir. Söz konusu yatırımlar eşgüdümlü bir iletişimi, üretimi, içe ve dışa doğru lojistik gelişmiş bir ağ yapısını ve içinde ticari engellerin bulunmadığı ya da çok az bulunduğu bir iş çevresini gerektirir (Johnson – Turner 2004: 104, Mucuk 2011: 20).

d) Stratejik Aktif Arayan Yatırımlar: yatırım yapan firmanın bölgesel ve küresel pazarlarda kendi temel yetkinliklerini sürdürmesine ve geliştirmesine katkı sağlayacağına inandığı stratejik varlıkları elde etmesini amaçlayan yatırımlardır. Bu tür varlıklara örnek olarak yenilik yapabilme kabiliyeti, yabancı dağıtım kanallarına erişim sağlayabilen örgüt yapıları, yabancı pazarlardaki tüketici ihtiyaçlarını daha iyi anlayabilme yeteneği gösterilebilir. Ancak bu tip yatırımlar, diğer DYY türlerinin aksine, söz konusu stratejik varlıkların ev sahibi ülkeden, merkez ülkeye transfer edilmesiyle ev sahibi ülkede bir rekabet zafiyetine de yol açabilir (Chudnovsky ve Lopez 2002: 154, Dunning 1996).

Stratejik aktif arayan yatırımlar, rakiplerine karşı üstünlüğü elinde bulundurmak isteyen bir firmanın, sahip olduğu temel üretim kaynaklarında ileride oluşabilecek kayıpları dikkate alarak bugünden yaptığı yatırımları da ifade etmektedir. Petrol üreticileri buna örnek olarak verilebilir. İçinde bulundukları dönemde petrol ihtiyaçları bulunmasa bile rakip firmalara karşı sahip oldukları avantajı koruyabilmek için bu tip yatırımlar gerçekleştirmektedirler (www.econ-pol.unisi.it'den aktaran Mucuk 2011: 21).

1.2.2. Portföy Yatırımları

Bartram ve Dufey (2001), uluslararası portföy yatırımlarını yatırım kanalları “Doğrudan Yabancı Portföy Yatırımları” ve “Dolaylı Yabancı Portföy Yatırımları” şeklinde bir sınıflandırmaya tabi tutmuştur.

a) Doğrudan Yabancı Portföy Yatırımları: Uluslararası portföy yatırımı gerçekleştirmenin en doğrudan yolu, yabancı menkul değerlerin, hisse senedi çıkaran şirketin kendi yerel piyasasından (yabancı piyasadan) doğrudan alımıdır. Uluslararası portföy yatırımları üzerindeki sınırlamalar birçok ülke tarafından kaldırılmış olsa da teorik olarak yabancı yatırımcılar yabancı menkul değerleri satın almak istediklerinde satın alma emirlerini– ülke içinde veya dışındaki - banka veya aracı kuruluşlar vasıtasıyla gerçekleştirmektedirler.

Bazı ülkelerde yabancı menkul değerler yatırımcının iç piyasasında satın alınabilmektedir. Bu durum birçok açıdan yabancı menkul değerlerin yurtdışında alınmasına iyi bir alternatiftir. Hisse senedi çıkaran kurum, sahip olduğu menkul

değerleri kurulduğu ülkenin piyasasının yanı sıra başka piyasalarda da satabiliyorsa yatırımcı yabancı menkul değerleri kendi ülkesinde de satın alabilmektedir. Bu tür işlemlerde genellikle menkul değerlerin bulunduğu ülkenin kurlarından biri üzerinden menkul değerlerin borsaya kaydı gerçekleşir. Genelde borsa kaydı şartı olarak belli sayıda menkul değerlerin yerel yatırımcılar arasında dağıtılması gerekir. Bazı menkul kıymet piyasalarında, yabancı bir borsaya kaydolmak, şirket için bir prestij unsuru veya büyük tutarlarda hisse senedi arzı yapabilmek için bir ön şart olabilmektedir.

b) Dolaylı Yabancı Portföy Yatırımları: Yorucu prosedürler, bilgi eksikliği, muhasebe standartlarındaki farklılıklar, düşük likidite ve az sayıdaki yurtiçi yabancı hisseler yüzünden yabancı menkul değerleri doğrudan satın alarak uluslararası yatırımlar yapmak zor ve maliyetli görüldüğü için, dolaylı yabancı portföy yatırımları uygulanabilir alternatif bir strateji olmaktadır. Bu yaklaşımı uygulamanın yollarından biri, hisse senedi bağlantılı Avro bonolar gibi değeri yabancı hisselerle yakından bağlantılı olan değerlerin edinilmesidir. Bunlar esas olarak garantili Avro bonoları ve çevrilebilir Avro bonolarıdır. Bunlar, doğrudan borç bileşeni ve yabancı hisse senedi üzerindeki bir alım opsiyonundan oluşan karma finansal araçlardır. Garanti durumunda bu opsiyonlar borç aracından ayrılabilirler ve bunların bireysel olarak ticareti yapılabilir ki bu yöntem daha yaygındır. Çevrilebilir Avro bonolarında ise, aracın iki bileşeni birbirine değişmez bir biçimde bağlıdır.

Çokuluslu şirketlerin hisselerinin satın alınması yoluyla da dolaylı yabancı portföy yatırımları yapılabilir. Yabancı yatırımlardaki engeller nedeniyle, bölünmüş sermaye piyasaları çokuluslu şirketler için önemli bir avantaj kaynağı olabilmektedir. Özellikle, yurt içi alım yoluyla genişlemenin aksine birçok durumda dış kaynaklı alımlar çokuluslu şirketlerin değerini artırabilir. Bunun nedeni, dış varlığın *bölünmüş* dış piyasada fiyatlandırılmış piyasa değerinden alınabilmesidir. Aynı varlık yurt içi yatırımcılara açık olduğunda daha yüksek değere sahip olabilir, çünkü (a) yabancı yatırımcılar ortalama olarak yurt içi yatırımcılara göre riskten daha fazla kaçınmaktadır ve/veya (b) iç (kendi ülkesindeki) sermaye piyasası çerçevesinde değerlendirildiğinde dış varlığın daha az riskli olduğu algısı vardır (yani betası daha küçüktür).

Uluslararası portföy yatırımı gerçekleştirmenin – özellikle de bireysel yatırımcılar için- en kolay ve etkili yolu, “uluslararası” yatırım ortaklığı fonlarına

yatırım yapmaktır. Yatırım ortaklığı fonlarına yatırım yapmak, bireysel yatırımcının yabancı şirketler/menkul değerlerle ilgili bilgi alabilmesini, piyasaya erişim sağlamasını ve yabancı menkul değerler ticaretiyle ilgili tüm sorunlarla baş edebilmesini sağlar. Fona yatırım yapan tüm yatırımcıların yerine tüm bu meselelerle bir fon yönetim şirketi ilgilenir. Kaynakların bir araya toplanması sayesinde ölçek ekonomisinin faydalarından da yararlanılmış olunur. Buna karşılık yatırımcılar bir çok durumda fon hizmeti ve portföy yönetimi için ön ödeme ücreti ödemekle yükümlü olurlar. Yatırımcıya olan bu maliyetler, genelde yerel ya da uluslararası indekxin benzerini yapan fonlar için daha azdır, çünkü bunların maliyetli ve zaman alan araştırmalar gerektirmeyen basit bir yatırım stratejisi vardır (Bartram ve Dufey 2001: 53-69).

1.2.3. Kısa Vadeli Sermaye Akımları

Kısa vadeli sermaye akımları yatırımların yapıldığı finansal araçlara göre “Yerel Sabit Getirili Mali Araçlar” ve “Yerel Hisse Senetleri” piyasası şeklinde ikiye ayrılabilir.

a)Yerel Sabit Getirili Mali Araçlar: Devlet tahvilleri, hazine bonoları, gelir ortaklığı senetleri, gelire endeksli senetler, TCMB likidite senetleri, özel sektör tahvilleri, finansman bonoları, banka bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler yerel sabit getirili mali araçlar olarak sayılabilecek enstrümanlardır (TCMB Sabit Getirili Menkul Kıymetler).

b)Yerel Hisse Senetleri: Yabancı sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin gevşetilmesi veya tümüyle ortadan kaldırılması ile birlikte muhasebe ve bilgi standartları, iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişimlerle birlikte özelleştirme faaliyetlerinin hız kazanması yabancı sermayenin özellikle gelişmekte olan ülkelerin hisse senedi piyasalarına yönelmesine yol açmıştır. Yüksek riske paralel olarak yüksek getirinin elde edilebilmesi, uluslararası kısa vadeli sermayenin özellikle büyüme kapasitesi yüksek, hisse senedi fiyatlarının göreceli olarak ucuz kaldığı gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına yönelmesinin arkasındaki ana nedenlerdir (Yar 2008: 5).

Gelişmekte olan ülkelerde yatırımcılar sabit getirili mali araçlara yatırım yapmaktayken son zamanlarda tasarruflarını hisse senetlerine yönlendirmeye

başlamışlardır. Böylece faizle borçlanma yerine hisse senedi ortaklığının getirdiği “ortak olma” esası sıfır finansman maliyetiyle yatırımları hızlandırmaktadır. Büyük şirketlerin çok ortaklı bir yapıya bürünmesi riskin azalmasını ve sermayenin çoğalmasını sağlayarak zengin ülkelerin sanayi devrimini hazırlayan kalkınma aracını şimdi gelişmekte olan ülkelerin uygulamasını sağlayan bir yol olmaktadır (Yaşar, 2012).

1.3. Yabancı Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

19. yy’da yabancı yatırımlar genelde İngiltere’nin diğer ülkelere finansal varlıkları karşılığında ekonomik kalkınmalarını finanse etmeleri için borç vermesi şeklindeydi. Bununla birlikte Godley (1999)’in İngiltere imalat sanayi üzerinde yaptığı çalışma ise 1890 yılından itibaren yapılan yabancı yatırımların DYY şeklinde olduğu ve bunların sanayi malları sektörüne yoğunlaştığını göstermektedir. Ayrıca Godley 1890’dan önce İngiltere pazarına yatırım yapan yabancı yatırımcıların iki nedenden ötürü başarısız olduklarını belirtmiştir. Bunlardan birincisi tüketim malları sektörüne yatırım yapmaları, ikincisi ise İngiltere pazarına çok fazla odaklanmamaları ve bu pazarı geliştirmek için fazla çaba harcamamalarıdır. Singer Şirketi ise bu duruma istisnai bir örnek olarak DYY’ler sayesinde dünyanın ilk modern ÇUŞ olarak ortaya çıkmış ve 1900’lü yılların başında dünyanın en büyük firmalarından biri olmuştur. (Moosa 2002: 16).

19.yy’da gelişmekte olan ülkelere özel yatırımlarda büyük bir genişleme görülmüştür. Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avustralya ve Arjantin’in yanı sıra Brezilya, Meksika ve Hindistan gibi ülkelere yönelik sermaye akımlarında da bir artış yaşanmıştır. Bu yıllarda gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları iki şekilde olmaktaydı; devlet tahvilleri ve DYY. Londra ana finans merkezi olmasına karşın Almanya ve Fransa önemli rakip finansal merkezler olarak on dokuzuncu yüzyılın daha sonraki yıllarında ortaya çıkmışlardır. Amerika Birleşik Devletleri ise I. Dünya Savaşı’na kadar net borçlu olarak kalmıştır. Yine bu yüzyılda uluslararası sermayeyle ilgili yaşanan gelişmeler iki gerçeğin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bunlardan birincisi sürekli kötü kamu maliyesine sahip ülkeler yükümlülüklerini yerine getirememeye başlarlar ve alacaklı devletlerde borçlarını tahsil edebilmek için güç kullanma

seçeneğini de değerlendirebilirler. İkincisi ise yenedünyada görülen dramatik ekonomik ilerleme görüntüsü göçlerle birlikte uluslararası kredilerden kaynaklanmaktadır (Cardoso ve Dornbusch 1989:1388).

Cardoso ve Dornbusch (1989) iki dünya savaşı arasındaki dönemde ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra yabancı sermaye hareketlerinde yaşanan gelişmeleri şu şekilde aktarmıştır. 1920'lerde Amerika Birleşik Devletleri büyük ölçekte bir uluslararası kreditor haline gelmiştir. Buna paralel olarak da New York 1929'daki büyük çöküşle birlikte uluslararası krediler durana kadar uluslararası kredilerin merkezi olmuştur. Bu dönemde uluslararası krediler savaş tazminatlarının ödenmesinde kullanılmak amacıyla Avrupa'ya, kamu harcamalarını ve kalkınmayı finanse etmek amacıyla Kanada ve Latin Amerika ve de Güney Doğu Avrupa'daki birçok ülkeye gitmiştir. Tablo 1.2'de dünya ticareti ve sermaye piyasalarındaki büyük krizin patlak verdiği 1930 yılında çeşitli ülkelerin dış pozisyonları göstermektedir.

1920'lerde yaşanan bu büyük kredi çılgınlığı 1928-1929 yıllarında keskin bir şekilde durma noktasına gelmiştir. Emtia fiyatları ve dünya ticaretindeki keskin düşüş uluslararası kredilere olan iştahı azaltmıştır. 1929 ve 1933 yılları arasında yün fiyatları %65, bakır fiyatları %63, buğday fiyatları %57 düşmüş ve buna benzer fiyat düşüşleri tüm temel ham maddeler geçerli olmuştur. ABD ithalatı %55 azalmış ve 1933'de Latin Amerika ihracatı 1928'deki seviyesine göre %28 azalmıştır.

Tablo 1.2. 1930'larda Bazı Ülkelerdeki Yabancı Sermaye Tutarları (Milyon Pound)

	Dışsal Kamu Borcu	Toplam Yabancı Sermaye	Toplam Kişi Başı
Kanada	270	1330	127
Avustralya	599	817	122
Yeni Zelanda	159	197	128
Arjantin	240	640	55
Brezilya	166	520	13
Şili	80	115	64
Kolombiya	30	85	9
Peru	22	115	17
Venezuela	0	80	25
Çin	86	660	2
Japonya	192	250	4
Hindistan	390	575	2
Güney Afrika	161	260	34

Kaynak: Royal Institute (1937)'den aktaran Cardoso ve Dornbusch 1989:1388

Yirminci yüzyılın savaşlar arası döneminde, yabancı yatırımlar azalırken, DYY'nin toplam yatırımlar içindeki payı yaklaşık %25'e çıkarmıştır. Bu dönemdeki diğer önemli değişiklik ise İngiltere'nin dünyanın en büyük kreditörü olma statüsünü kaybetmesidir. ABD bu dönemde en önemli ekonomik ve finansal güç olarak ortaya çıkmıştır (Moosa 2002: 16).

İki dünya savaşı arasındaki döneme ödenmeyen borçlar damgasını vurmuştur. Savaşın hemen sonrasında ise, dünya sermaye piyasasından gelişmekte olan hiç bir ülke borç almamıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkeler finansman ihtiyaçlarının çoğunu doğrudan yatırım ve yeni kurulan Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası ile ABD İthalat-İhracat Bankasından alınan kredilerden sağlanmışlardır. Bu dönemde Latin Amerika'da gelişmekte olan çoğu ülke ya ödenmemiş senetleri geri iade etmiş ya da yabancı yatırımları satın almıştır. Mikesell 1945-53 yılları arasında, Latin Amerika'da, 4,7 milyar dolar toplam brüt sermaye girişi (çoğu resmi kaynaklardan), buna karşın, 2,9 milyar dolar brüt sermaye çıkışı olduğunu belirtmiştir. Bu sermaye çıkışının 2 milyar dolarını yabancıların sahip olduğu yatırımların geri alımı oluşturmuştur.

Yabancı Tahvil Sahipleri Konseyinin ve New York Üniversitesi Uluslararası Finans Enstitüsü'nün raporları, 1950 yıllarda borçların nasıl kapandığını açıkça göstermektedir. Tablo 1.3'de ödenmemiş toplam dolar bonoları ve temerrüde düşmüş borçlar gösterilmektedir. 1950'li yılların sonunda gelişmekte olan ülkelerin dolar borçları önemli ölçüde azalmış ve borçların çoğu (Bolivya borçları hariç) yapılan yeni düzenlemelerle ödenmiştir (Cardoso ve Dornbusch 1989: 1393-1397).

Tablo 1.3. Ödenmemiş ve Temerrüde Düşmüş Yabancı Dolar Bonoları (Milyon \$ ve Yüzde)

	1938		1958	
	Tutar	Yüzde	Tutar	Yüzde
Latin Amerika	1,7	75,0	0,6	12,5
Avrupa	1,9	59,9	1,0	89,6
Uzakdoğu	0,6	0,1	0,2	1,3
Kuzey Amerika	2,2	4,9	1,8	0
Uluslararası Enstitü	n.a.		0,8	0
Toplam	6,3	39,6	4,4	15,1

Kaynak: Gantenbein (1939) ve Institute of International Finance (1959)'dan aktaran Cardoso ve Dornbusch 1989:1397.

II. Dünya Savaşı'nın sonlarına doğru, savaşın galipleri ABD ve İngiltere, reel ekonomiden farklı olarak büyük spekülatif kazançlara, ancak daha sonra da büyük boyutlu zararlara yol açabilen finans piyasalarındaki dalgalanmaları bir ölçüde sınırlamak, esas olarak ise bu dalgalanmaların uluslararası krizlere yol açmasına engel olmak amacıyla yeni bir uluslararası para sistemi oluşturmak için Bretton Woods Konferansında (1944) toplandılar. Bu konferansın sonucunda ABD ve İngiltere, savaş sonrası dünyanın ekonomik sistemini sabit kur rejimi ve sermaye denetimi temelleri üzerine inşa ettiler (Somçağ, 2002: 154'den aktaran Keskin 2008: 35).

Bretton Woods toplantılarında birbirinin “ikiz kardeşi” kabul edilen Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası – IBRD) olmak üzere iki yeni örgüt kurulmuştur. IMF, uluslararası mali ilişkileri düzenlemek, Dünya Bankası ise önceleri savaşta yıkılan Avrupa ekonomilerinin onarımı, daha sonra ise az gelişmiş ülkelerin kalkınması amacıyla mali yardım sağlamak amacıyla kurulmuştur. Bretton Woods sisteminde yalnızca Amerikan doları altına bağlanmış, diğer ülkeler ise paralarını dolara bağlayarak döviz kurlarını sabit tutmuşlardır. Görüleceği gibi, Bretton Woods Sistemi, ABD'yi bir tür dünyanın “merkez bankası” statüsüne getirmiştir. Sisteme göre, her ülke, ulusal parasının döviz piyasasında dolar paritesi etrafında en fazla %1'lik alt ve üst sınırlar içerisinde dalgalanmasına izin verebilmekteydi. Böylece, IMF gözetiminde, ayarlanabilir sabit kur diyebileceğimiz katı olmayan bir sabit kur sistemi kurulmuştur (Seyidoğlu 2001: 11- 15).

Bretton Woods, uzun dönemli istikrarlı büyüme uğruna sermayenin kısa vadeli spekülatif kazançlardan vazgeçmesini gerektiren sistemdi. Sermayenin bu fedakârlığı yapabilmesi için istikrarlı büyüme dönemlerindeki kârlılık seviyesinin belli bir düzeyde olması gerekiyordu. 1940'ların sonunda başlayan hızlı büyüme döneminin 1970'lerin başında duraklaması, sermayenin söz konusu kârlılık oranlarını yakalayamamasını ve sermayenin riskli de olsa yönünü uluslararası portföy yatırımlarına çevirmesi sonucunu doğurmuştur. Ayrıca uzun büyüme döneminin sonuna doğru, kârlılık ve büyüme hızındaki düşüşün yarattığı makroekonomik etkiler, özellikle ABD ekonomisinin göreceli ekonomik üstünlüğünü zayıflatmış ve sistemin temel taşı olan dolar merkezli sabit kur rejiminin sürdürülememesine yol açmıştır. Tüm bu gelişmelerin sonucunda

Bretton Woods sistemi 1973 yılında çökmüştür (Somçağ 2002: 155'den aktaran Keskin 2008: 36).

1973'ten sonra Amerika Birleşik Devletleri, Almanya, Kanada, İsviçre ve Hollanda sermaye hesapları üzerindeki kontrolleri kaldırmışlar, onları 1979'da İngiltere ve Japonya da takip etmiştir. Daha sonra gelişmekte olan ülkeler de benzer serbestleşmeler gerçekleştirerek dünya finans sistemine entegre olmaya çalışmışlardır. Türkiye'de o dönemde uyguladığı dışa açılma ve serbest piyasa ekonomisine geçme politikalarının bir devamı olarak öncelikle yurtiçi finans piyasalarına ilişkin bir dizi karar almış ve nihayet 1989'da uluslararası sermayenin de yurtiçine giriş ve çıkışına imkân veren düzenlemeleri hayata geçirmiştir (Söylemez 2004).

Türkiye'nin de içinde olduğu birçok gelişmekte olan ülke; yüksek kamu açıklarının olduğu, fiyat istikrarının sağlanmadığı ve finansal piyasaların denetimini sağlayacak etkin kurumların oluşturulmadığı, finansal piyasaların yeterince derin olmadığı bir ortamda finansal serbestleşmeyi gerçekleştirmiştir. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin niteliği de zaman içinde büyük ölçüde değişmiştir. 1980'li yıllarda ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden kaynaklanan finansman ihtiyacını karşılama işlevini üstlenen sermaye hareketleri, özellikle 1990'lı yıllarda büyük oranda arbitraj kazancına yönelik spekülasyon nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür. Bu nitelik değişimine paralel olarak sermaye hareketlerinin vadesi kısalmış ve oynaklığı artmıştır. Söz konusu dönemdeki sermaye hareketlerinin bir diğer özelliği ise, ülkelerin resmi kanallardan borçlanmak yerine uluslararası piyasalardan borçlanmaya yönelmiş olmalarıdır. Bu niteliksel değişimler sermaye akımlarının kompozisyonunu da etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının payı hızla artmıştır. Özellikle 1990'lı yıllardan bu yana gelişmekte olan ülkelerde birçok kez sermaye hareketlerinin belirleyici olduğu finansal krizler yaşanmıştır (Söylemez ve Yılmaz 2012: 52).

1.4. Türkiye'de Yabancı Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesini özendirmek ve teşvik etmek amacıyla yapılan ilk yasal düzenleme 1954 yılında çıkarılan Yabancı Sermayeyi Teşvik

Kanunu'dur. Söz konusu kanunun 4. ve 5. maddeleri yabancıların Türkiye'de doğrudan yatırımları sonucu elde ettikleri kar ve özsermaye ile hisselerin transferine ilişkin hükümlerden oluşur. 5. maddenin a bendine göre yabancıların ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin karı, hisse senedine ilişkin temettü tutarı transfer edilmek istendiğinde, transfer zamanında cari resmi kambiyo kurundan geldiği ülkenin para birimine çevrilerek transfer edilebilecektir. Aynı maddenin b bendinde ise nama yazılı hisse senetlerinin ve muvakkat makbuzlarının hem Türkiye içinde hem de yurtdışında serbestçe dolaşım hakkının olduğu belirtilmektedir (Tezcanlı vd. 1994: 69).

Türkiye'de özellikle finansal sermaye akımlarını ülkeye çekecek olan finansal reform süreci ise 1980 yılı sonrası, yapısal uyum politikaları ve dışa açık piyasa ekonomisi başlıkları altında, finansal serbestleşme politikalarının birer uzantısı olarak gelişim göstermiştir (Yeldan 2001: 129'dan aktaran Tanören 2009: 86). 24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ekonomisinde serbestleşme adına önemli değişiklikler yapılmıştır. Türkiye 24 Ocak 1980 kararlarının hayata geçirilmesiyle; dış açıkları giderme, ekonomide devletin rolünü azaltma, genel fiyat düzeyini istikrarlı kılma ve kaynakların piyasa koşullarına göre tahsisini sağlama amacına yönelik ekonomik reform paketini benimsemiştir (Aslan, 1997: 104). 24 Ocak kararları sistematik bir şekilde incelendiğinde dış ticaret dengesine yönelik kararlar, fiyatlarla ilgili düzenlemeler, faiz politikaları, sanayileşme anlayışında değişim, yabancı sermayeye yönelik teşvikler, kamu kesiminin sınırlandırılması ve yeni kurumlar ve düzenlemeler ana başlıklar olarak karşımıza çıkmaktadır. 24 Ocak kararlarının mantığında ekonomik büyümenin dış kaynak sağlanarak artırılması vardır. Bu amaç doğrultusunda kararların ilanından sonra yabancı sermayenin cezbedilmesi için birçok yönetimsel ve yasal düzenlemelere gidilmiştir (Özsoylu 154-158).

1981-1986 yılları arasında, sermaye piyasasının alt yapısının oluşturulmasına yönelik çalışmaların temelleri atılmıştır. Bu dönemde, Sermaye Piyasası Kurulu faaliyete geçirilmiş, İMKB kurulmuş, birincil ve ikincil piyasalarda faaliyette bulunacak kurumlar düzenlenmiş, birinci el piyasaya yönelik olarak menkul kıymet ihraçları, bağımsız denetim ve piyasadaki şirketlerin uymaları gereken muhasebe standartları yürürlüğe konulmuş ve bankalar arası para piyasası (interbank) oluşturulmuştur. 1987-1989 döneminde, yeni araç ve kurumlarla yeniden yapılanan finansal yapıya adaptasyon

ve öğrenme döneminin yaşandığı bir süreç gerçekleşmiştir. Bu dönemde TCMB açık piyasa işlemlerine başlamış, Merkez Bankası döviz piyasasını ve altın piyasasını faaliyete geçirmiştir (Tezcanlı vd. 1994: 63; Özsoylu 2011: 169; Şahin 2007: 200).

1989 ve 1990 yıllarında sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve konvertibilite adına önemli adımlar atılmıştır. 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sağlanırken; 1990 yılında Uluslararası Para Fonu(IMF) ile yapılan anlaşma sonucunda da TL’nin konvertibilitesi kabul edilmiştir (Tezcanlı vd. 1994: 66). Bahsedilen 32 Sayılı Karar’ın başlıca maddeleri şöyledir;

- Türkiye’de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişiler, bankalar vasıtasıyla yurt dışına serbestçe Türk parası gönderebilirler.
- Dışarıda yerleşik kişilerin Türkiye’de Türk parası ile ödeme, tahsilat ve tevdiatta bulunmaları serbesttir.
- Türkiye’ye döviz ithali serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin beraberlerinde döviz bulundurmaları, bankalar, yetkili müesseseler, PTT, kıymetli maden aracı kuruluşları ile yurt dışında döviz alım satımına yetkili kuruluşlardan döviz satın almaları ve bunlara döviz satmaları, dövizleri bankalarda açacakları döviz hesaplarında tutmaları, efektif olarak kullanmaları, bankalar vasıtasıyla yurt içinde ve yurt dışında tasarruf etmeleri serbesttir.
- Türkiye’de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişilerden, Türkiye’de yapacakları işlemler nedeniyle döviz kabul etmeleri serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişiler; bankalar, yetkili müesseseler, PTT, kıymetli maden aracı kuruluşları ve aracı kurumlarla döviz alım ve satımı yapabilirler.
- Türkiye’de yerleşik kişiler ile dışarıda yerleşik kişilerin, bankalar vasıtasıyla yurt dışına döviz transfer ettirmeleri serbesttir. Bakanlık yurt dışına döviz transferi yapılabilecek diğer kuruluşları belirlemeye yetkilidir.
- Yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye’ye yapılacak doğrudan yatırımlar 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ve buna bağlı olarak oluşturulan mevzuat çerçevesinde gerçekleştirilir.

- Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki faaliyet ve işlemlerinden doğan net kâr, temettü, satış, tasfiye ve tazminat bedelleri, lisans, yönetim ve benzeri anlaşmalar karşılığında ödenecek meblağlar bankalar aracılığıyla yurt dışına serbestçe transfer edilebilir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin, yurt dışında yatırım yapmak veya ticari faaliyette bulunmak amacıyla şirket kurmaları, ortaklığa katılmaları ve şube açmaları için, nakdi sermayeyi bankalar aracılığıyla, aynı sermayeyi ise gümrük mevzuatı hükümleri çerçevesinde ihraç etmeleri serbesttir.
- Türkiye'de ve dışarıda yerleşik gerçek kişilerin, bankalar aracılığıyla kişisel sermaye hareketlerine ilişkin yurt dışından yurt içine ve yurt içinden yurt dışına yapacakları transferler serbesttir.
- Menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının yurda girişi ve çıkışı serbesttir.
- Kamu kurum ve kuruluşları hariç olmak üzere, Türkiye'de yerleşik tüzel kişilerce ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Sermaye Piyasası Kuruluna kaydettirilmesi koşuluyla yurt dışında satışı serbesttir.
- Dışarıda yerleşik kişilerin, Türkiye'de menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç etmeleri ve bunların halka arz ve satışı Sermaye Piyasası Mevzuatı hükümleri çerçevesinde yapılır.
- Dışarıda yerleşik kişilerin, (yurtdışındaki yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları dahil) her türlü menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarını Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yetkili bulunan bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla satın almaları, satmaları, bu kıymetler ve araçlara ait gelirler ile bunların satış bedellerini bankalar aracılığıyla transfer ettirmeleri serbesttir.
- Türkiye'de yerleşik kişilerin; bankalar ve sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan aracı kurumlar vasıtasıyla yurt dışındaki mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını satın almaları, satmaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini bankalar aracılığı ile yurt dışına transfer ettirmeleri serbesttir (Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar).

1989 ve 1990 yıllarında yaşanan serbestleşme ve kovertibiliteye dair gelişmelerle birlikte ülkeye giren yabancı sermaye, özellikle kısa vadeli sermaye girişleri artmıştır. Sermaye girişleri ile birlikte TL'nin değeri artmış, bu değer artışı sonucunda, *bankalar uluslararası finans piyasalarından borçlanmalarını arttırmış, toplanan bu fonların yüksek getirili kamu menkul değerlerine yatırılmış veya yurt içi piyasalara kredi olarak verilmiştir*. Artan kredilerle birlikte iç pazarın canlanması, tüketim ve hammadde malları ithalatını arttırır iken; TL'nin yabancı paralar karşısında değer kazanması ihracatı zorlaştırmış. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 1993 yılında 6,4 milyar dolara yükselmiş ve bu açıkların finansmanında, sermaye hareketleri önem kazanmıştır (Parasız, 2001, 369–370'den aktaran Tanören 2009: 94).

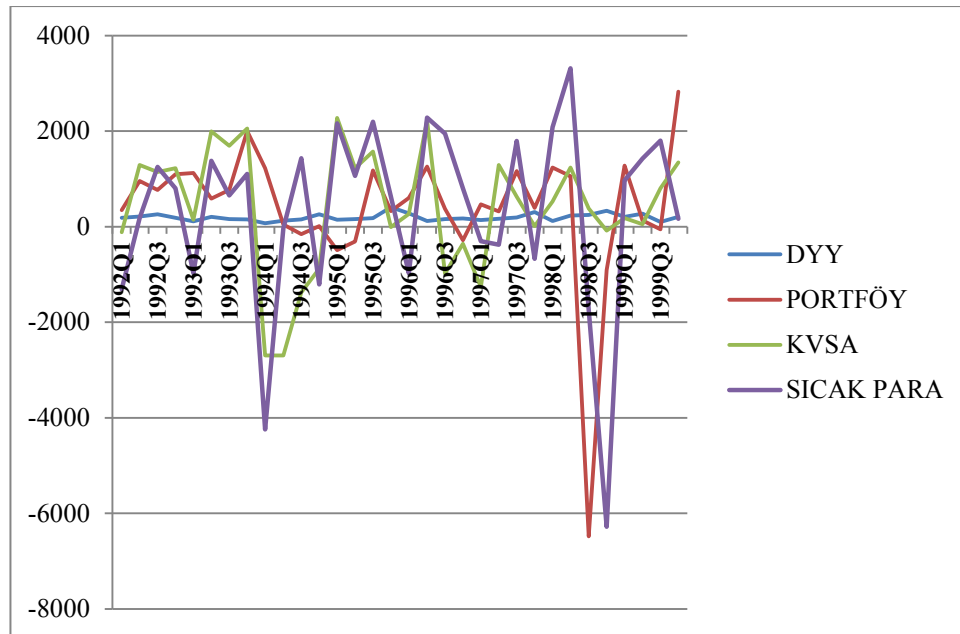
Dış ticaret dengesinde ve genel ekonomide yaşanan olumsuz gelişmeler sonucunda 1994 yılında ekonomik krizin patlak vermesi ile 5 Nisan kararları açıklanmıştır. Şimşek (2007) bu kararların genel amaçlarını enflasyonu hızlı biçimde düşürmek, ihracatı artırıp ithalatı azaltmak, dış borçları sınırlamak, kamu gelirlerini artırıp kamu harcamalarını kısmak, tarım sosyal güvenlik ve özelleştirme alanlarında reformlar yapmak şeklinde özetlemiştir (Şimşek 2007: 49). 5 Nisan kararları sonucunda;

- TL'nin yeniden çekici bir yatırım aracı olabilmesi için hazine bonosu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan %5 stopaj vergisi kaldırılmış,
- Bankaların topladıkları mevduat üzerinden Merkez Bankası'na yatırmak zorunda oldukları munzam karşılıklar sıfırlanmış,
- Banka mevduatlarına sınırsız devlet güvencesi getirilmiş,
- Merkez Bankası'nın bağımsız kalması amacıyla Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kullandığı kısa vadeli avans sınırlanmıştır.
- TL yaklaşık %40 oranında devalüe edilmiş ve döviz kurları serbest bırakılmıştır (Tecer 2005: 100).

Nisan 1994 krizi, sermaye hareketlerinden kaynaklanan, genel olarak iyi düzenlenmemiş finansal sektörün hızlı bir şekilde serbestleştirilmesinden sonra yaşanan ekonomik sorunlar sebebiyle oluşan bir kriz modelidir. Bu modele göre dışardan kısa vadeli dövizle borçlanan bankaların vade ve para cinsinden taşıdıkları risklerle, hükümet tarafından sağlanan mevduat garantilerinin sebep olduğu ahlaki risk, banka

panikleri, aşırı krediler sonucu oluşan tüketim patlaması krizi oluşturan başlıca sebepler arasında sayılabilir (Şimşek 2007: 49-50).

Türkiye ekonomisi 1990 yıllarda giderek artan bir sıklıkla krizlere maruz kalmıştır. 5 Nisan kararları ve 1998 yılında başlayan IMF yakından izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konulsa da bunların kalıcı bir başarısı olmamış ve ulusal ekonomi 1998’de yaşanan Asya ve Rusya krizlerinden olumsuz etkilenmiştir. 1998’in ikinci yarısından itibaren derinleşen ekonomik kriz, bir yandan söz konusu dışsal şokların, bir yandan da 1990’lar boyunca sürdürülen dışa bağımlı, yapay büyüme stratejisinin ve birikim mekanizmalarının tıkanmış olmasının bir sonucudur (Yeldan 2001: 159’dan aktaran Özdemir 2013: 56).



Grafik 1.1. 1992-1999 Dönemi Yabancı Sermaye Girişleri

Kaynak: TCMB.

1990’lar boyunca Türkiye’ye giriş yapan yabancı sermaye hareketlerine ilişkin üsteki grafik incelendiğinde özellikle 1994 ve 1998 krizlerinde finansal sermaye akımlarındaki dramatik değişimler rahatlıkla gözlenmektedir. Söz gelimi 1993 yılının son çeyreğinde ülkeye 1.103 milyon \$’lık bir sıcak para girişi söz konusuysen 1994 yılının ilk çeyreğinde bu rakam 5.348 milyon \$ azalarak -4.245 milyon \$’a düşmüştür. Yine aynı şekilde kısa vadeli sermaye akımlarında aynı dönemde 4.748 milyon\$’lık bir sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1998 yılında da durum 1994’den farklı değildir. 1998 yılının

ikinci çeyreğinde 3.313 milyon \$ olarak gerçekleşen sıcak para girişi üçüncü çeyrekte - 1745, dördüncü çeyrekte ise -6.280 olarak gerçekleşmiştir. Benzer bir şekilde 1998 yılının ikinci çeyreğinde 1.055 milyon \$ giriş yaşanan kısa vadeli sermaye akımı hesabında bir sonraki çeyrekte 7.533 milyon\$ çıkış gözlemlenmektedir. Görüldüğü üzere ülkenin maruz kaldığı herhangi bir ekonomik istikrarsızlık durumunda finansal sermaye akımları hızla ülkeyi terk etme eğilimi göstermişlerdir.

Tanören (2009) Türkiye’de Kasım 2000 krizi öncesi yabancı sermaye hareketlerinde büyük artışlar gözlemlendiğini belirtmiştir.. Tablo 1.4’de sermaye hareketlerinin içeriği incelendiğinde ise portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Kriz öncesinde yabancı sermaye girişi 15,2 milyar dolar iken, 18 aylık bir dönemde 25,6 milyar dolar sermaye çıkışı yaşanması sonucu kriz döneminde bu rakam -10,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Kriz öncesinde yabancı ve yerli sermaye ayırımına göre net sermaye akımı 9,9 milyar dolardır. Kriz döneminde ise bu rakam -13,5 milyar dolar olmuştur. Buradaki net sermaye kaybı 23,4 milyar dolardır.

Tablo 1.4. Kriz Öncesinde ve Sonrasında Sermaye Hareketleri (Milyon \$)

	Kriz Öncesi		Kriz Sonrası
	Ocak 2000-Ekim 2000		Kasım 2000-Haziran 2001
Yabancılar: Net Sermaye Akımı	15.179		-10.432
Dolaysız Yatırımlar	589		2.406
Portföy Yatırımları	6.789		-8.457
Uzun Vadeli Sermaye Akımı	3.201		-553
Kısa Vadeli Sermaye Akımı	4.600		-3.828
Yerliler: Net Sermaye Akımı	-5.257		-3.033
Dolaysız Yatırımlar	-751		-452
Portföy Yatırımları	-730		949
Uzun Vadeli Sermaye, Kayıt İçi	-1.226		-1.847
Kısa Vadeli Sermaye, Kayıt Dışı	-2.550		-1.683
Rezerv Değişimleri	-2.324		15.239
Cari İşlemler Dengesi	-7.589		-1.764

Kaynak: Boratav, 2003: 11’den aktaran Tanören, 2009: 109

Tablo 1.5 incelendiğinde ise kriz öncesi dönemde ülkeye giren 4,2 milyar dolarlık yabancı kaynaklı sıcak paraya karşın, kriz döneminde bu kalemden 15,1 milyar dolarlık sermaye çıkışı yaşanması sonucu kriz sonrasında bu rakam -10,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde yerli kökenli sıcak para kaleminde ise yaklaşık

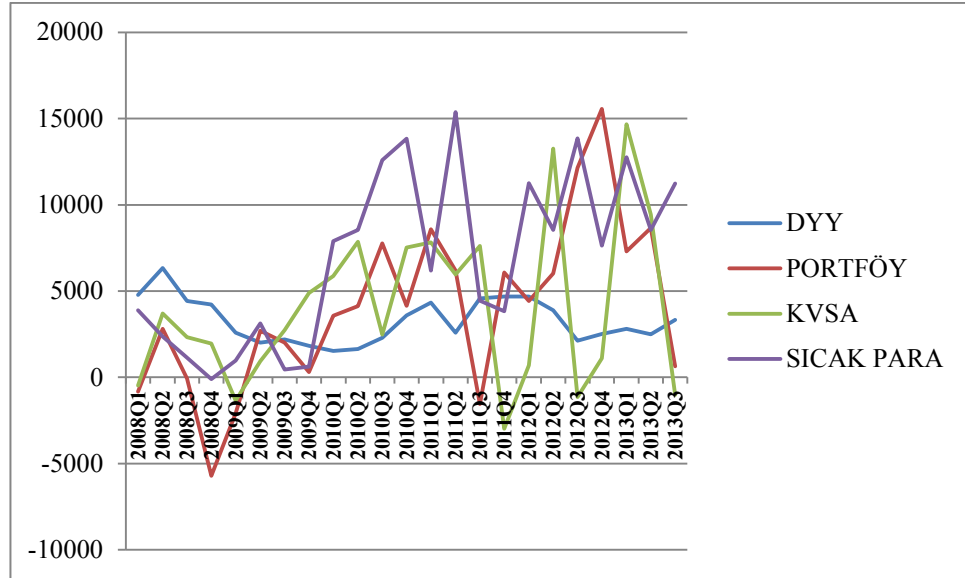
2,5 milyar dolarlık bir değişim yaşanmış ve bu kalem kriz sonrasında -1,12 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (Tanören, 2009: 109).

Tablo 1.5. Kasım 2000 Krizi Sıcak Para Hareketleri (Milyon \$)

	Kriz Öncesi		Kriz Sonrası
	Ocak 2000-Ekim 2000		Kasım 2000-Haziran 2001
Yabancı Kökenli Sıcak Para	4.204		-10.984
Portföy, Menkul Değer	835		-8.586
Yerli Bankalara Kısa Vadeli Kredi	3.639		-1.688
Diğer Kısa Vadeli Krediler	84		224
Mevduat ve Diğer Yükümlülükler	-354		-934
Yerli Kökenli Sıcak Para	-3.498		-1.012
Portföy, Menkul Değer	-730		949
Yerli Bankalardan Kısa Vadeli Kredi	59		-44
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	-277		-234
<i>Kayıt Dışı</i>	-2.550		-1.683

Kaynak: Boratav, 2003: 12'den aktaran Tanören, 2009: 109

2000 yılının sonlarına doğru dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin görülmeye başlamasıyla birlikte, ABD Merkez Bankası uyguladığı para politikalarında önemli bir gevşemeye gitmiş onu Avrupa ve Japonya Merkez Bankaları takip etmiştir. Söz konusu merkez bankaları faiz oranlarını düşürerek ekonomik yavaşlamanın sonuçlarını gidermeye çalışmışlardır. Bu dönemde izlenen gevşek para politikaları, bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken diğer yandan bankaları kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi yatırım yapmaya teşvik etmiştir. Özellikle ABD'de bankaların, konut kredilerine olan talebi arttırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmesi ve kredi koşullarını esnekletirmesi de geri ödeme olasılığı düşük olan tüketicilerin kredi kullanım oranının hızla artmasına neden olmuştur. Tüm bu gelişmeler sonucunda 2008 yılında emlak fiyatlarının şiddetle artması ve faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte kredilerin geri ödenmesinde sıkıntılar yaşanmış ve bunun sonucunda tüm dünyaya yayılan bir kriz yaşanmıştır. 2008 yılının son çeyreğinde küresel krizin etkisi altına giren Türkiye ekonomisi, 2009'un ilk çeyreğinde %14,7 oranında gerileme yaşayarak rekor bir düşüş yaşamıştır. Krize dayalı alınan tedbirlerle 2009 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde sınırlı da olsa toparlanma yaşanmış, ancak krizden çıkış süreci 2010 yılının ikinci yarısından itibaren başlamıştır (Özsoylu 2011: 300, 311).



Grafik 1.2. 1998-2013 Dönemi Yabancı Sermaye Girişleri

Kaynak: TCMB.

Üsteki Grafik 1.2 yardımıyla 2008 ekonomik krizinin ülkeye giren yabancı sermaye akımları üzerindeki etkisi görülmektedir. 2008 krizinde özellikle portföy yatırımları hesabında ciddi sermaye çıkışı gözlenmiştir. 2011 yılından itibaren ülkeye giren yabancı sermaye miktarında bir artış yaşanmaktadır. Bu artış hareketi 2013 yılının ikinci çeyreğinde kesilmiş bu çeyrekten itibaren özellikle portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarında bir düşüş görülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SERMAYE AKIMLARINA YOL AÇAN FAKTÖRLER, FİNANSAL SERMAYE AKIMLARININ SONUÇLARI ve FİNANSAL SERMAYE AKIMLARINI AÇIKLAYAN TEORİLER

2.1. Finansal Sermaye Akımlarının İçsel ve Dışsal Faktörleri

Yatırımcıları geliştirmekte olan piyasalara yatırım yapmaya yönelten en önemli faktörler yüksek uzun dönemli beklenen getiri ve risk çeşitlendirme arayışlarıdır. Bu faktörler aynı zamanda geliştirmekte olan piyasalar arasında yüksek entegrasyonun da nedenidirler. Bu güçlerin her zaman yatırımcıların kararlarını yönlendirmesine rağmen, 1990'lı yıllarda özel sermayenin geliştirmekte olan piyasalardaki fırsatlara yanıt vermesi içsel ve dışsal faktörler nedeniyle artmaya başlamıştır (Lopez-Mejia 1999: 15).

İçsel faktörler ya da ülkeye özgü faktörler literatürde karşımıza “çeken faktörler” yani sermaye akımına uğrayan ülkenin iç yatırım fırsatlarını ve riskini yansıtan özellikler olarak da çıkar. Bu faktörlerin yabancı fonlar üzerinde bir çekme etkisi vardır. Aynı şekilde “iten faktörler” de yatırımcıları geliştirmekte olan ülkelere yatırım yapmaya iten faktörlerdir. İten faktörler terimiyle kastedilen gelişmiş ülkelerdeki faiz oranları ve ekonomik aktivite gibi sermaye akımlarının dış belirleyicileri; çeken faktörlerden kasıt ise yurt içi faiz oranları, borsa fiyatları, makroekonomik istikrar, döviz kuru rejimi, enflasyon, iç kredi seviyesi, kredibilite ve sanayi üretimi gibi sermaye akımlarının içsel belirleyicileridir (Mody, Taylor ve Kim 2001:202; Çulha 2006: 13).

İten faktörler sermaye akımlarının arz boyutuyla, çeken faktörler ise talep boyutuyla ilgili kavramlardır ve geliştirmekte olan ülkelere sermaye akımları bu faktörlerin bir fonksiyonu şeklinde gerçekleşmektedir (Dasgupta ve Ratha 1999:2). Sermaye akımlarını yönlendiren iten ve çeken faktörlerin göreceli rollerinin belirlenmesi sermaye çeken ülkelerdeki politika yapıcılarının eylemleri açısından çok önemli bir konudur. Sermaye akımlarının nasıl bir gelişim göstereceklerinin tahmin edilmesi tamamen söz konusu akımların belirleyicilerine; sermaye akımlarıyla ilgili politikalar

için kullanılacak enstrümanların seçimi, dolayısıyla uygulanacak politikaların etkinliği de doğrudan bu akımlar altında yatan nedenlere bağlıdır (Fernandez- Arias ve Montiel 1995:19; Fernandez-Arias ve Montiel 1996:57). Şayet sermaye hareketleri iten faktörler tarafından belirleniyor ise, yerel politika yapıcılarının sermaye hareketlerini kontrol adına yapabilecekleri çok kısıtlı olacaktır. Diğer taraftan, sermaye akımları çeken faktörler tarafından belirlendiği ölçüde, yerel politika yapıcılar sağlam makroekonomik politikalar uygulayarak sermaye akımları üzerinde daha fazla güce sahip olacaklardır (Çulha 2006: 13-14).

2.1.1. İçsel Faktörler

İçsel faktörler genellikle uzun dönemli sermaye akımlarını çeken: (i) iyileştirilmiş mali temeller ve daha fazla makroekonomik istikrarın beraberinde gelecek başarılı fiyat istikrarı programları, (ii) yerel sermaye piyasasının serbestleştirilmesi gibi kurumsal reformlar ve (iii) yurt içi yatırım projelerinin geri dönüş oranını artıracak vergi kredileri, borç-hisse senedi değişimleri gibi içsel politik kararlarla ilgilidir. Şu da gözden kaçırılmamalıdır ki bu tarz içsel politikalar tam güvenilir olmamaları durumunda spekülasyon, hızlı bir şekilde ülkeden çıkma ihtimali çok yüksek sermayeyi de çekebilirler. Tam güvenilir olmayan ticaret serbestisi ve fiyat istikrarı programları kısa vadede bir tüketim patlamasına ve uluslararası borçluluk düzeyinin artmasına ya da fiyatların aşağı yönlü yavaş bir hareket izlediği zamanlarda yapılacak tarife kesintileriyle cari açık beklentisinin zamanla yükselmesine neden olabilir. (Reinhart vd 1994:4; Calvo vd 1996)

Sermaye akımlarıyla ilgili literatür sermaye ithal eden ülkelerdeki gelişmelerin yabancı yatırımcılara özel risk-getiri özelliklerini iki ana kanaldan geliştirmiş olduğunu göstermektedir. Bunlardan birincisi birçok sermaye çeken ülkenin kredibilitesini artırması ki ülkenin kredibilitesi ya da dış ödemeler için kaynak yaratabilme yeteneği yabancı yatırımcılar için çok önemli bir belirleyicidir. Sermaye çeken birçok gelişmekte olan ülke kredibilitesini borçlarını yeniden yapılandırarak iyileştirmiştir. Buna örnek olarak 1980'lerin ortasında Romanya'nın ve 1990'larda Bulgaristan ve Polonya'nın dış borçlarını yeniden yapılandırması; ağır borç yükü altındaki Arjantin, Kosta Rika, Meksika, Uruguay ve Venezüella gibi Latin Amerika ülkeleriyle Nijerya ve Filipinlerin

de, resmi olarak desteklenen "Brady Tipi" girişimlerden yararlanmaları gösterilebilir (World Bank 1997:86, Lopez-Mejia 1999: 15-16).

Gelişmekte olan piyasalara yatırımcı çeken ikinci kanalın arkasında; yapısal reformlardan kaynaklanan verimlilik artışı ve başarılı istikrar programları sonucu makroekonomik yönetime duyulan güven vardır. Avrupa ülkeleri 1990-1991 döneminde uyguladıkları istikrar programları ve yapısal reformlar sayesinde 1992-1993 yıllarında sermaye hesaplarını önemli ölçüde geliştirmişlerdir. 1980'lerin ortalarında, Endonezya, Malezya ve Tayland ilerleyen dönemde büyük mali açıklarını azaltmalarını sağlayacak olan uyum programlarını başlattılar. Bu programlar sayesinde ulusal paralarının değerini düşürmeyi ve aynı zamanda kredi genişlemesi genel oranlarını da azaltmayı başardılar. 1990'ların başında Filipinler de bu üç ülkeyi takip etti. Buna ek olarak söz konusu dört ülkede istikrar politikaları ekonomiyi dış ticarete açacak ve finansal sistemde reformlar gerçekleştirilecek tedbirlerle birlikte hayata geçirildi (Koenig, 1996 ve Calvo vd 1995'den aktaran Lopez-Mejia 1999: 16). Bolivya, Şili ve Meksika, 1980'lerin sonunda enflasyon düşürücü programları kabul ederken Arjantin, Brezilya, Ekvador ve Peru ve 1990'ların başlarında kabul etti. Söz konusu ülkelerde, bu politikalar, ticaret ve sermaye piyasası liberalizasyonu gibi piyasa odaklı reformlar ile tamamlandı (Calvo vd 1996). Seksenli yılların ikinci yarısında gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan bir diğer yapısal değişiklik de doğrudan yabancı yatırım girişi engellediği gerekçesiyle yabancı mülkiyet üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıydı. Meksika 1991'de, Şili'de bu tarihten bir kaç yıl önce bu engelleri kaldırmıştı (Fernandez-Arias and Montiel 1995: 7). Hiç şüphesiz, dış borçlarının yeniden yapılandırılması da dâhil olmak üzere söz konusu ülkelerde yukarıda bahsedilen gelen temel ekonomik ve siyasi reformlar olmadan bu ülkelerin büyük miktarlarda yabancı sermaye çekmeleri çok zor olurdu (Calvo vd 1993: 109).

Schadler vd. (1993) gelişmekte olan ülkelere sermaye girişlerinin baskın nedeninin ülke içi etkiler olduğunu öne sürmüşlerdir. Onlar dış faktörlerdeki değişikliklerin incelenen bazı ülkelerde dalgalanmalarla aynı zamana denk gelmediğini ve hatta daha sonraya ötelediğini fark etmişler dahası farklı ülkeler arasında sermaye girişlerinin zamanlamasının, devamlılığının ve yoğunluğunun farklı olması, yatırımcıların Chen ve Khan (1997)'ın altını çizdiği ülkeye özgü faktörlerden etkilenmiş

olabileceklerini göstermiştir. Dünya Bankası(1997) ülke içi faktörlerin önemi konusunda en sistematik kanıtları sağlamıştır fakat bu kanıtlar Schadler ve arkadaşlarının değerlendirmelerinin aksine özellikle son yıllarla alakalıdır (Lopez-Mejia: 1999: 16).

Dünya Bankası (1997)' ye göre yüksek yatırım-GSYİH oranı, düşük enflasyon ve düşük reel döviz kuru değişkenliği gibi yatırımcıların uzun dönemli getirilerini etkileyen güçlü ekonomik temellere sahip ülkelere gelen sermaye akımlarının GSYİH'ya oranı daha zayıf temellere sahip ülkelere kıyasla daha yüksektir. Uluslararası faiz oranları özel sermaye hareketlerinin en büyük bileşeni olan DYY'leri açıklarken anlamlı değildir. Bu tür yatırımlar ülkelerin makroekonomik temellerine karşı daha duyarlıdır ve bu makroekonomik göstergelerden daha çok etkilenir. Uluslararası faiz oranlarının sermaye akımları üzerindeki etkisi azalırken ülkelere has özellikler daha önemli olmaya başlamıştır. Özellikle Doğu Asya'da ülkelere has özellikler daha önemli bir hale gelmiştir. Portföy akımlarının faiz oranlarına karşı duyarlılığı göreceli olarak azalsa da bu tür akımlar küresel ve yerel faiz oranları da dâhil olmak üzere dönemsel veya geçici faktörlere karşı hala oldukça duyarlıdır (World Bank, 1997:85).

2.1.2. Dışsal Faktörler

Dışsal faktörler, genel olarak belirli bir ülkenin kontrolü altında olmayan faktörlerdir. Dışa açık küçük ekonomiler için bu faktörler; gelişmiş ülkelerdeki finans merkezlerindeki kâr fırsatlarını azaltabilecek, uluslararası faiz oranlarındaki düşüşler, ekonomik durgunluk ve uluslararası yatırım portföylerini etkileyebilecek düzenleme (mevzuat) değişiklikleri şeklinde sıralanabilir. Bunlara ek olarak ticaret hadlerindeki yükselmeler, uluslararası ticaretteki konjonktürel dalgalanmalar da diğer dışsal faktörler olarak sayılabilecek gelişmelerdir (Reinhart vd 1994:4; Calvo vd. 1996; Kim 2000: 236).

Calvo ve arkadaşları 1993 yılında yapmış oldukları çalışmalarında Latin Amerika'ya son zamanlarda gerçekleşen sermaye akımlarının tek bir baskın dışsal faktörden ziyade çeşitli dışsal gelişmelerin bir sonucu olarak ortaya çıktığını öne sürmüşler ve bu gelişmeleri şu şekilde sıralamışlardır:

(i) 1992 yılında ABD faiz oranları sert bir düşüşle 1988'deki düzeyinin yarısına inmiştir ki bu seviye 1960'lardan beri görülen en düşük seviyedir. Değişken oranlı borçlar üzerinden dış borçların azaltılmasıyla, ABD faiz oranlarındaki bu düşüş borçlu Latin Amerika ülkelerinin borçlarını ödeyebilme gücünü (yükümlülüklerini yerine getirebilme yeterliliğini) artırdı. Latin Amerika'da belirli bir düzeyde seyreden faiz oranlarıyla birlikte, bu gelişmeler Amerika'da tutulan paranın geri dönmesini ve Latin Amerika'daki aracılardan ABD sermaye piyasalarından daha fazla borçlanabilmelerini sağladı. Bu süreçte yalnız kısa vadeli faiz oranları düşmekle kalmamış, gayrimenkul piyasaları gibi, ABD'ndeki diğer yatırımların getirileri de azalmıştır.

(ii) Çeşitli dışsal faktörler Latin Amerika'nın cari hesap açığının ve bu açığın finansmanı için sermaye akımlarının artmasına katkı sağlamışlardır. Bunlardan birincisi ABD ve diğer sanayileşmiş ülkelerde devam eden durgunluk ikincisi ise petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak son on yıldır devam eden Latin Amerika dış ticaret hadlerindeki düşüştür. Prensipde bir ülkenin dış ticaret hadlerindeki düşüşün yüksek cari hesap açığıyla sonuçlanması (Harberger – Laursen – Metzler etkisi) ve ulusal yetkililer tarafından büyük bir müdahale olmaması durumunda bu açığı finanse etmek için daha büyük bir sermaye girişi olması beklenir. Ancak, 1990-91 yıllarında dış ticaret hadlerindeki değişiklikler sermaye girişlerindeki keskin artışı açıklamak için çok küçük kalır. Kısacası, otonom şoklar, 1990'ların başında Latin Amerika ülkelerine yaşanan sermaye girişlerini açıklamada, dış ticaret haddi şoklarına göre daha büyük bir rol oynamışlardır.

(iii) Latin Amerika'ya 1978-82 ve 1990-91 dönemlerinde yaşanan sermaye girişleri ABD ödemeler dengesi özel sermaye hesabında yaşanan sermaye girişlerinin azalması ve çıkışlarının artması hareketiyle bağlantılıdır. Sekiz yıl aradan sonra ilk kez 1990 ve 1991 yılında ABD'den net sermaye çıkışı yaşanmıştır. 1991 yılında Latin Amerika'ya artan sermaye girişlerinin %60'ı, doğrudan, ABD ödemeler dengesi hesaplarında kaydedilen ABD'den Latin Amerika'ya sermaye çıkışıyla bağlantılıdır. Benzer şekilde 1978-81 döneminde Latin Amerika'ya sermaye girişleri ABD'den sermaye çıkışlarıyla; 1983-89 döneminde yaşanan Latin Amerika'dan sermaye çıkışları ABD'ye sermaye girişleriyle eşleşmektedir. Özetle ABD'den özel sermaye çıkışları

Latin Amerika'ya yönelik sermaye akımlarını etkileyen önemli bir dışsal faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

(iv) 1990 yılında gelişmiş ülkelerin sermaye pazarlarında gerçekleştirilen önemli mevzuat değişiklikleri de önemli bir dışsal faktördür. Bu değişiklikler Latin Amerika ve diğer gelişmekte olan ülkelerdeki aracılardan uluslararası sermayeye ulaşırken katlandıkları işlem maliyetlerini azaltmıştır. Bu düzenlemelerde yaşanan göze çarpan değişiklik gelişmekte olan ülkelerin ABD'deki piyasalara ulaşırken karşılaştıkları işlem ve likidite maliyetlerini düşüren "Regulation S" ve "Rule 144a" ABD'de onaylanması olmuştur (Calvo vd 1993: 125-127).

Claessen ve arkadaşları küresel faktörlerin sermaye akımları üzerinde önemli etkileri olduğunu belirtmişlerdir. ABD kısa dönemli faiz oranları 1992 yılında dramatik bir düşüşle %3,3 seviyelerine gelmiş ve bu nokta 1988'deki düzey olan 5,9'un neredeyse yarısıdır. Benzer şekilde 6 aylık ABD doları LIBOR oranı 1988'de %7,4 iken 1992 yılında %5,9'a düşmüştür. Bu dönemde gayrimenkul gibi diğer yatırımların da getiri oranları düşmüştür. ABD'de yatırımların getirilerinin düşmesi yalnızca Amerikalı yatırımcıların yurt dışı yatırım fırsatlarına yönelmelerine neden olmamış aynı zamanda ABD'deki yabancı yatırımların da geri dönmesine neden olmuştur. 1989-1992 döneminde ABD ekonomisindeki yavaşlama da ABD'den sermaye çıkışına katkı sağlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki mevzuat ve diğer değişiklikler (Rule 144A gibi) de özellikle portföy yatırımları için uluslararası piyasalara ulaşımı kolaylaştırmıştır. Bu küresel faktörler sermaye akımlarının iç politika ve ekonomik gelişmeler açısından geniş bir yelpazeye sahip gelişmekte olan ülkelere yönelmesinde artan bir önem üstlenmektedir (Chuhan vd. 1993: 5-6, Claessens ve Mamingi 1998: 445).

Lopez-Mejia (1999) sermaye ihraç eden ülkelerin finansal yapısındaki iki gelişmenin özel sermayenin artan bir iştahla sınır ötesi yatırım fırsatlarını değerlendirmesine yol açtığını bildirmiştir. Bu gelişmelerden birincisi, iletişim maliyetlerindeki düşüş, güçlü rekabet ve iç pazarda maliyetlerin artmasıdır. Bu sayede endüstriyel ülkelerdeki firmaların verimliliklerini ve kârlarını artırmak için yurt dışında üretim yapmalarına yol açtı. Bu sadece DYY'leri tetiklemekle kalmadı 1970'ler ve 1980'lerin başına kıyasla bu yatırımların türünü de değiştirdi. Bu yıllarda DYY'ler kaynak çıkarmayı ya da ithal ikameyi amaçlarken, üretimin giderek globalleşmesi

günümüzdeki DYY'lerin büyük bir oranının etkinlik arayan yatırımlar şeklinde gerçekleşmesine neden olmuştur.

Gelişmiş ülkelerin finansal yapısında yaşanan ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımlarını artıran ikinci gelişme kurumsal yatırımcıların artan önemidir. Bu yatırımcılar gelişmekte olan ülkelere daha yüksek uzun dönemli beklenen getiri oranları ve daha geniş risk dağıtımı fırsatları için daha isteklidirler. Uzun dönemli beklenen getiri oranlarındaki artış, 1980'lerin sonu ve 1990'ların başında uygulanan yapısal reformlar ve makroekonomik istikrar programlarından sonra ülke kredibilitesinin artmasının bir sonucudur. Gelişmekte olan piyasalardaki daha geniş ve daha derin menkul kıymet piyasaları ve yatırımcılara sunulan araçların yelpazesinin genişlemesi ve böylece likiditenin artması sayesinde risk dağıtımı için daha geniş fırsatlar ortaya çıkmıştır. Dahası bu fırsatlar borç veren ülkelerdeki pazarların daha global olduğu durumlarda daha da artmıştır. Bu rekabet süreci finansal inovasyon, deregülasyon ve teknolojik değişim gibi gelişmelerin kurumsal yatırımcıların önemini artırmasının bir sonucudur (Lopez-Mejia 1999: 17-18).

Yatırım ve emeklilik fonları en başarılı kurumsal yatırımcılardır. Kâr tarafından yönlendirilmeleri ve emeklilik fonlarına göre daha az düzenlemeye bağlı olmaları, yatırım fonlarının büyümesini sağlamış ve 1970'lerde onlara uluslararası bir boyut sağlamıştır. Piyasa faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte uluslararası yatırımcılar bu fonları ticari banka mevduat faizlerine cazip bir alternatif olarak görmeye başlamışlardır. 1980'li yıllarda, para piyasası fonlarının başarısının ardından, yatırım fonları yurtiçi ve yurt dışı tahvillere ve yavaş yavaş yerli hisse senetlerine yatırım yapmaya başlamışlardır. 1990'larda ise yatırım fonlarının portföylerindeki uluslararası varlıkların oranı Amerika Birleşik Devletleri hariç çok değişmemiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde bu oran 1990'da 3,8 iken 1994'de 8,9'a çıkmıştır. Bu trend gelişmekte olan piyasaların; birçok gelişmekte olan ülkede ya da belirli bir bölgede veya tek bir ülkede yatırım yapan fonların uluslararası ticarete katılımını artırdığını göstermektedir. Yine de, gelişmekte olan ülkelerin payı Amerika Birleşik Devletlerinde toplam yatırım fonlarının varlıklarının sadece %2'sine, Birleşik Krallıkta ise %3 ya da 4'üne karşılık gelmektedir. Japonya ve Avrupa'nın geri kalanında ise neredeyse hiçbir payları yoktur. Öte yandan düzenlemelere daha fazla maruz kalmaları ve yatırım stratejileri gereği daha

dikkatli olmalarından dolayı emeklilik fonlarının uluslararası arenada boy göstermelerini geciktirmiştir. 1980'lerden itibaren uzun dönemli menkul kıymetler piyasaları uluslararası bir boyut kazanmış ve hükümetler emeklilik fonları yatırımlarıyla ilgili düzenlemeleri daha esnek bir hale getirmişler ve böylece emeklilik fonlarının uluslararası piyasalardaki etkinlikleri artmıştır. Emeklilik fonları kaynak tahsis politikaları gereği kaynaklarının sadece küçük bir kısmını geliştirmekte olan ülkelere tahsis etmelerine rağmen bu fonların toplam varlıklarının bir kısmını geliştirmekte olan piyasalara yatırım yapması, yatırım fonları kadar önemlidir (Lopez-Mejia 1999: 18, World Bank 1997: 96-101).

Yukarıda bahsedilen rakamlara bakarak yatırım ve emeklilik fonlarının geliştirmekte olan ülkelere yatırımlarını artırabilmeleri için yeteri kadar boş alanın olduğu söylenebilir. Sermaye akımlarının seviyelerinin ve büyüme oranlarının zamanla azalmasına rağmen, çeşitli kuvvetler kurumsal yatırımcıların bu piyasalara karşı ilgilerinin korunmasına ve güçlendirilmesine yardımcı olabilir. Öncelikle politik reformlar büyük ihtimalle geliştirmekte olan ülkelere yapılan yatırımın verimliliğini artıracaktır. İkinci olarak gelişmiş ülkelerdeki nüfusun piramit şeklindeki yapısının emeklilik reformu için baskı yapması, muhtemelen emeklilik fonlarının geliştirmekte olan piyasalardaki yatırım fırsatlarına karşı cevap verebilirliğini artıracaktır. Son olarak, önümüzdeki 10 - 15 yıl boyunca sanayi ülkelerinde nüfusun yaşlanması tasarruf miktarında artışa yol açabilir, kamu tasarrufları gelecekte karşılaşılabilecek büyük sosyal güvenlik yükümlülüklerin karşılanması için kamu maliyesinin sürekli bir güçlendirilmesi çabasının bir sonucu olarak artabilir. Dahası kişilerin sosyal güvenlik sisteminden yapılacak transferlerin beklenen seviyede olamayacağını farkına varmasından özel tasarruflara yönelmesi kısa ve orta vadede özel tasarrufları artıracaktır (Lopez-Mejia 1999: 18).

2.2. Finansal Sermaye Akımlarının Sonuçları

Geliştirmekte olan ülkelere yatırımcıların artan ilgisi bu ülkelerin uluslararası finansal sisteme entegrasyonunun artması sonucunu da beraberinde getirmiştir. Hem geliştirmekte olan ülkeler hem de küresel ekonomi bir bütün olarak artan bu finansal entegrasyondan yarar sağlamışlardır. Finansal akımlar, finansal yatırımlar ve tüketim

yoluyla gelişmekte olan ÷lkelerdeki büyümeı artırmış, ayrıca risk dağıtımı fırsatlarını artırarak ve gelirdeki geçici düşüşleri dengelemek için uluslararası borçlanmaya izin vererek tüketim volatilitesi de düşürmüşlerdir. Bununla birlikte büyük sermaye girişleri toplam talebin aşırı büyüdüğü ve bunun da finansal sektör üzerinde negatif etkileri olabileceğı anlamına gelebilir. Bunlara ek olarak, mikro bozulmalar sermaye akımlarını ve bu akımların ekonomi üzerindeki etkilerini daha da büyütebilir (Lopez-Mejia: 1999: 23).

2.2.1. Aşırı Isınma Etkisi

Standart açık ekonomi modellerine göre sermaye akımları toplam talepte artışa ya da makroekonomik aşırı ısınmaya neden olmaktadır. Bu büyümenin enflasyonist baskılar, reel döviz kuru artışı ve cari işlemler açığının artması gibi yansımaları olacaktır. Bu modeller ekonominin iki çeşit maldan – ticari mallar ve ticari olmayan mallar- oluştuğunu ve tüketicinin zaman içinde iki malın tüketiminin sonucuna göre faydasını maksimize edecek malı seçmesini sağlayacak mükemmel bir öngörüye sahip olduğunu varsaymaktadır. Bu modellere göre dünya faiz oranlarında bir düşüş sermaye ithal eden ÷lkelerde tüketim ve yatırımı artırıp tasarrufları azaltarak gelir ve ikame etkisine ve cari işlemlerde bir bozulmaya neden olmaktadır. Ancak, sonuçta enflasyon ve reel döviz kuru üzerindeki etkileri büyük ölçüde kur rejimi ve uluslararası rezerv birikimi miktarına göre belirlenecektir (Hoggart and Sterne 1997: 19-20, Balkan vd: 2002: 4)

Standart açık ekonomi modellerine göre, tüketim ve yatırımda artış reel döviz kurunu artırmaktadır. Ticari olmayan malların, ticari mallara nazaran daha sınırlı bir arza sahip olmalarından dolayı bu artış bu malların göreceli fiyatlarında yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır (Calvo vd 1996). Dahası sermaye girişlerinin yatırımlar yerine tüketimi finanse ettiğı durumlarda, tüketim eğiliminin yatırımdan ziyade ticari mallara daha meyilli olduğu da göz önüne alınırsa, reel döviz kurunun artması daha olasıdır. Kamu tüketimi özel tüketime göre ticari olmayan mallara daha eğilimli olursa toplam tüketimin niteliğı (composition) de reel döviz kurunu etkilemektedir. Sermaye akımları DYY şeklinde olursa, reel döviz kuru üzerindeki baskının azalması olasıdır çünkü bu akımlar genelde yerel bankacılık sistemi vasıtasıyla gerçekleşmez bu da göreceli olarak

daha az para ve yurt içi kredi genişlemesi anlamına gelmektedir (Balkan vd: 2002: 4, Lopez-Mejia 1999: 24-25).

Sermaye akımlarının parasal sonuçları döviz kuru rejimlerine sıkı sıkıya bağlıdır. Serbest kur rejimlerinde, sermaye hesabına yönelik pozitif bir şok uluslararası rezervler ve para arzında herhangi bir değişiklik meydana getirmezken nominal döviz kurunda bir artış oluşturarak cari hesap açığına neden olabilmektedir. Sabit kur rejimlerinde, pariteyi savunmak için gerekli olan para otoritelerinin müdahalesi rezervlerde ve para arzında artışa, düşük yurt içi faiz oranlarına ve yüksek varlık fiyatlarına neden olmaktadır. Bu durum aynı zamanda yüksek enflasyon ve aşırı kapasitenin absorbe edilmesiyle toplam talepte bir genişlemeye neden olmaktadır. Bu koşullar altında reel döviz kuru artarken yüksek iç fiyatlar cari hesap açığını tetiklemektedir. Ara rejimlerde, otoriteler eksik sermaye hareketliliği altında para arzı hedefini gerçekleştirmeye çalışırken bir taraftan da önceden belirlenmiş nominal döviz kuru korumaya çalışmaktadırlar. Bu bağlamda rezerv büyüklüğü bir politika tercihidir (Calvo vd 1996, Mejia 1999: 25).

2.2.2. Sermaye Akımlarının Finans Sektörüne Etkisi

Sermaye girişlerinin finansal sistem üzerinde önemli etkileri vardır. Özellikle yerel bankacılık sistemi üzerinde önemli etkisi vardır. Sermaye girişleri banka bilançolarını yabancı yükümlülüklerde yaşanacak genişlemeler yoluyla etkilemektedir. Ayrıca sermaye girişleri bankaları faiz oranları, döviz, ülke, vade ve varlık-yükümlülük uyumsuzluklarıyla bağlantılı yeni risklere maruz bırakmaktadır. (Kohli 2003: 764). Başka bir etki de likidite bolluğundan dolayı finansal sistemin düşük kredibilitesi olanlara dahi kredi kullandırması sonucu kredi kalitesinin düşmesi ve kredilerin artmasından ki bu durum banka varlık ve yükümlülükleri arasındaki hali hazırda var olan vade uyumsuzluklarını daha da kötüleştirebilecek bir gelişmedir, finansal sistemin daha kırılgan bir hale gelebilmesi de sermaye girişlerinin bankacılık sistemi üzerindeki etkilerinden birisidir. (Combes, Kinda ve Plane 2011: 3). Banka kredilerinin artması bir ülkeye sermaye girişi olmasının kaçınılmaz bir sonucudur. Finansal sektörün kırılganlığı da kredi balonlarının (lending booms) bir sonucudur. Kredilerde yaşanan

söz konusu artış varlık fiyatlarında yaşanan ancak sonunda sürdürülemez bir hal alacak olan yükselişten beslenmektedir (Mejia 1999: 29).

Mejia(1999)'ya göre sermaye girişleri varlık fiyatlarındaki artışa paralel hareket ederse, finansal sektör daha kırılgan bir hale gelmektedir çünkü hane halkının borçları ve tüketimi; değeri artmış varlıklarını teminat olarak göstererek kullandıkları yeni kredilerden dolayı artmaktadır. Sermaye girişlerinde yaşanan artışları, tüketim ve yatırımda gözlenecek artışlar izleyecek, reel para dengesi ve döviz rezervleri artacak, yerli para değerlenecek ve cari açık artacaktır. Standart ekonomi modeli tahminlerine göre de diğer varlıkların da analize dâhil edildiği durumlarda sermaye ve gayrimenkul fiyatları sermaye girişlerini takip ederek artmaktadır (Calvo vd. 1996). Kötü yönetilen ve denetlenen bankalar inşaat ve gayrimenkul balonları gibi tüketim balonlarını ve spekülasyon aktiviteyi finanse etmiş olabilecekleri de göz önüne alınırsa; sonuç olarak varlık fiyatları bir kez düştüğünde kaynakların yanlış tahsis edilmiş olduğu gerçeği ve finansal sıkıntılar bu gelişimlerin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkacaktır. Dahası varlık fiyatlarındaki bu düşüş yüksek faiz oranlarını beraberinde getirecek ve borçluların yükümlülüklerini yerine getirememelerine neden olmaktadır. Teminat olarak gösterilen varlıklar da düşük değerlerinden dolayı bankaların kayıplarını karşılamak için yeterli olmamaktadır.

Tabi ki bankacılık krizleri sadece banka kredilerinde en yüksek artışların gözlemlendiği ülkelerde yaşanmamaktadır ancak banka kredilerinde yüksek artışlar yaşanan ülkelerin makroekonomik kırılganlıkları ve bir bankacılık krizi yaşama ihtimalleri daha yüksektir. Bu ülkelerde makroekonomik kırılganlık cari hesap açığı ve reel döviz kurunda artış, aşırı tüketim ve yetersiz yatırım şeklinde ölçülmüştür (World Bank 1997: 50-52).

2.2.3. Sermaye Akımlarının Büyüme Daralma Döngüsüne Etkisi

Gelişmekte olan bir ülkenin finansal kriz öncesi makul büyüme rakamları yakalarken nasıl olup da krizin ardından büyümesinde keskin bir düşüş yaşadığı kalkınma ekonomisi çalışmaları için önemli bir soru işaretidir. Mishkin (1996) bu

durumu asimetrik bilgi problemine dayandırsa da Lopez-Mejia(1999) büyüme-daralma döngüsünü (boom-bust cycle) şiddetlendiren faktörleri şu şekilde sıralamıştır:

Bu faktörlerden birincisi ticaret reformuna olan güven eksikliğidir. Güvenilirlikten yoksun bir ticaret reformu tarifelerde bir artış beklentisi yaratır, bu beklenti ithal dayanlı tüketim mallarını geçici olarak ucuz hale getirerek, bu tür mallara yapılan harcamaları artırır. Döviz kuru bazlı enflasyon istikrar programları ancak geçici olarak etkilidir sürdürülebilir değildir Bu tür programlar geçerli nominal faiz oranı ve gelecekte beklenen yüksek düzeyleri arasında bir çelişki oluşturur. Bu tip bir şok tüketimde, cari hesap açığında ve reel döviz kurunda bir artışa yol açar. Bu mekanizmaya muhtemel bir örnek olarak Austral planı çerçevesinde Arjantin ve Cruzado planı altında Brezilya verilebilir (Calvo 1989).

İkincisi, güvenilir reformlardır. Reformlar güvenilir olduğunda, gelecek gelir düzeyiyle ilgili iyimser beklentiler oluşturur ve en azından bazı ekonomik katılımcılar ekonomik güçleri nispetinde yeni yatırımlar için taahhütte bulunurlar. Başta, gelişmiş ekonomik performans ve büyük miktarlarda yabancı sermaye girişi bu iyimserliği haklı çıkarır. Dahası, mevduat sigortasının varlığı bankalara tekrar borçlanma yolunu açmaktadır. Bu durumda banka dışı firmalara ve hane halkına reform sürecinin sonuçlarıyla ilgili yanlış iyimser sinyaller yollamaktadır. Fakat sonra bu koşullar sürdürülemez, ekonomi durgunluğa, finansal krize ve sermaye kaçışına sürüklenmektedir. 1994'te Meksika'da ve 1978-1982'de Şili'de yaşananlar liberalleşme programları uygulayan ülkelerin aşırı borç sendromlarının ortaya çıkardığı kırılganlığı en iyi gösteren örneklerdir (McKinnon ve Pill, 1996: 10-11).

Üçüncüsü, asimetrik bilgidir. Verimsizliğin artmasının nedeni asimetrik bilginin sürü psikolojisi (herding behavior) ters seçim ve ahlaki tehlikeden kaynaklanmasıdır. Yatırımcılara sunulan varlıkların sayısı arttıkça, her bir varlık için ayrı ayrı bilgi edinme isteği azalır, bu da sürü psikolojisini besleyen asimetrik bilgi problemini daha da kötüleştirir (Calvo ve Mendoza, 1997: 5-9).

Bankacılık sektöründe, bankalar borçlular hakkında eksik bilgiye sahip olduklarında ters seçim problemi ortaya çıkar. Borç verenler, borç alan firmaların ortalama kalitesini yansıtan bir faiz oranı üzerinden borç vermek isterler. Sonuç olarak,

yüksek kaliteli firmalar piyasada finansman aramazken düşük kaliteli firmalar tekrar tekrar borç almak istemektedirler. Böylece net bugünkü değeri fırsat maliyetinden küçük birçok proje finanse edilmiş olacaktır. Borçlular yüksek riskli faaliyetlere teşvik edildiğinde ahlaki tehlike de ortaya çıkmaktadır. Özellikle, borçlular projenin başarılı olma şansı yüksekse bu projeye yatırım yapmak isteyebilmekteler, aksi takdirde proje başarısız olursa maliyetin çoğuna borç verenler katlanmaktadırlar. Sonuç olarak borçlu ve borç verenler arasında bir çıkar çatışması ortaya çıkmakta, borç verenlerin kredi verme noktasında gönülsüz olmaları aracılık ve yatırım seviyelerinde düşüşle sonuçlanacaktır (Mishkin, 1996: 2-3).

Ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarıyla uluslararası düzeyde de karşılaşılabilmektedir. Dooley (1997: 3, 5-6) diğer birinci nesil modellerin aksine özel sermaye girişlerini krizden önce sağlayan bir birinci nesil model geliştirmiştir. Bu modelde kredi kısıtlı hükümetin uluslararası rezervleri artırma arzusuyla, hükümetin yerlilerin finansal yükümlülüklerini yerine getirmelerini garanti altına alma arzusu arasında bir politika çatışması vardır. Ücretsiz sigortanın varlığı yerliler tarafından verilen borçların piyasa getirisini artırmış, yerli ve yabancı yatırımcılara hükümet sigortası altındaki finansal enstrümanlara ulaşma şansı tanıyarak, onları bu yatırımlara yönelme noktasında teşvik etmiştir. Bu modelde, kura spekülatif atak hükümet rezervlerinin beklenmedik durum sigortası yükümlülükleriyle tam olarak eşleştiği noktada oluşmaktadır. Bu noktada, iç borçlara ilişkin getiri piyasa faiz oranlarının altına düşmekte ve yatırımcılar sigortalı varlıkları kendi rezervlerini tüketen hükümete satmaktadırlar.

Dördüncüsü: finansal kurumların yetersiz denetlenmesi ve yetersiz düzenlemelerdir. Bir önceki bölümde belirtildiği gibi, kötü yönetilen ve denetlenen bankalar tüketim balonlarını ve spekülatif aktiviteleri finanse etmeleri fiyatlar bir kez düştüğünde ekonomiyi kötü dağıtılmış kaynaklar finansal sıkıntı problemleriyle baş başa bırakmaktadır.

Beşinci: sığ sermaye piyasalarıdır. Finansal holdinglerin yapısı şokları bir ülkeden yayıldıkları (faaliyet gösterdikleri) diğer ülkelere iletmiştir çünkü bu ülkelerde piyasalar yeteri kadar derin değillerdir. Sonuç olarak, bir grup yatırımcı tarafından

yapılan satışlar gelişmekte olan piyasalarda varlık fiyatlarında önemli ve genel düşüslere sebep olmaktadır (Adams, vd. 1998).

Altıncısı fiyat ve ücret hareketlerinin yavaş olmasıdır. Özellikle, Dornbuch modelinde (1976), yeni ekonomik ya da politik bilgilere karşılık olarak döviz kurunda anında bir fırlama görülürken ulusal fiyat seviyelerinin buna uyum sağlaması yavaş bir şekilde olmaktadır. Sonuç olarak, uyum sürecinde para arzındaki beklenmedik bir değişiklik, kısa vadede döviz kurunun denge değerini aşmasıyla sonuçlanmaktadır. Yerli paranın sert bir şekilde değer kaybetmesi yurt içi faiz oranlarının düşmesi aynı zamanda gerçekleşmekte ve buda yurt içi üretimi tetiklemektedir. Alternatif olarak, yerli paranın değer kazanması karşısında fiyat ve ücret hareketlerinin yavaş olması, cari hesap açığını artmasına, resesyona ve kur rejiminin çökmesine neden olabilmektedir.

Özet olarak, sermaye akımları toplam talepte aşırı genişlemeyi beraberinde getirmektedir. Bunların finansal sistemler üzerinde olumsuz etkileri olabilir ve mikroekonomik bozuklukların da katkısıyla ekonomi üzerindeki etkileri daha güçlü bir hale gelebilmektedir. Bununla birlikte, bazı ülkelerde makroekonomik aşırı ısınma belirtilerinin birçoğunu önlemek mümkün olmuştur. Kredi patlamaları (credit boom) yaşandığı bütün ülkelerde zayıf bir finansal sistem sonucunu doğurmamakta ve büyüme daralma döngüsünün (boom-bust cycle) büyüklüğü her ülkede farklı olmaktadır. Bu ülkelerin sermaye akımlarının yukarıda bahsedilen sonuçlarından nasıl kaçındıklarını anlamak bu yüzden çok önemlidir (Lopez-Mejia 1999: 31-33).

2.2.4. Sermaye Akımlarının Aniden Kesilmesi ve Geriye Dönmesi

Ani duruş, özel sermaye girişlerinde ani bir terse dönme ya da sermaye çıkışına dönüşme ve buna karşılık büyük cari hesap açıklarının da küçülmesidir. Dış finansmanda bu ani terse dönüş sırasıyla yerli üretim ve özel harcamalarda keskin daralmalara (contractions), döviz kurunda, ticari olmayan malların ticari mallara karşı göreceli fiyatında ve varlık fiyatlarında ani düşüslere (collapse) ve özel sektöre verilen kredilerde sert düşüslere neden olmaktadır (force). Birçok durumda ani duruşlar dış açıkların giderek genişlediği, ticari olmayan malların ve reel döviz kurunun keskin bir

şekilde arttığı ve ekonomik aktivite ve varlık fiyatlarında patlama yaşanan (boomed) dönemler tarafından takip edilirler (Mendoza 2001:1).

Ani duruş fenomenini açıklamak uluslararası makroekonomi teorisi için ciddi bir sorun teşkil etmektedir çünkü ani duruşların özellikleri ödemeler dengesi krizlerini ve ekonomik dalgalanmaları analiz eden yaklaşımların yaygın beklentilerine aykırı hareket etmektedir. Sonuç olarak, literatürde artan bir şekilde finansal eksiklikleri ani duruşları ve krizlerin gelişmekte olan piyasalar arasında yayılmasını tetikleyen aktarım mekanizmasının merkezi bir unsuru olarak ileri süren alternatif teorik modeller oluşturulmaya başlanmıştır (Arellano ve Mendoza 2002: 58)

Mendoza (2001) ani duruşların uluslararası sermaye piyasalarına erişimin aniden kaybedilmesini temsil ettiğini bildirmiş ve ani duruşları açıklamak için araştırmacıların mükemmel finansal piyasaların tipik cari hesap ve konjonktür denge modelleri varsayımlarından vazgeçmeleri gerektiğini öne sürmüştür. . Bu yüzden politik belirsizlik (policy uncertainty) ve istemsiz yayılmayı (involuntary contagion) ani duruşların açıklayıcı değişkenleri olarak kendi geliştirdiği modele koymuştur (Mendoza 2001: 2-3).

Calvo (1998a), sermaye girişlerinin yavaşlaması ekonomiyi borçlarını ödeyemez bir hale getirebileceğini ve/veya “fiziksel sermayenin ortalama ve marjinal verimliliğini” keskin bir şekilde düşürebileceğini belirtmiştir. Bunun sonucu olarak sosyal maliyeti yüksek olan iflasların sayısı artacak ve nispi fiyatlarda çok büyük beklenmedik değişimler görülecektir. Ayrıca ifaslara neden olan krizler fiziki sermayenin tamamlayıcısı olan özel beşeri sermayeyi de tüketmektedir.

Özel beşeri sermayenin tükenmesinin farklı nedenleri vardır. Örneğin, iflaslar örtülü sözleşmenin uygulamaya konulmasıyla engellense dahi firmada iç terfi uygulamaları geçmiş performansa bağlı olduğundan, iflastan sonra bu uygulamalar yeni yönetim tarafından reddedilebilir. Bu uygulamalar en iyi koşullar altında dahi zaman uyumsuzluğundan kaynaklı sürdürülebilirlik problemlerine maruz kalabilirler. Bu nedenle yeni sahipler bu durumdan faydalanarak ve örtülü sözleşmeleri ve borçları iptal ederek temiz bir sayfa açma yoluna gidebilirler. Bu nedenle iflas işlemleri gerçekleşirken, firma içindeki teşvikler etkin beşeri sermaye stokunu düşürmeleri

anlamında ciddi derecede tehlikeli olabilmektedir. Aşırı durumlarda gözlendiği gibi ki Sovyetler Birliği'nin dağılma sürecinde yaşananlar buna güzel bir örnektir firmalar çalışanlar ve yöneticiler tarafından ele geçirilebilmektedir (cannibalized) (Calvo 1998a:41).

İflaslar firmalar dışında da negatif dışsallıklar üretirler. Firmalar için orta derecede gelişmiş ülkelerde dahi, firmalar arası krediler önemli bir yer tutmaktadır. Bu tarz kredilerin tamamen kesilmesi için sadece bir bağın kopması yeterlidir. Bu yüzden aniden iflasların yaşanmaya başlaması ile sorun yalnızca bu iflaslardan direk etkilenen firmaların borçlarını ödeyip ödeyememeleri durumundan çıkıp farklı kredi kanallarıyla potansiyel olarak birbirlerine bağlanmış firmaları da içine alarak daha geniş bir boyut kazanmaktadır. Sonuç olarak ekonomide iflasların görülmeye başlaması ile birlikte firmalar diğer firmaların kredibilitesini değerlemek için daha fazla bilgiye ihtiyaç duymaktalar ve bu da üretime yöneltmesi gereken beşeri sermayenin finansal konulara yönlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır. Böylece fiziksel sermayenin ortalama getirisi ve marjinal üretkenlik düşmektedir (Calvo 1998a:41, Calvo 1998b: 30-31).

Sonuç olarak sermaye girişlerinin yavaşlaması üretimde de bir yavaşlamaya neden olmakta, ülkedeki kredi kanallarına da zarar verebilmektedir. Bu girişlerin tekrar sağlanabilmesi için teşviklere ihtiyaç olmaktadır. Daha sonra bu sürecin en yıkıcı bölümü yaşanmaya başlamakta; iç talep yavaşlayarak tüketimde yaşanan bu yavaşlama dış ticareti yapılmayan ürünlerin fiyatlarında dış ticareti yapılan ürünlerin fiyatlarına göre keskin düşüşlere neden olmaktadır. Bu durum ülke ekonomisinde telafisi çok zor istikrarsızlıkları tetikleyerek ülkeye ekonomik anlamda ciddi zararlar verebilmektedir.

2.3. Finansal Sermaye Akımlarını Açıklayan Teoriler

Robert Mundell ve Marcus Fleming tarafından geliştirilen Mundell - Fleming Modeli, geleneksel Faiz Haddi Paritesi Modeli ve Mckinnon, Oates ve Branson tarafından geliştirilen Portföy Dengesi Modeli finansal sermaye akımlarını açıklayan başlıca teorilerdir.

2.3.1. Mundell – Fleming Modeli

Geleneksel döviz kuramları sermaye hareketlerini göz önünde bulundurmamaktadır. Robert Mundell ve J. Marcus Fleming tarafından geliştirilmiş olan bu model, tam sermaye hareketliliği varsayımından hareketle döviz kurlarını açıklamaya çalışmaktadır. Bu yaklaşımda Keynesyen gelir harcama yaklaşımına, uluslararası sermaye hareketleri de dâhil edilmektedir. Küreselleşme olgusunun doğal bir sonucu olarak günümüz dış ekonomik ilişkilerinde sermaye hareketleri, cari işlemler hareketlerine göre oldukça büyük bir gelişme göstermektedir. Mundell-Fleming modeli geleneksel döviz kuramlarının döviz kurlarının belirlenmesinde sermaye hareketlerine yer vermemeleri sonucu ortaya çıkan eksikliği gidermeye çalışan bir kuramdır. Geleneksel kuramlarda ödemeler bilânçosunun sadece mal ve hizmet hareketleri göz önünde bulundurulmakta, sermaye hareketleri dikkate alınmamaktadır. Mundell-Fleming modeli IS-LM modeline ödemeler dengesi (BP)'yi de dâhil ederek açık ekonomilere uyarlayarak ortaya koyan bir kısa dönem ödemeler dengesi akımı modelidir (Tunca, 2005:349-357'den aktaran Öztürk ve Bayraktar, 2010:166).

Ertürk (1994) modelin dayandığı varsayımları şu şekilde sıralamıştır;

- Ekonomi eksik istihdamda dengelerine oturmuştur.
- Döviz kuru değişme bekleyişi sıfırdır (Statik bekleyişler hâkimdir)
- Sermaye hareketliliği tamdır.
- Döviz kurları esnektir.
- Para politikası milli geliri etkiler, maliye politikasının ise etkinliği yoktur.
- Fiyatlar sabittir.
- Ajanların portföylerinde dört aktif vardır; bunlar milli ve yabancı paralarla yerli ve yabancı tahvillerdir. Tahviller birbirinin yerine ikame edilebilir, fakat para ikamesi yoktur.
- Parasal ücretler sabittir. Arbitraj şartları iç faizle dış faizi birbirine eşitler; Yani $r=r^*$ dir (Ertürk, 1994: 107).

Felderer ve Homburg (2010)'a göre Mundell-Fleming Modeli, tam sermaye akışkanlığının egemen olduğu küçük açık ekonomi koşullarında IS-LM Modeline

BP'nin eklenmesiyle genişletilmesidir. IS-LM Modelinde para ve sermaye piyasalarındaki denge dikkate alınır. Para piyasasındaki denge dışsal faktörler tarafından etkilenmediği için, eğer yerleşikler nakit tercihi olarak sadece ulusal para tutarsa LM eğrisi değişmeyecektir. Öte yandan, artık faizlerin kesinlikle içsel bir değişken olmadığı dikkate alınır. Tam ve serbest bir sermaye akışkanlığı;

$$i = i^A + \frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_0}{\varepsilon_0} \text{ denklemindeki reel faizlere neden olur ki burada yurtiçi faiz}$$

oranı (i), sermaye akışkanlığının tam olarak gerçekleşmesi halinde, eğer reel döviz kurunda $[\frac{\varepsilon_1 - \varepsilon_0}{\varepsilon_0}]$ bir değişme bekleniyorsa, yurt dışı faiz oranından (i^A), farklı olmaktadır. Ancak MF Modeli varsayımlarından olan statik beklentilerle ilişkilendirdiğimiz zaman yurt içi faizler yurt dışı faizlere eşit olmaktadır.

LM Eğrisi eşitliğinde tek içsel değişken gelir (Y)'dir. Para arzı (M) dışsal olarak belirlenirken, nominal fiyatlar da (P) MF Modelinin dışında belirlenmiştir. LM Eğrisinin eşitliği; $L(Y, i^A) = M/P$ yazılabilir.

Buradan para politikasının yurt içi talep üzerindeki genişletici etkisine ulaşılır. Para miktarının dışsallığı nominal döviz kurunun esnekliği nedeniyle geçerlidir.

Diğer taraftan IS Eğrisini de güçlü bir şekilde geliştirirsek dış fazla burada sermaye piyasasındaki dengenin bir unsuru olarak rol oynayacaktır. Açık ve küçük ekonomi koşullarında IS Eğrisi aşağıdaki biçimde fonksiyonel ilişkiler ve formüllerle gösterilebilir.

$$S(Y) = I(i^A) + NX(\varepsilon, Y, Y^A)$$

$$S_Y > 0, NX_\varepsilon > 0, NX_Y < 0, NX_{Y^A} > 0$$

Burada:

$S(Y)$: Tasarruf fonksiyonu

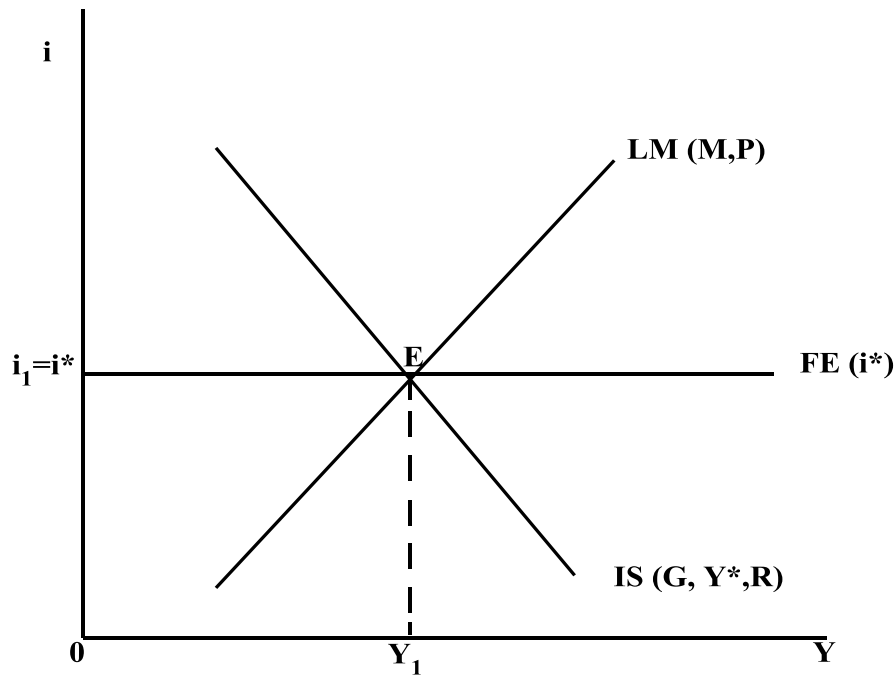
I : Yatırım fonksiyonu

NX : (Net ihracat) Dış fazla

ϵ : Reel döviz kurunu ifade etmektedir.

Neo klasik modelde cari gelir tasarruflar tarafından belirlenmektedir. Bununla birlikte eşitlik, diğer içsel değişkenleri de içermektedir. Burada reel döviz kuru içsel olarak görünürken Marshall Lerner Koşulu pozitif yönlüdür Dış fazlayı belirleyen faktör olarak, yurt içi gelirin negatif, yurt dışı gelirin de pozitif yönde dış fazlaya bağlı olduğu varsayılır (Felderer ve Homburg, 2010: 214-224).

MF Modelini şekil yardımıyla şöyle gösterebiliriz;



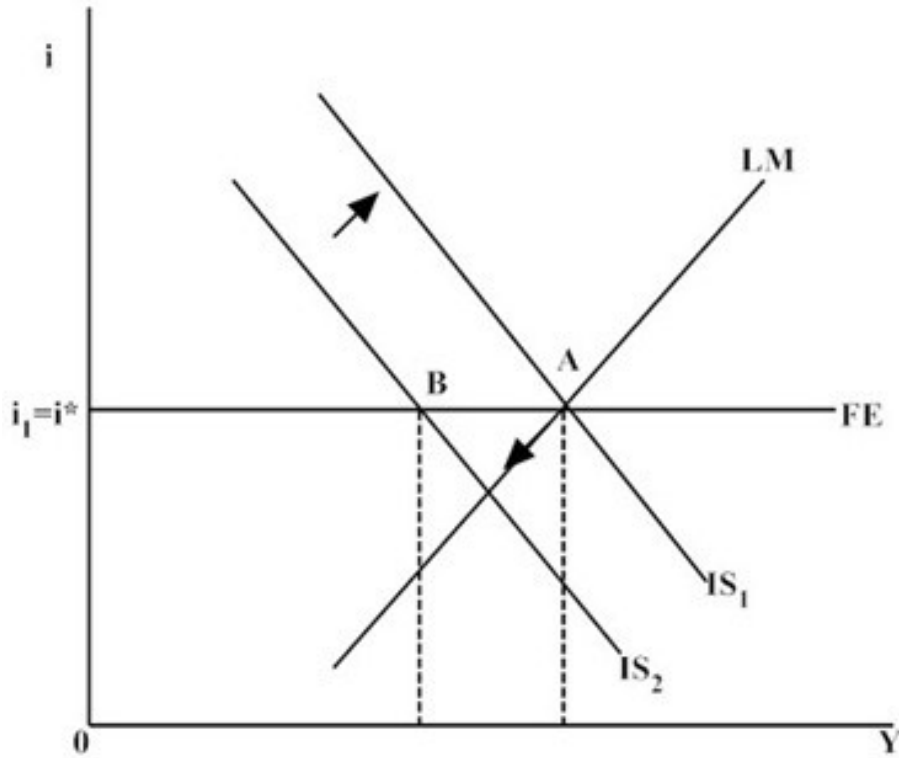
Şekil 2.1. Mundell-Fleming Modeli

Kaynak: Ünsal, 2005: 634

Mal piyasasında dengeyi sağlayan faiz haddi hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren IS eğrisi, para piyasasında dengeyi sağlayan faiz haddi hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren LM eğrisi ve ödemeler dengesinde dengeyi sağlayan faiz haddi hasıla düzeyi bileşimlerinin geometrik yerini gösteren FE(BP) eğrisi, üsteki Şekil 2.1’de gösterilmiştir. Sermaye akışkanlığının mükemmel olduğunun varsayıldığı durumda IS, LM ve FE (BP) eğrilerinin kesiştikleri yeri temsil eden ve dolayısıyla da hem IS eğrisi üzerinde hem LM eğrisi üzerinde hem de FE eğrisi üzerinde yer alan E (Y, i_1) noktasında, hem mal piyasasında toplam planlanan harcama

hasılaya eşittir, hem para piyasasında reel para talebi reel para arzına eşittir ve hem de döviz piyasasında döviz arzı döviz talebine eşittir. Bir başka deyişle, $E(Y, i_1)$ noktasında mal para ve sermaye piyasalarında eşanlı denge sağlanmıştır. Faiz, para ve sermaye piyasalarında bu değe sağlanırken, bu faiz oranı dünya faiz oranıyla aynıdır (Ünsal, 2005: 633-634, Felderer ve Homburg, 2010: 226).

Mal, para ve döviz piyasalarında eşanlı dengenin nasıl sağlandığı, uygulanan döviz kuru sistemine bağlıdır. Esnek döviz kuru sisteminde, mal, para ve döviz piyasalarında eşanlı denge, döviz ve para piyasalarında eşanlı dengeyi sağlayan hasıla düzeyine mal piyasasının intibak etmesiyle sağlanmaktadır. Bu durum Şekil 2.1’de gösterilmektedir. Şekil 2.1’de yurtiçi faiz haddi dünya faiz haddine eşit olduğunda ($i_1=i^*$), döviz piyasası dengededir. Ayrıca yurtiçi faiz haddi i_j iken, para piyasasında dengeyi sağlayan hasıla düzeyi Y_1 ’dir. Dolayısıyla da döviz piyasasında ve para piyasasında eşanlı dengeyi sağlayan faiz haddi ve hasıla düzeyi i_1 ve Y_1 ’dir.

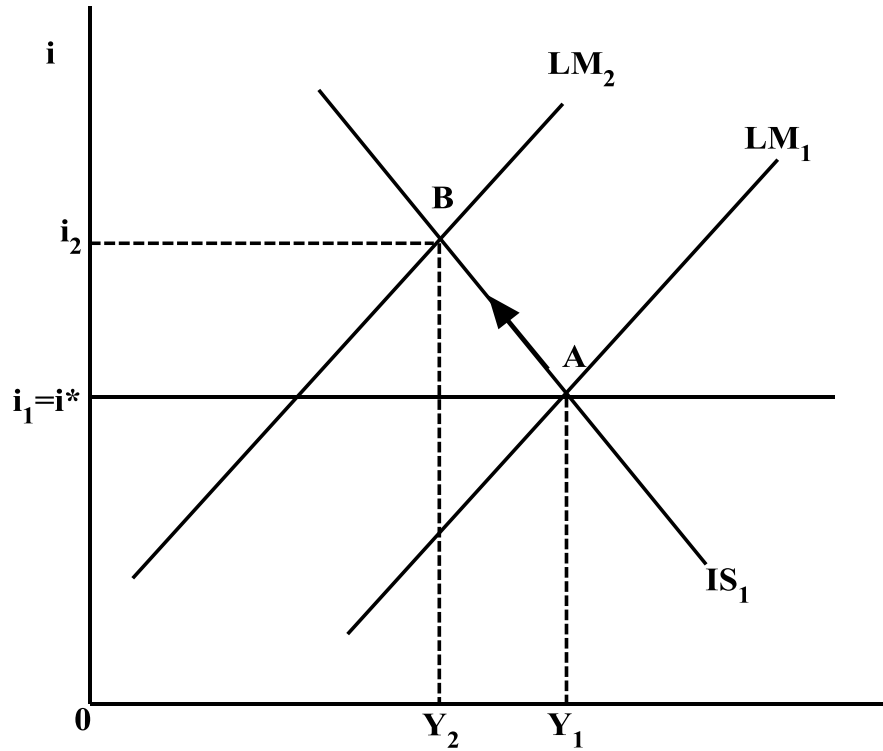


Şekil 2.2. Mal-Para-Döviz Piyasalarında Eşanlı Dengenin Sağlanması: Esnek Döviz Kuru

Kaynak: Ünsal, 2005: 635

Şekil 2.2’de esnek kur sisteminde IS eğrisi döviz ve para piyasalarında eşanlı dengenin sağlandığı $A(i_1 - Y_1)$ noktası yerine LM eğrisinin solundaki $B(i_1 - Y_1)$ noktasından geçiyorsa ($Y_2 < Y_1$), B noktasında para piyasasında para arz fazlası vardır ve faiz haddi düşmektedir. Böylece ekonomide LM eğrisi üzerinde okla belirtilen biçimde aşağıya doğru bir hareket gözlenir. Ancak faiz haddi yurt içi faiz haddini dünya faiz haddine eşit kılan i_1 faiz haddinin altına düşünce, yatırımcıların düşük getirili yerli tahvilleri satarak yerine yabancı tahvil satın almak istemeleri sonucu, ulusal paraya olan talep azalırken yabancı paraya olan talep artar ve böylece nominal döviz kuru (e) ve buna bağlı olarak reel döviz kuru ($R = eP^*/P$) yükselmektedir. Reel döviz kurunda ortaya çıkan ve esnek kur sisteminde reel değer kaybı diye nitelendirilen bu artış ise, yurt içinde üretilen malların ucuzlamasına ve dolayısıyla da net ihracatın artmasına yol açmaktadır. Net ihracatta meydana gelen artış da, planlanan toplam harcamanın, hasılanın ve para talebinin-faiz haddinin artmasına yol açar. Yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinden küçük olduğu sürece devam edecek olan bu süreç sonunda IS eğrisi dışa (sağa) doğru kayarak IS_2 konumundan IS_1 konumuna gelmekte ve mal- para-döviz piyasalarında eşanlı denge $A(i_1 - Y_1)$ noktasında sağlanmaktadır.

Döviz kurunun piyasa yerine hükümet tarafından belirlendiği sabit döviz kuru sistemlerinde mal, para ve döviz piyasalarında eşanlı denge, para piyasasının döviz ve mal piyasalarında eşanlı dengeyi sağlayan hasıla düzeyine intibak etmesi sonucu sağlanmaktadır. Şekil 2.3’te yurt içi faiz haddi dünya faiz haddine eşit olduğunda $i_1 = i^*$ döviz piyasası dengededir. Buna ek olarak Y_1 yurt içi faiz haddi ve hükümet tarafından belirlenen döviz kuru (e) veri iken, mal piyasasında dengeyi sağlayan hasıla düzeyidir. Dolayısıyla döviz piyasasında ve mal piyasasında eşanlı dengeyi sağlayan faiz haddi hasıla düzeyi $(i_1 - Y_1)$ ’dir.



Şekil 2.3. Mal-Para-Döviz Piyasalarında Eşanlı Dengenin Sağlanması: Sabit Döviz Kuru

Kaynak: Ünsal, 2005: 637

Sabit kur sisteminde LM Eğrisi eğer başlangıçta $A(i_1 - Y_1)$ noktasından geçmiyorsa, para arzının değişmesi sonucu LM Eğrisi A noktasında geçecek biçimde içeriye veya dışarıya doğru kaymaktadır. Örneğin ekonomi $A(i_1 - Y_1)$ noktasında faaliyette iken LM eğrisi $B(i_2 - Y_2)$ noktasından geçiyorsa, yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinin üstüne çıkar ve buna bağlı olarak yatırım, planlanan harcama ve hasıla azalmaktadır. Böylece ekonomi IS eğrisi üzerinde okla gösterilen şekilde bir daralmaya girmektedir. Fakat faiz haddi yurt içi faiz haddini dünya faiz haddine eşit kılan i_1 faiz haddinin üstüne çıkınca, yatırımcıların düşük getirili yabancı tahvilleri satarak yerine yerli tahvil satın almak istemeleri sonucu, ulusal paraya talep artmakta ve böylece ortaya çıkan ulusal para talep fazlası, nominal döviz kurunun (e) ve buna bağlı olarak reel döviz kurunun ($R = eP^*/P$) düşmesi yönünde bir etki yaratmaktadır. Ancak sabit kur sisteminde döviz kurunun değişmesi sistemin yapısı gereği söz konusu değildir. Bu yüzden sermaye girişi sonucu ortaya çıkan ulusal para talep fazlası, merkez bankası tarafından karşılanmakta, merkez bankası ilan ettiği döviz kuru üzerinden döviz karşılığında ulusal para talep edenlere ulusal para satmaktadır. Bu şekilde hem merkez bankasının döviz rezervleri hem de para arzı artmış olmaktadır. Para arzında meydana

gelen artış da, LM eğrisinin dışa (sağa) doğru kaymasına ve sonuç olarak faiz haddinin düşmesine, planlanan toplam harcamanın ve hasılanın artmasına yol açmaktadır. Yurt içi faiz haddi dünya faiz haddinden büyük olduğu sürece devam edecek olan bu süreç sonunda LM eğrisinin dışa doğru kayarak LM_2 konumundan LM_1 konumuna gelmesiyle mal, para ve döviz piyasalarında $A(i_1 - Y_1)$ noktasında eşanlı denge sağlanmaktadır (Ünsal, 2005:634-637).

2.3.2. Faiz Haddi Paritesi Modeli

Faiz haddi paritesi (interest rate parity theory), aynı risk düzeyindeki kısa vadeli bir mali enstrümanın değişik ülkelerde farklı faiz oranlarına sahip olabilmesi ve bu sayede uluslararası mali piyasalar arasında gerçekleşen arbitraj faaliyetlerinin bir sonucudur (Seyidoğlu, 2003, 134-135). Bu yaklaşıma göre, döviz kurlarında denge sağlanabilmesi için ülkeler arası faiz oranları farklılıklarının spot ve forward kurlar arasındaki farka eşitlenmesi gerekmektedir. Çok büyük bir risk olmaması durumunda yurtdışı ve yurtiçi faiz oranlarının farklılık taşıması ülkeler arası parasal hareketlilikler doğurmaktadır. Uluslararası piyasalardan borçlanmak isteyenler faiz oranlarının en düşük olduğu piyasalardan borçlanmak isterlerken tasarruf sahipleri ellerindeki mali fonları aynı risk düzeyine sahip piyasalardan faiz oranları en yüksek olanına yatırmak istemektedirler. Ülkeler arasındaki faiz farklılıkları bir yandan faiz arbitrajı doğurmakta, öte yandan anında teslim (spot) kurlar ile vadeli teslim (forward) kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Faiz haddi paritesi yaklaşımına göre düşük faizli ülkenin parası yüksek faizli ülkenin parası karşısında, bu farkın tutarı kadar prim yapmaktadır. Yüksek faizli ülkenin parası ise, faiz farkı kadar vadeli iskonto doğurmaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 176).

Tam serbest bir sermaye akışkanlığını varsayımı altında, yurt içi faiz oranlarının uluslararası faizlere bağlı olduğu kabul edilmektedir. Çünkü tasarruf sahipleri getirilerini her zaman karşılaştırırlar. Ülke içindeki yerleşikler t_0 zamanında kendi ulusal paraları ile menkul kıymetlere yatırım yapmak istediklerinde, bu dönemde nominal faiz oranları ülke içinde r , yurt dışında da r^A 'dır. Zaman dilimi t_1 'e geçildiğinde paranın getirisi yurt içinde $(1+r)$ olacaktır. Yurtdışındaki yatırımlar ise,

ülke parası $1/e_0$ nominal döviz kurundan yabancı para birimine dönüştürmektedirler ki, böylelikle faizlerden yararlanılabilsin. Sonrasında da tekrar yurt içi paraya (milli paraya) dönüştürülsün. Eğer e_1 , t_1 zaman dilimindeki beklenen döviz kurunu ifade ederse, yurt dışındaki yatırımlardan beklenen getiri de $(1/e_0) (1+r^A)$ e_1 olacaktır. Yurt içi ve dışında yapılan yatırımların getirisi birbirine eşitse, bu durumda

$$(1 + r) = (1/e_0) (1+r^A) e_1 \text{ Buradan yaklaşık olarak;}$$

$$r \approx r^A + \frac{e_1 - e_0}{e_0} \text{ yazılabilir ve bu ilişki istikrarlı olmayan faiz paritesi olarak}$$

tanımlanır. Sermaye akışkanlığının tam serbest olması durumundaki ilk yakınlılaşmada, yurt içi nominal faiz oranları, yabancı ülke faiz oranları ve beklenen nominal değerleme oranlarının $(e_1 - e_0/e_0)$ toplamalarına eşit olmalıdır. Buna karşılık tam sermaye akışkanlığında denge geçerli olmuyorsa, menkul kıymet yatırımlarına ihtiyatla yaklaşmak gerekmektedir (Felderer ve Homburg, 2010: 212,213).

Ünsal (2005) faiz haddi paritesi modelini karşılanan faiz haddi paritesi ve karşılanmayan faiz haddi paritesi olmak üzere iki durumda ele almıştır. Karşılanan faiz farklılığı sıfırdan farklı olduğu sürece yatırım fonları bir ülkeden diğerine hareket ederler. Karşılanan faiz farklılığı sıfır olduğunda ise artık fonların riskleri aynı olan araçları satın almak amacıyla bir ülkeden diğerine hareket etmesi için bir sebep kalmamış olacaktır. Böyle bir denge durumunda yurtiçi faiz haddi yurtdışı faiz haddi ile vade priminin toplamına eşit olur.

$$f + i^* = i$$

Benzer yatırım araçlarının getirilerinin birbirine eşit olduğu bu durum karşılanan faiz paritesi (covered interest parity) denir. Karşılanan faiz haddi paritesinin yurtiçi ve yurtdışı faiz hadlerinin birbirine eşit olması değil, yurtiçi ve yurtdışı faiz hadleri arasındaki farkın vade primine eşit olması durumunu nitelemektedir.

$$f = \frac{F_t - e_t}{e_t} = i - i^*$$

Karşılanan faiz paritesi tek fiyat kanununun mali piyasalara uygulanmış bir hali olarak da düşünülebilir, şöyle ki nasıl bir mal, denge durumunda farklı ülkelerde aynı fiyattan işlem görürse, karşılanan faiz paritesine göre de benzer yatırım araçları denge durumunda farklı ülkelerde farklı para birimleri üzerinden aynı getiriyi sağlamaktadırlar.

Karşılanmayan faiz paritesi (uncovered interest parity) durumunda ise karşılanmayan faiz farklılığı sıfırdan farklı olduğu sürece yatırım fonları bir ülkeden diğerine hareket eder. Karşılana faiz farklılığı sıfır olduğunda bu sermaye hareketi, fonları riskleri aynı olan araçları satın almak amacıyla bir ülkeden diğerine hareket etmesi için bir sebep kalmadığından dolayı artık devam etmemektedir. Böyle bir denge durumunda yurtiçi faiz haddi yurtdışı faiz haddi ile beklenen döviz kuru değişikliğinin beklenen değer kaybının veya beklenen değer kazancının toplamına eşit olmaktadır.

$$x + i^* = i$$

Sonuç olarak Amerikan hükümetinin ihraç ettiği hazine bonosunun beklenen getirisi ($x + i^*$) ile Türk hükümetinin ihraç ettiği hazine bonosunun getirisinin eşit olduğu bir durum ortaya çıkmaktadır.

Karşılanan faiz haddi paritesi gibi karşılanmayan faiz haddi paritesi de yurtiçi ve yurtdışı faiz hadlerinin birbirine eşit olmasını değil, yurtiçi ve yurtdışı faiz hadleri arasındaki farkın beklenen döviz kuru değişikliğine eşit olmasını nitelemektedir (Ünsal, 2005: 512-519).

$$x = (e - e^e) / e = i - i^*$$

Faiz haddi paritesi yaklaşımının en önemli eksikliği risk primlerinin ve faiz oranlarının son derece değişken olması ve riski ile faiz oranlarını etkileyen faktörlerin tam olarak açıklanamamasıdır. Yaklaşım, işlem maliyetlerinin göz önünde bulundurulmaması, piyasa katılımcılarının riske karşı farklı davranışlar sergileyebilmesi, risk priminin söz konusu olabilmesi, hangi faiz hadlerinin (mevduat faizi, kredi faizi, hazine bonusu vb.) kullanılması gerektiğinin açık olmaması, ülkelerin sermaye hareketlerine kısıtlamalar getirebilmesi ve ülkelerin vergi sistemlerinde

farklılıkların söz konusu olabilmesi gibi nedenlerle de eleştirilmektedir (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 177).

2.3.3. Portföy Dengesi Modeli

Portföy dengesi modeli ilk olarak Mckinnon ve Oates, Branson tarafından Keynesyen sabit fiyat geleneğine bağlı olarak ele alınmıştır. Döviz kurlarının belirlenmesinde kullanılması ise Branson, Allen ve Kenen, klasik çerçevede Dornbusch ve Fisher tarafından gerçekleştirilmiştir (Ertürk, 1994: 159). Model akım talep kavramını ve dinamik öğeleri dikkate aldığı halde Tobin (1969), sermaye hesaplarına aşırı önem vermiş özellikle finansal varlıkların stok talebi ile varlıkların fiyatları ve getirilerinin bir zaman noktasında belirlenmesi üzerine yoğunlaşmıştır. Ancak, daha sonraki çalışmalarında Tobin (1982), varlıkların akım talebi ve tasarruf ile portföy davranışlarının bir araya getirilmesine ağırlık vermiştir (Üzümcüoğlu 2000: 91).

Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurlarında görülen günlük dalgalanmaları yabancı menkul değerlerin arz ve talebindeki değişmelerle açıklamaya çalışan bir teoridir (Üzümcüoğlu 2000: 91). Portföy dengesi yaklaşımında aktifler arası ikame esnekliğinin tam olmadığı varsayımından hareketle, aktif getirilerindeki farklılık vurgulanmıştır. Portföy dengesi yaklaşımının hareket noktasını para politikası uygulamalarının toplam talep üzerindeki etkisinin tek bir aktif getirisi – faiz oranı – çerçevesinde açıklanamayacağı toplam talep üzerinde çeşitli aktif getirilerindeki değişimlerin etkili olduğu görüşü oluşturmaktadır (Aklan ve Nargeleçekenler, 2008: 113). Portföyde yer alan aktiflere olan talep ise her aktifin faiz oranı ile aynı yönde, ikame varlıkların faiz oranları ile ters yönde değişmektedir. Aktifler arası ikame ilişkisinin tam olmadığı bu yaklaşımda her bir aktife olan talep, çok sayıda faiz oranının fonksiyonudur (Telatar, 2002: 74'den aktaran Aklan ve Nargeleçekenler, 2008: 113).

Gerçek dünyada, yerli ve yabancı varlıkların aynı para birimi cinsinden ifade edilen getirilerinin eşit olmaması için; likidite farklılıklarından, vergi yasalarından, siyasal riskten, ödememe riskinden veya kur riskinden kaynaklanan sebepler olabilmektedir (Kibritcioğlu, 1996: 136). Ayrıca parasal yaklaşımda döviz kuru riskinin bulunmadığı varsayılır ancak gerçek yaşamda bu da mümkün değildir. Kur riski, yerli

tahviller yanında yabancı tahvillere güvencesiz (Uncovered) yatırım yapılmasından kaynaklanmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı yerli ve yabancı varlıkların değiştirilmesinin ancak değiştirilme işleminden doğan bir işlem maliyetine razı olunması durumunda söz konusu olabileceğini öne sürmektedir. Portföy dengesi yaklaşımı parasal ve finansal varlık piyasalarını bir bütün olarak ele almakta, piyasada işlem yapan bireylerin varlık portföylerinden sağladıkları faydayı maksimum kılmak için işlem yaptıklarını varsaymaktadır (Öztürk ve Bayraktar, 2010: 172).

Yatırımcının portfolyosunu etkileyecek bir gelişme, örneğin cari işlemler dengesinin bozulması varlık piyasalarında bir dengeleme hareketine sebep olmakta ve yatırımcıların portföylerini dengelemeleri de döviz kurlarında değişime yol açmaktadır. Döviz kurlarında oluşacak değişim ticaret dengesini ve dolayısıyla cari işlemler dengesini etkileyecek ve döviz kurları bir denge değerine ulaşana kadar bu dinamik süreç devam etmektedir. Örneğin merkez bankasının sterilizasyon amacıyla açık piyasa işlemleri yaparak piyasadan bono satın alması ve piyasaya para vererek para arzını artırması durumunda; yerli faiz oranları düşecek, yatırımcılar ellerinde azalan yerli varlıkların yerine yabancı varlıklar alarak portföylerini yeniden dengeleyecekler ve bu da yerli paranın değer kazanmasına ve sonuç olarak döviz kurlarının değişmesine neden olmaktadır (Ağcaer, 2003: 17).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YABANCI SERMAYE AKIMLARI İLE TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ARASINDAKİ İLİŞKİ

Yabancı sermaye akımları ile makroekonomik göstergeler arasındaki ilişki, ekonomik büyüme, döviz kuru, faiz oranları, ödemeler dengesi ve enflasyon bağlamında incelenmiştir.

3.1. Ekonomik Büyüme ve Sermaye Akımları İlişkisi

1970’li yıllardan itibaren, küreselleşme ve neo-liberal politikalar söylemleri ile ulusal ekonomilerin sermaye hareketlerini serbestleştirilmesi stratejilerinin dayandığı teorik alt yapı, Shaw ve McKinnon’un 1973 yılında ortaya koyduğu finansal baskı (financial repression) yaklaşımı teorisiidir. Shaw ve McKinnon, ülkelerde uygulanan finansal baskı politikalarının negatif reel faiz oranlarına neden olduğunu ve yurtiçi tasarruf oranlarının bu nedenle düşük kaldığını, dolayısıyla yatırımlara yönelecek fonlarda azalma yaşandığını ve bu durumun ise kaynak dağılımında etkinlik kaybına yol açtığını belirtmiştir. Ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirerek, getirinin düşük olduğu sermaye yoğun ülkelere sermayenin kısıtlı, getirinin daha yüksek olduğu ülkelere doğru akacağını ve ülkeler arasındaki faiz oranlarının eşitlenme eğilimine gireceğini varsaymışlardır. Bunlara ek olarak, sermayenin girdiği ülkelere yatırımların, büyümenin ve toplumsal refahın artacağını öngörmüşlerdir (Karataş ve Söylemez, 2005:5).

Çerçevesini McKinnon ve Shaw hipotezinin belirlediği ortodoks iktisadi yaklaşımlara göre; serbest hareket eden sermayenin dünya ölçeğinde en verimli projelerin finansmanına yöneleceği, ülkelerin cari açıkları sebebiyle karşılaştıkları ödemeler dengesi krizlerinin engellenmesine yardımcı olacağı ve yatırımcılar için daha iyi bir portföy çeşitlendirme imkânı sunacağı öngörülmüştür. Bu yaklaşımın öngörülerinin sınanması 1973 yılında Bretton Woods sisteminin terk edilmesi ve

küresel ölçekte finansal serbestleşme sürecine girilmesi ile imkân bulmuştur (Söylemez ve Yılmaz 2012: 52).

Bu serbestleşme çabaları ile birlikte, teknoloji ve iletişimdeki ilerlemeler de uluslararası sermaye hareketliliğine ivme kazandırmış ve bu akımlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerinde önemli bir finansman kaynağı hâline gelmiştir (Vergil ve Karaca 2010: 1207). Bu sermaye akımları gelişmekte olan ülkelerde sermaye maliyetini düşürerek yatırımlara ve ekonomik büyümeye doğrudan katkıda bulunmuşlardır. Buna ek olarak DYY ve portföy yatırımları gibi uzun vadeli sermaye akımları; düzenleyici ve kurumsal reformları teşvik ederek gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş beşeri sermayeye, derin bir finansal sisteme ve artan rekabetçi bir ortama ulaşmalarını sağlayarak bu ülkelerin gelişmelerine dolaylı yoldan da katkı sağlamaktadır. (Yıldırım ve Tastan 2009:2).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, bu ülkelerde ulusal kaynakların (tasarruf) üzerinde harcama ve yatırım yapılabilmesine imkân sağlamaktadır. Kaynak kullanımının genişlemesi sonucunda yatırım oranının yükselmesi, ulusal tasarruflarla sağlanabilecek ekonomik büyümenin ötesinde üretim ve gelir artışı elde edilmesi dolayısıyla ekonominin daha hızlı büyümesiyle sonuçlanmaktadır. Bu gelişmelerin kuşkusuz istihdam ve ulusal refah üzerinde olumlu etkileri olmaktadır. Diğer taraftan, sermaye akımları ile sağlanan kaynak fazlası ülke ekonomisinde ihracat kazancından daha fazla bir ithalatın yapılabilmesine olanak sağlamaktadır. Bu sayede kapasite genişlemesi ve tüketim harcamaları yeniden düzenlenebilecektir. Bu tür etkiler sermaye akımlarının ekonominin üretim, istihdam ve gelişme temposu üzerinde katkı sağlayacağı etkilerdir (Berksoy ve Saltoğlu 1998:32).

Uluslararası sermaye hareketlerinin ülke ekonomilerine sağladığı avantajların yanında bazı dezavantajları da vardır. Bu akımlardan yararlanmak için ekonominin dışa açılması ve finansal piyasaların serbestleşmesi ulusal ekonomide makroekonomik istikrarsızlık olduğu durumlarda bu istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynayabilmektedir. Serbestleşmeyle açık ekonomilere dönüşen ülke ekonomilerinin kontrolü zorlaşmakta ve bu ekonomilerin dış etkenlere duyarlılığı artmaktadır. Böyle bir durumda yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden ayrılması ya da girişinin azalması durumunda, yerel ekonominin dinamizmine ve rekabetçi ortamına zarar

verebilecek, ulusal sermaye stokunda azalma, ödemeler dengesinde olumsuz gelişmeler ve istihdamın olumsuz etkilenmesi gibi sonuçlar ortaya çıkabilmektedir (Tezcanlı vd 1994:28).

Bunlara ek olarak, sermaye girişlerinin yurtiçi tasarrufları engellediği ve potansiyel olarak, enflasyonist baskı yarattığı, döviz kurlarının dengesini bozarak makroekonomik istikrarsızlıklara neden olduğu da bilinmektedir. Bu nedenle bazı çalışmalarda, yabancı sermaye girişlerinin ekonomik ilerlemeyi engelleyebileceği de öne sürülmektedir (Örnek 2008:201).

Dahası GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarının bir kısmı faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine rahatlıkla kayabilen spekülatif amaçlı sermaye biçiminde gerçekleşmiştir (Ekinci 2011: 3). Diğer yandan uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi neticesinde birçok ülkede - büyüme bir yana dursun- istikrarsızlıklar ve krizler yaşanması, ülkelerin bu tür sermaye hareketlerine yönelik düşüncelerini tekrar gözden geçirmelerine neden olmuştur. (Vergil ve Karaca 2010: 1207).

Kar ve diğerleri (2004) çalışmalarında sermaye hareketleriyle büyüme arasındaki ilişkiyi zayıflatacak iki temel neden ileri sürmüşlerdir. Bu nedenlerden birincisi, sermaye hareketlerindeki yüksek volatilitenin (oynaklık) sermaye girişlerindeki olumlu etkileri olumsuzla çevirebilmesidir. Volatilité ile hem yatırımlar hem de büyüme arasında negatif bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. İkinci neden olarak ise, yabancı sermaye girişlerini verimli alanlarda değerlendirecek kapasitenin yetersizliğini göstermişler ve Lucas'ın (1990) da belirttiği gibi, gelişmekte olan ülkelerin hepsinde sermayenin marjinal verimliliği yüksek olmadığını, alt yapı, beceriklilik ve politika eksikliğinin, ekonominin potansiyel verimliliğini düşürmekte ve böylece sermaye hareketlerinin etkinliğini sınırlayabildiğini belirtmişlerdir (Kar vd. 2004: 28).

Sonuç olarak özellikle 1990 sonrası uluslararası sermaye tecrübeleri incelendiğinde; uluslararası serbest sermaye akımlarının bir taraftan gelişmekte olan ülkelerin büyümesine olumlu katkı sağlayabilme potansiyelleri olduğu ancak diğer taraftan ise oldukça oynak olmaları sebebiyle döviz kuru dalgalanmalarına, cari hesap

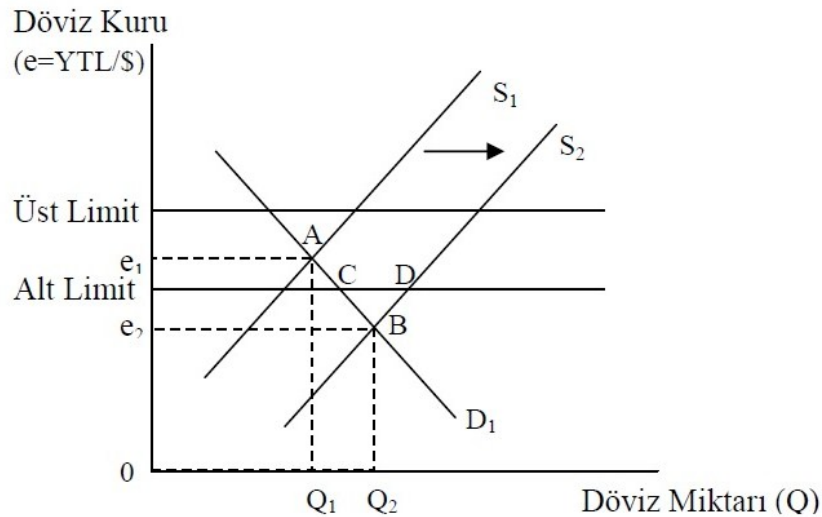
dengesizliklerine ve krizlere de neden olabilecekleri gözlemlenmiştir (Söylemez ve Yılmaz 2012: 52).

3.2. Döviz Kuru ve Sermaye Akımları İlişkisi

Sermaye akımlarının girdikleri ülkelerde yatırımları, büyümeyi ve bunlara paralel olarak toplumsal refahı artırmak gibi pozitif etkilerinin yanında bankaların varlıklarıyla yükümlülükleri arasındaki vade uyumunu bozarak finansal sistemi daha kırılgan hale getirmek, ekonominin aşırı ısınmasına neden olarak enflasyon ve reel efektif döviz kurunu artırmak gibi negatif etkileri de vardır. Artan döviz kurlarıyla ülkenin dış ticarete rekabetçiliğini kaybetmesi sermaye akımlarının en olumsuz sonuçlarından biridir (Combes, Kinda ve Plane 2011: 4).

Standart açık ekonomi modeline göre, tüketim ve yatırımdaki artışlar ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi ile ilişkilidir. Eğer sermaye hareketleri yatırım harcamalarından çok tüketim harcamalarını finanse ederse, ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi olasılığı artmaktadır. Diğer taraftan toplam talebin aşırı artması döviz kurunda değer artışıyla birlikte enflasyonist baskılar üretmekte ve cari hesap açığını artırmaktadır. Bununla birlikte döviz kuru ve enflasyon üzerinde ülkenin rezerv miktarı ve uyguladığı döviz kuru rejiminin büyük etkisi vardır (Balkan vd. 2002:4).

Esnek kur rejiminde reel döviz kuru artışı nominal döviz kurunun artmasıyla olur. Sabit kur rejiminde değer artışı ticarete konu olmayan malların değerinin artması sonucu oluşmaktadır. Ara rejimlerde ise reel kur artışı bu iki sürecin birlikte yaşanmasıyla sonucu ortaya çıkmaktadır. Reel döviz kurunda yaşanan bu değer artışları ülkenin rekabet gücünü zayıflatmaktadır ve finansal krizlere karşı kırılganlığını artırmaktadır. Kurda meydana gelebilecek önemli artışlar sermaye akımlarının aniden durmasına yol açarak cari hesapta ani bir düzeltmeye neden olabilmektedir. Yatırım üzerindeki negatif etkilerinin ötesinde kurda yaşanacak ciddi artışlar ülkenin makroekonomik yönetimi için büyük sorunlar teşkil etmektedir. (Jongwanich and Kohpaiboon 2013: 138, Combes, Kinda ve Plane 2011: 4).



Şekil 3.1. Döviz Kuru Hareketleri

Kaynak: Keskin 2008: 66

Keskin (2008) kur rejimlerinde sermaye akımlarıyla birlikte yaşanan döviz kuru hareketlerini şu şekilde açıklamıştır. Yatay ekseninde döviz miktarının, dikey ekseninde döviz kurunun, yer aldığı Şekil 3.1’de döviz piyasasında denge başlangıçta döviz arz eğrisi (S_1) ve döviz talep eğrisinin (D_1) kesiştiği A noktasında sağlamaktadır. Fakat sermaye akımlarında oluşan artış nedeniyle, döviz talebi aynı iken döviz arz eğrisi sağa doğru kayarak S_1 ’den S_2 konumuna gelmekte ve döviz piyasasında yeni denge, esnek kur sisteminde B noktasında sağlanmaktadır. B noktasında, döviz kuru e_1 ’den e_2 ’ye düşmüş, döviz miktarı ise Q_1 ’den Q_2 ’ye yükselmiştir. Şekilden de anlaşılabileceği gibi, sermaye girişleri esnek kur sisteminde döviz kurunun düşmesine dolayısıyla ulusal paranın değer kazanmasına neden olmaktadır.

Şekil 3.1 yardımıyla sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi, sabit kur sistemi açısından da değerlendirilebilir. Sermaye girişlerinin döviz arzını artırması sebebiyle, merkez bankasının döviz piyasasına herhangi bir müdahalesinin olmadığı varsayılırsa, döviz kuru e_1 ’den e_2 ’ye düşmektedir. Fakat e_2 döviz kuru düzeyi, sabit kur sisteminde, merkez bankasının belirlediği alt sınırın altında kalmaktadır. Bu durumda merkez bankası ilan ettiği kur alt sınırını korumak için döviz piyasasına müdahale ederek CD kadar döviz arz fazlasını, döviz kuru alt sınırı fiyatından döviz satın alarak piyasadan çekmektedir. Bu durumda döviz kuru e_2 düzeyinde değil, merkez bankasının ilan ettiği alt sınır düzeyinde oluşmaktadır. Sermaye girişlerinin esnek kur sisteminde

olduğu gibi, döviz kurunu düşürücü (dolayısıyla ulusal parayı değerlendirci) etkisi, sabit kur sisteminde merkez bankasının ilan edilen kuru korumak amacıyla yaptığı müdahaleler nedeniyle ortaya çıkmamaktadır.

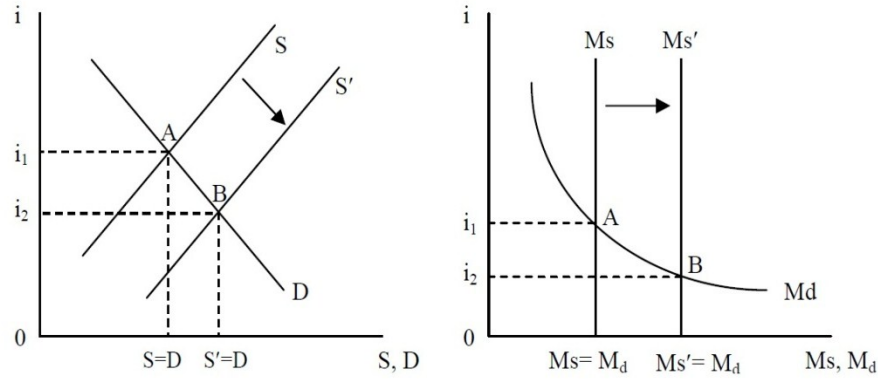
Ülkede yönetilen dalgalanma rejiminin uygulanıyor ise, iktisadi otoriteler, döviz arzının artması sonucu, piyasanın serbest işleyişi içinde oluşan e_2 kur düzeyini, örneğin dış ticaret ve cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkileyebileceği gerekçesiyle fazla düşük bulabilir ve söz konusu arz fazlasının belli bir oranını (tümü değil) döviz almak suretiyle piyasadan çekebilmektedir. Böylece, yapılan müdahalenin derecesine göre, döviz kuru e_2 yerine e_2 'den daha yüksek, e_1 'den daha düşük bir düzeyde (e_1 ile e_2 arasında) oluşarak, kurdaki düşüş (yerel paradaki değer artışı) yumuşatılmış olmaktadır. Müdahalenin derecesi ise kurlarda arzulanan istikrarın ölçüsüne, bu ise hükümetlerin politika tercihlerine bağlı olmaktadır (Keskin 2008: 66-67).

Sermaye hareketlerindeki serbestleşme ile birlikte ülkeye giren sermayenin, vadesi de reel döviz kurundaki volatilitiyi etkileyen bir diğer faktördür. Kısa sürede kâr sağlama durumları sona erdikten sonra ülkeyi ani bir şekilde terk etme olasılığı yüksek olan kısa vadeli sermaye hareketleri, daha istikrarlı olan doğrudan yabancı yatırımlarına göre reel döviz kurunda daha fazla oynaklığa neden olmaktadır (İnandım 2005: 32).

3.3. Faiz Oranları ve Sermaye Akımları İlişkisi

Finansal liberasyonu savunan çevreler neoklasik teori çerçevesinde, uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin kaynak kullanımını genişleteceğini, tasarrufları ve üretime yönelik yatırımları artıracığını ve bu sayede uzun vadede yatırımların ve ekonomik büyümenin yükseleceğini ileri sürüyorlardı. Başka bir ifadeyle yurtiçi tasarrufları istenilen büyüme hızına ulaşmak için yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları yükselerek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecektir. Bu süreç, uzun vadede faiz oranlarının ülkeler arasında eşitlenmesini sağlarken, rekabetin artmasıyla finansal piyasaların daha verimli çalışacağı, böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar sağlanacağı ve nihayet piyasaların doğru politikaları ödüllendirip yanlış politikaları cezalandırması sonucunda hükümetlerin daha disiplinli ve etkili ekonomik politikalara yöneleceği bu

politikaları savunan çevrelerin öne sürdüğü diğer görüşlerdi, (Obstfeld,1998; Eatwell, 1996; Bosworth ve Collins,1999; Mathieson ve Suares, 1994; Woodal,1995; Bayoumi ve MacDonald, 1995'den aktaran İnsel ve Sungur 2003: 4).



Şekil 3.2. Sermaye Akımları İle Faiz Oranı İlişkisi

Kaynak: Paya 2001: 143-147'den aktaran Keskin 2008: 69

Sermaye akımları ile faiz oranı arasındaki kuramsal ilişkiyi, ödünç verilebilir fonlar kuramı ve Keynes'in likidite tercihi kuramı yardımıyla açıklamak mümkündür. Ödünç verilebilir fonlar kuramı, faiz hareketlerini para ve sermaye piyasalarında işlem gören fonlardan yani fon arz ve talebindeki gelişmelerden yola çıkarak açıklamaya çalışmaktadır. Bu kurama göre, bir ülkeye yönelik sermaye akımları artış gösterdikçe fon arzı (tasarruf arzı) artacak ve sabit fon talebi (sermaye talebi) altında, fon arzının artması faiz oranını düşürecektir (Şekil 3.2'de, S fon arzını, D ise fon talebini göstermektedir). Likidite tercihi kuramı ise, faizlerdeki gelişmeleri, ekonomideki para arzı ve para talebi ile ilişkilendirmektedir. Bu kurama göre ise, ülkeye yönelik sermaye akımlarının artması para arzını artıracak ve para talebinin sabit olması durumunda, para arzında meydana gelen artış faiz oranını düşürecektir (Şekil 3.2'de, M_s para arzını, M_d ise para talebini göstermektedir) (Paya 2001: 143-147'den aktaran Keskin 2008: 69).

Ancak, sermaye girişlerinin GOÜ'lerdeki faiz oranlarını düşürmek bir yana yükseltebileceğini öne süren görüşler de mevcuttur. Bu görüşlere göre, GOÜ'lerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır ve bu sebeple daha karmaşık bir konudur. GOÜ'lere yönelik sermaye akımları, bütünüyle tasarruf açığını finanse etmeye yönelmemekte, daha çok tüketimi artırmaya yönelik gelişmektedir. Böyle bir durumda yurt içi tasarruf

arzı artmamakla birlikte, faiz oranlarında herhangi bir düşüş de meydana gelmemektedir. GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarıyla birlikte faiz oranlarının düşmeyebileceğini işaret eden başka bir husus da GOÜ'lerde iktisat otoritelerinin, yabancı fonları yurtiçine çekmek için yüksek faiz haddi politikası uygulamasıdır (Özgen 1998: 19, Şengönül vd. 2007: 34).

GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarına rağmen faiz oranlarının düşmemesinin başka bir nedeni de, sermaye girişlerinin para arzı üzerindeki genişletici etkisinin otoriteler tarafından açık piyasa işlemleriyle (APİ) sterilize edilmesidir. Sterilizasyon politikası uygulanması durumunda, izlenen sterilizasyon politikasının derecesi sermaye girişlerinin para arzı ve dolayısıyla faiz oranı üzerindeki etkisini doğrudan etkilemektedir. Sermaye girişi sonucunda para arzındaki artışın tamamen sterilize edilmesi durumunda, para arzı artmayacağı için faiz oranı da düşmeyecek; para arzındaki artışın tümünün sterilize edilmemesi durumunda ise, sermaye girişleri sonucu para arzında meydana gelen artış sınırlı kalacağından, faiz oranları sterilizasyonun olmadığı duruma göre daha az düşecektir (Keskin 2008: 69).

Ulusal ve yabancı aktiflerin ikame esnekliklerinin düşük olduğu durumlarda sterilizasyon politikaları yüksek faiz oranları gerektirebilmektedir. Örneğin, sterilizasyon çerçevesinde piyasalara ulusal para cinsinden tahvil satıldığında, bu tahviller yabancı tahvillere göre daha riskliyse, tahvil yatırımcılarını bu tahvillere yönlendirmek için faiz oranlarının yükseltilmesi gerekmekte ve böylece sterilizasyon işlemleri yüksek reel faiz oranları ile sonuçlanabilmektedir (Mohanty and Turner 2005:61, Aklan 2007:227).

Sonuç olarak, teoride sermaye akımlarının tasarruf arzını artıracığı ve bunun da faiz oranlarını düşüreceği öngörülse de ülkeye giren sermayenin yatırım alanlarına yönelmesi nedeniyle devletlerin yabancı tasarrufları ülkeye çekmek için yüksek faiz oranlarını bir politika aracı olarak kullanması, yabancı tasarrufların ulusal tasarruf düzeyine olumlu katkıda bulunmaması -tüketimi artırması- sebebiyle ulusal tasarruf arzının artmaması, yerleşiklerin döviz tevdiat hesabı tutmaları ve bu şekilde meydana gelen yüksek para ikamesi gibi nedenlerle sermaye akımlarının faiz oranlarında bir artışa sebep olması ihtimali yüksektir (Şengönül vd. 2007: 34).

3.4. Ödemeler Dengesi ve Sermaye Akımları İlişkisi

Ulusal ekonomilerin dünya ekonomisindeki gelişmelere karşı daha duyarlı hale gelmeleri en çok finans ve döviz piyasalarındaki duyarlılıkta ortaya çıkmaktadır. Örneğin uluslararası faiz farklılaşmalarının meydana getirdiği etkileşim, finans piyasaları aracılığıyla kolaylıkla yerel ekonomilere taşınabilmekte ve bu düzeyde makroekonomik değişkenleri etkilediği gibi döviz piyasası ve döviz kuru üzerinde de etkin olabilmektedir. Bu etkileşim dinamiğini bir açık ekonomi modeli yardımıyla incelersek; örneğin dünya faiz oranlarında bir düşme olması borç alan ülkede gelir ve ikame etkileri yaratmak suretiyle bir tüketim genişlemesine ve buna bağlı olarak dış dengenin bozulmasına, cari işlemler açığının büyümesine yol açmaktadır (Calvo vd. 1996). Faiz düşüşünün yatırım harcamalarını artırması sonucunda da ulusal ekonomide tasarruf açığı büyümekte ve böylece yine dış ödemelerde cari işlem açığı büyümektedir. Dünya ekonomisinde yaşanacak olası bir faiz düşüşü, artan tüketim talebi ve görece düşük faizin nakit tutmayı ucuzlatması nedeniyle de para talebinin reel balans büyüklüğünün şişmesine sebep olmakta, sonuç olarak da cari işlem açığının büyümesine ve ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olmaktadır (Berksoy ve Saltoğlu 1998: 36-37).

Sermaye akımlarının, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi döviz kuru aracılığıyla oluşmaktadır. Sermaye girişleriyle birlikte döviz bulunabilirliği bir kısıt olmaktan çıkmakta ve yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Yerli paranın değerinin artmasının en büyük etkisi ise ithalatın artması ve buna bağlı olarak net ihracatın azalmasıdır. Yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına bağlı olarak bir taraftan ihraç mallarının fiyatı uluslararası fiyatlara göre yükselmekte diğer yandan ithal malların fiyatları ucuzlamaktadır. İthal malların fiyatlarında yaşanan bu ucuzlamaya bağlı olarak yurt içi talebin bir bölümü ithal mallara kaymakta ve bu yüzden dış ticaret açıkları yükselmektedir.(Yentürk 1997:143, Şengönül vd. 2007: 35)

Bu noktada önem kazanan olgu, ithal mallarının bileşimidir. Bu bağlamda, kalkınmaya yönelik yatırım malları ithalatının artması, bir sonraki dönemde ekonomide arzın artması söz konusu olacağından ortaya çıkacak etki olumlu olabilir. Ancak,

özellikle GOÜ'lerde sermaye girişleri sonucu artan ithalatın, yatırım malları yerine lüks tüketim mallarına yönelmesi ekonomiyi olumsuz şekilde etkileyebilmektedir. Sermaye girişlerinin dış ticaret dengesi üzerinde olumlu etki yaratabilmesi için, söz konusu akımların büyük ölçüde ihracata yönelik yatırımları finanse etmesi gerekmektedir. Ancak, sermaye girişlerine neden olan yüksek faiz oranları ve ulusal paranın değerlenmesinin yarattığı belirsizlik, özel sektörün bu tür yatırımlar konusunda, isteksiz ve çekingen davranmasına neden olabilir. Buna ek olarak, yerli paranın değeri yüksek iken artan ithalatın ülke piyasalarına soktuğu ve ulusal parayla ucuza gelen yabancı malların GOÜ'lerin ulusal sanayileri üzerindeki yıkıcı etkisini de hesaba katmak gerekmektedir (Özgen 1998: 17, Somel 1993: 90-91'den aktaran Keskin 1998: 76-77, Uzunoglu vd. 1995: 66'dan aktaran Şengönül vd. 2007: 35).

Özellikle spekülative sermaye girişleri ülkedeki tüm sektörlerde dengesizlik yaratıcı ya da var olan dengesizlikleri körükleyici bir rol oynamaktadır. Dış ticaret açığının gittikçe büyümesi, kamuoyunda artan bir devalüasyon beklentisi oluşturarak, reel yatırım kararlarının olumsuz etkilenmesi, ve böylece ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması, bankaların yabancı para taleplerinin artmasına bağlı olarak bankacılık sektörü sorunlarına neden olabilmektedir. Bu muhtemel sonuçlarla spekülative sermaye girişleri, tüm ekonomi bir dengesizliğe neden olabilecek istikrarsızlıkların temel nedeni haline gelebilmektedir (Yentürk ve Çimenoglu 2003: 81, Şengönül vd. 2007:36)

3.5. Enflasyon ve Sermaye Akımları İlişkisi

Sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkileri, büyük ölçüde genel ekonomik denge, parasal genişlemeler ve maliye politikası uygulamaları yoluyla ortaya çıkmaktadır. Sermaye girişlerinin olduğu GOÜ'lerde, enflasyonun kontrol altına alınması, iki yolla mümkündür. Bunlardan birincisi sermaye girişinin para arzındaki genişlemeye ve bu sayede döviz kurlarına etkisinin sınırlandırılması. İkinci yol ise, döviz kuru rejimi veya ulusal paranın değeri ile ilgilidir. Sermaye girişinin parasal genişlemeye etkisinin sınırlandırılması en etkin olarak sterilizasyon politikaları uygulanmasıyla yapılmaktadır. Burada kamu kesimi (hazine), Merkez Bankası'na döviz girişi karşılığında, piyasaya çıkan ulusal paranın piyasadan çekilmesi için, tahvil ihraç etmektedir. Yani kamu kesimi Merkez Bankası'na açık piyasa işlemleri yoluyla satması,

ve piyasadaki parayı çekip parasal genişlemeyi önlemesi için menkul kıymet vermektedir. (Kar vd. 2004: 35, Özgen 1998: 20).

Sterilizasyon politikalarıyla sermaye girişlerindeki artışın, para arzında önemli büyümeler yaratmadığı ve para devir hızı değişiminin genellikle sabit kaldığı görülmektedir. Sıkı para politikalarının terk edilmesi durumunda ise sermaye girişleri parasal genişlemeye sebep olmakta, likiditede yaşanan bu genişlemenin finansal aktif talebine yansmasıyla da bu varlıkların fiyatları yükselerek enflasyonist baskılar ortaya çıkmaktadır (Uzunoğlu vd. 1995: 70 den aktaran Şengönül vd. 2007: 35). Buna ek olarak sermaye girişleri karşısında sterilizasyon politikaları izlenmediği takdirde genişleyen para arzı nedeniyle iç talepte bir artış olabilmektedir. Talebin tüketime yansıyan kısmı kısa vadede üretim artışına benzer bir etki yaratarak yurt içinde toplam arzda artış oluşturabilecek fakat arzdaki artış talebi karşılayamayacağından dolayı bu durum enflasyonist bir ortamın oluşmasına katkıda bulunabilmektedir (Kont, 1998: 723'den aktaran Kar vd. 2004: 35).

Sermaye girişleri karşısında sterilizasyon politikaları uygulamanın da sakıncalı yönleri vardır. Sterilizasyona politikaları sürdürmenin doğuracağı sorunlardan biri, merkez bankasının sterilizasyon için piyasaya sürdüğü kâğıtların faiz oranının, biriktirdiği uluslararası rezervleri plase ederek elde ettiği faiz oranından daha yüksek olması ve bunun sonucu faiz borcunu artırmasıdır. Sermaye girişlerinin çok olması durumunda, sterilizasyon yapılabilmesi için daha yüksek faiz oranlarının oluşması gerekmektedir. Çünkü ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin kısa vadeli ve spekülatif nitelikte olması ve cari açıkları artırması durumunda devalüasyon beklentilerini hızlandırması sterilizasyon için daha yüksek faiz oranlarını gerekli kılabilir. Ayrıca yabancı sermaye girişlerinin yüksek miktarlı olması halinde merkez bankasının elindeki kâğıtlar sterilizasyon için yetersiz kalabilmekte ve piyasadaki likiditenin emilebilmesi için hazinenin kâğıtlarını da ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu durum da genellikle kamu harcamaları ve faiz oranlarını artırarak likiditenin sterilize edilememesine neden olabilmektedir. Yani kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve kamu harcamaları yoluyla tekrar ekonomiye aktarılması, enflasyonist etkiler ortaya çıkarabilmektedir (Yentürk, 1997: 139, Kar vd. 2004: 35).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı

Sermaye akımlarının ülke ekonomilerine etkisi finans literatüründe üzerinde çeşitli tartışmalar olan bir konudur. Bazı teorik ve ampirik çalışmalar yabancı sermayenin girdiği ülkelerin makroekonomik göstergelerine pozitif etkileri olduğunu savunurken, bazı çalışmalar ise bunun tam tersini savunarak yabancı sermayenin giriş yaptığı ülkelerde ekonomik istikrarsızlığa katkı sağlayarak bu ülkelerin ekonomik kırılganlığını artırdığını öne sürmektedirler.

Bu çalışmanın amacı, finansal sermaye akımları olarak niteleyebileceğimiz portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para hareketleri şeklinde ülkeye giriş yapan yabancı sermayenin, seçilmiş makroekonomik göstergeler olan büyüme, döviz kuru, faiz oranları, cari açık ve enflasyon üzerinde herhangi bir etkileri olup olmadığını, bir etki söz konusuysa bu etkilerin yönünü ortaya koyarak finans literatürünün bu ihtilaflı konusuna Türkiye Ekonomisi özelinde ışık tutabilmektir.

4.2. Araştırmanın Metodolojisi

Zaman serileri, özelliği ve yapısı ile bizzat kendisi geleceğin tahmininde kullanılan bir bilgi kaynağı olduğu gibi, aynı zamanda bir yöntemdir. Zaman serilerinin, geleceğin tahmininde bir kaynak ve araç olarak kullanılmalarında dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, bunun bir sebep sonuç bağlantısı olmasından çok, serinin ileriye doğru güvenilir bir uzantısının bulunmasıdır (Tarı 2010: 374).

Ülkeye giriş yapan finansal sermaye akımlarının makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerinin incelenmesi için öncelikle serilerin durağanlıklarına ilişkin varsayımların sınanması gerekmektedir. Eğer zaman serilerinde durağanlık söz konusu değilse, iki zaman serisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, ekonometrik modellerin

kullanılması sonucu elde edilen regresyon denklemleri güçlü R^2 değerine sahip olabilir. Bu durum sahte regresyon sorununa bir örnektir. Böyle bir sorunun ortaya çıkış nedeni, her iki zaman serisinin de yukarı ya da aşağı doğru kalıcı hareketler (trend) taşımasıdır. Böylece regresyon denkleminde ortaya çıkan R^2 değeri, gerçek bir ilişkiden çok bu kalıcı eğilimden kaynaklanır (Gujarati 2010:709).

Birim kök testleri yardımıyla durağanlıkları sınanan serilerden durağan olmayanların fark alma işlemiyle durağanlaştırılmalarının ardından, finansal sermaye akımları ve makroekonomik göstergelere ilişkin seriler arasındaki kısa dönemli dinamik ilişkiler VAR (Vektör Otoregresif Model) yardımıyla incelenmiştir. VAR modeli sonuçlarının anlamlı bir şekilde yorumlanabilmesi için modelin otokorelasyon ve değişen varyans gibi problemleri ihtiva etmemesi gerekmektedir. Kurulan VAR modelinin otokorelasyon içerip içermediği Breusch-Godfrey, değişen varyansa sahip olup olmadığı da ARCH testi yardımıyla incelenmiştir.

4.2.1. Zaman Serilerinde Durağanlık

Durağanlık kavramı, zaman serisi verilerinin sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı ve dalgalanmanın varyansının özellikle zaman boyunca sabit kaldığı anlamına gelmektedir (Dikmen 2009: 284). Herhangi bir zaman serisi modeli geliştirildiğinde, elde edilen stokastik sürecin zamana bağlı olarak değişip değişmediği önemli bir husustur. Eğer stokastik sürecin niteliği zaman boyunca değişiyorsa; seri durağan değilse, serinin geçmiş ve gelecek yapısını basit bir cebirsel modelle ifade etmek mümkün değildir. Şayet stokastik sürecin niteliği zaman boyunca sabit ise, serinin geçmiş değerleri kullanılarak seriye ait sabit katsayılı bir model elde edilebilir. Başka bir ifadeyle durağan bir zaman serisinde peş peşe gelen iki değer arasındaki fark zamanın kendisinden kaynaklanmamakta, sadece zaman aralığından kaynaklanmaktadır (Kutlar, 2005: 252)

Bir stokastik sürece denk gelen zaman serileri eğer;

$$\text{Ortalama} = E(Y_t) = \mu$$

bütün “t”ler için sabitse,

$$\text{Varyans} = E(y_t - \mu) = \sigma^2$$

bütün “t”ler için sabitse,

Kovaryans= $\gamma = E[(y_t - \mu)(y_{t-k} - \mu)]$ bütün “t”ler için sabit ve $k \neq 0$ ise

Bu tür zaman serilerine “zayıf” veya “ikinci merteye” durağan denir. Bir zaman serisi için “güçlü durağanlıktan” bahsedilebilmesi için ise serinin dağılımının zaman içerisinde değişmeme özelliğine sahip olması gerekmektedir (Sevüktekin ve Nargeleçekenler 2007: 59’dan aktaran Çelik 2012: 70).

Serilerin durağanlığının test edilmesinde oldukça sık kullanılan yöntemlerden biri birim kök testleridir. Araştırmalarda kullanılan zaman serilerinin birim kök içermesi, bu serilerin durağan olmadıkları anlamına gelmektedir. Uygulanan birim kök testleri neticesi, serilerin durağan olmaması gibi bir sonuçla karşılaşırsa, bu durumda serilerin farklarının alınması yoluyla seriler durağanlaştırılabilir (Çelik 2012: 70) .

Serilerin durağan bulunmaması durumunda serilerin farkları alınmadan seriler arasında eşbütünleşmenin olup olmadığının test edilmesi gerekir. Seriler durağan olmamakla birlikte eğer bunların doğrusal bir bileşeni durağan ise modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme mevcut olup serilerin farkları alınmadan modelde doğrudan orijinal veriler kullanılabilir. Aksi halde, seriler arasında eşbütünleşme yok ise her bir seri fark alma işlemiyle durağanlaştırılıp modelde kullanılmalıdır (Enders, 1995’den aktaran Hatırlı vd. 2008: 141).

4.2.1.1. Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Birim köklü seriler **AR** bileşeni içeren serilerdir. Herhangi bir zaman serisinin durağanlığını sınamak için en sık kullanılan birim kök testlerinden biri de Dickey-Fuller birim kök testidir. Bu test parametrelerin en küçük kareler tahmin edicisinin, modelin birim köklü olduğu varsayımı altındaki dağılımına bağlı olarak geliştirilmiştir. Dickey-Fuller birim kök testi yöntemidir. Eviews gibi birçok paket program Dickey-Fuller test istatistiklerinin değerleri ile dağılımın kritik değerlerini doğrudan verebilir (Akdi 2010: 278).

Bir serinin durağan olup olmadığı birim kök testiyle şu şekilde araştırılmaktadır: bu testte hipotez $Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t$ denklmine göre $H_0: \rho = 1$ ve $\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + u_t$ denkleminde göre ise $H_0: \delta = 0$ olup, serinin durağan olmama durumunu gösterir. $\rho=1$

sıfır hipotezi ile geleneksel yolla hesaplanan t istatistiği kullanılamayacağından bunun yerine τ (tau) istatistiği kullanılır. Çünkü H_0 Hipotezi altında; t istatistiğinin tutarlı olabilmesi için serilerin durağan olması gerekir. Bu durumda t testi kullanılamaz. t testinin kullanılamamasındaki temel sebep serinin 0 etrafında dağılmıyor olmasıdır. Bu durumda Dickey- Fuller (1979) makalesinde kullanılan τ istatistiklerinin kullanılması gereklidir. Bunun kritik değerleri Dickey-Fuller tarafından Monte Carlo benzetimleriyle tablolastırılmıştır. Literatürde tau testi bunların adından dolayı Dickey-Fuller (DF) testi olarak bilinir. Eğer $P=1$ sıfır hipotezi reddedilip zaman serisi durağan bulunursa, bilinen t testi kullanılabilir. Eğer T istatistiğinin mutlak değeri çeşitli anlamlılık düzeylerine göre bulunan MacKinnon kritik değerlerinin mutlak değerinden küçükse bu serinin durağan olmadığı, büyükse serinin durağan olduğu anlamına gelmektedir (Tarı, 2010: 389).

Tablo 4.1 Dickey-Fuller τ -istatistik İçin Kritik Tablo Değerleri

Örneklem Hacmi	Daha Küçük Bir Değerin Olasılığı							
	0,01	0,025	0,05	0,1	0,9	0,95	0,975	0,99
	Kesmesiz ve Trendsiz Model için τ istatistiği							
25	-2,66	-2,26	-1,95	-1,6	0,92	1,33	1,7	2,16
50	-2,62	-2,25	-1,95	-1,61	0,91	1,31	1,66	2,08
100	-2,6	-2,24	-1,95	-1,61	0,9	1,29	1,64	2,03
250	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,29	1,63	2,01
500	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2
∞	-2,58	-2,23	-1,95	-1,62	0,89	1,28	1,62	2
	Kesmeli ve Trendsiz Model için τ_{μ} -istatistiği							
25	-3,75	-3,33	-3	-2,62	-0,37	0	0,34	0,72
50	-3,58	-3,22	-2,93	-2,6	-0,4	-0,03	0,29	0,66
100	-3,51	-3,17	-2,89	-2,58	-0,42	-0,05	0,26	0,63
250	-3,46	-3,14	-2,88	-2,57	-0,42	-0,06	0,24	0,62
500	-3,44	-3,13	-2,87	-2,57	-0,43	-0,07	-0,24	0,61
∞	-3,43	-3,12	-2,86	-2,57	-0,44	-0,07	0,23	0,6
	Kesmeli ve Trendli Model için τ_{τ} istatistiği							
25	-4,38	-3,95	-3,6	-3,24	-1,14	-0,8	-0,5	-0,15
50	-4,15	-3,8	-3,5	-3,18	-1,19	-0,87	-0,58	-0,24
100	-4,04	-3,73	-3,45	-3,15	-1,22	-0,9	-0,62	-0,28
250	-3,99	-3,69	-3,43	-3,13	-1,23	-0,92	-0,64	-0,31
500	-3,98	-3,68	-3,42	-3,13	-1,24	-0,93	-0,65	-0,32
∞	-3,96	-3,66	-3,41	-3,12	-1,25	-0,94	-0,66	-0,33

Kaynak: Sevüktekin ve Nargeleçeken, 2007:314'den aktaran Çelik 2012: 71

Sevüktekin ve Nargeleçeken (2007)'e göre yukarıdaki hipotezlerde τ verisi, verilen anlamlılık düzeyinde Dickey-Fuller τ tablosunda elde edilen kritik değerdir. Diğer durumlarda zaman serisinin durağan olmadığından bahsedilir.

Serinin durağanlığı test edilirken Tablo 4.1’de yer alan ve en genel olarak kabul edilen τ_t istatistiği kullanılır. τ_t testi için kurulacak hipotez, zaman serisinde kesme ve deterministik trend olduğu varsayılarak birim kökün varlığı şeklindedir.

Dickey-Fuller birim kök testinin sonuçları aşağıdaki regresyon denklemleri dikkate alınarak ortaya konulabilir.

$$\Delta Y = \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau \text{ istatistiği}$$

$$\Delta Y = \mu + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau_\mu \text{ istatistiği}$$

$$\Delta Y = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \tau_\tau \text{ istatistiği}$$

Yukarıdaki denklemlerde temel hipotez $\delta=0$ birim kökün varlığını ifade ederken, alternatif hipotezse $\delta<0$ birim kökün olmadığı, serinin durağan olduğu anlamına gelmektedir. (Sevüktekin ve Nargeleçeken, 2007: 317-318’den aktaran Çelik 2012: 72).

4.2.1.2. Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Dickey-Fuller testinde tüm adımlarda hata payları açısından bir otokorelasyonun olmadığı varsayılmaktadır. Dickey ve Fuller (1981) hata terimlerinde otokorelasyon söz konusu olduğunda bu sorunu aşmak için bağımlı değişkenin geçmişe dönük gecikmeli değerlerinin denklemde eşitliğin sağ tarafına ilave edilerek teste tabi tutulabileceğini öne sürmüşlerdir. Söz konusu test Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey Fuller) testi olarak literatürde yerini almıştır (Bozkurt, 2013: 41,42).

$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t + \delta Y_{t-1} + a_i \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + u_t$ şeklinde tanımlanan modele DF testi uygulanırsa buna Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi denir. Her iki test istatistiğinin de kritik değerleri aynıdır. Modelde gecikmeli fark terimleri kullanılmaktadır. Modelde kullanılan gecikmeli fark terimlerinin sayısı, genellikle ampirik olarak belirlenmektedir. Burada amaç söz konusu denklemdeki hata teriminin otokorelasyonsuz olmasını sağlayacak kadar terimi modele katmaktır. Burada da sıfır hipotezi $P = 1$ ya da $\delta = 0$ dır. Yani Y de biri kök vardır dolayısıyla Y durağan değildir şeklindedir (Tarı, 2010: 389; Dikmen, 2009: 291).

4.2.2. Zaman Serilerinde VAR (Vektör Otoregresif Model)

VAR modeli C.A Sims tarafından 1980 yılında geliştirilmiştir. Genel olarak eşanlı bir modeldeki herhangi bir denklemin uygun bir şekilde tahmin edilebilmesi için belirlenmiş olması gerekmektedir. Belirlenme için sıra ve rank koşullarının sağlanması gerekir. Sims, eşanlı modellerin tahmini için gerekli olan bu belirlenme durumuna bazı noktalarda eleştiriler getirmiştir. Sims'e göre eşanlı bir sistemde değişkenlerin içsel-dışsal olarak ayrımı ve parametreler üzerine konulan kısıtlamalarda keyfi davranılmaktadır. Eğer eşanlı bir modelde iki içsel değişken varsa, bunların her biri hem kendi, hem de diğer içsel değişkenin belli bir döneme kadar olan gecikmeli değeri ile ilişkilendirilir. Sims geliştirdiği VAR modelinde bütün değişkenler içsel olarak kabul edilmektedir (Dikmen 2009: 322).

Y ve X gibi iki değişken için basit bir VAR modeli,

$$Y_t = a_{10} + \sum_{i=1}^p a_{11i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p a_{12i} X_{t-i} + u_{1t}$$

$$X_t = a_{20} + \sum_{i=1}^p a_{21i} Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p a_{22i} X_{t-i} + u_{2t}$$

şeklinde ifade edilebilir. Burada a_{i0} sabit terimi, a_{ijk} i'inci denklemdeki j'inci değişkenin k gecikmesine ait parametreyi, p gecikme sayısını, u_{it} ise ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleri ile olan kovaryansı sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip, rassal hata terimlerini (artıkları) temsil etmektedir. Görüldüğü gibi VAR modelinde denklemlerin sağ tarafında sadece gecikmeli değişkenler yer aldığından EKK yöntemi ile tahmin yapılabilir ve bu tahmin sonuçları tutarlı ve öngörü için güvenilir olacaktır (Tarı, 2010: 452; Çelik, 2012: 77; Dikmen 2009: 323).

Değişkenlerin ortalaması sıfırdan farklı olduğu durumlarda sabit terim modele dahil edilir. Model kısaca,

$$y_t = c + \sum_{i=1}^p A_i y_{t-i} + u_t$$

olarak ifade edilir. Bu model, sadece iki değişken içermesinden dolayı iki boyutlu bir VAR modelidir. k sayıda değişkenin yer aldığı çok değişkenli bir VAR modeli ise,

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + u_t$$

şeklinde ifade edilir. Modelde, $y_t(K * 1)$ değişken vektörü, $c(K*1)$ sabit terimler vektörü, $A_i(K*K)$ parametre matrisi ve $u_t(K * 1)$ hata terimleri vektörüdür. VAR modeli gecikme sayısı p dikkate alınarak p 'inci dereceden VAR modeli olarak adlandırılır ve VAR(p) olarak gösterilir. VAR modelinde değişkenler arasında içsel dışsal ayrımı yapılmaksızın bütün değişkenler içsel olarak kabul edilir (Tarı 2010: 452-453)

VAR modelleri kriz ekonomilerinde yaygın olarak kullanılan modellerdir. Politik etkiler ve değişkenlerde meydana gelen şokların diğer değişkenlere etkisi VAR modelleri yardımıyla ölçülebilir. VAR modelleri eşanlı modellerin alternatifidir. Eşanlı modellerin EKK ile tahmin edilmesinde güçlükler olmasına rağmen, VAR modelleri EKK ile kolayca tahmin edilebilirler (Dikmen 2009: 323).

4.3. Araştırmanın Kısıtları ve Veri Seti

Çalışmada 1992:Ç1-2013:Ç3 dönemi çeyrek yıllık verilerinden oluşan veri seti kullanılmıştır. Söz konusu döneme ilişkin veriler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstatistiki Verileri (TCMB EVDS) ve Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)'ndan elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan makroekonomik göstergeler sermaye akımlarıyla ilgili daha önce yapılan çalışmalardan esinlenilerek belirlenmiştir. Çalışmada kullanılan makroekonomik göstergeler ve açıklamaları şu şekildedir:

Tablo 4.2. Çalışmada Kullanılan Makroekonomik Göstergeler

BÜYÜME	Sabit fiyatlarla hesaplanmış GSYİH göstergesinin geçen yıl aynı çeyreğe göre değişimi.
CARİ	Bir dönemde gerçekleşmiş cari açık miktarı.
DİBS	Devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları
ENFLASYON	Tüketici fiyat endeksinde bir önceki döneme göre meydana gelen değişimler.
KVSA	Ülkeye gelen kısa vadeli sermaye akımları
PORTBORC	Kamu ve özel sektör borç senetlerine gelen yabancı portföy yatırımları
PORT HİSSE	Borsa İstanbul'a gelen yabancı portföy yatırımları
PORT TOP	Ülkeye giren toplam yabancı portföy yatırımları
RKE	Reel döviz kuru endeksi
SP	Ülkeye gelen sıcak para hareketleri

Cari açık, portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları, sıcak para hareketleri* göstergeleri veri tabanlarında sunuldukları halleriyle Milyon \$ cinsinden ifade edilmişlerdir. Bu göstergeler ve reel kur endeksi logaritmaları** alınarak modellere dâhil edilmişlerdir. Enflasyon, büyüme ve DİBS faiz oranları için veri tabanlarından elde edilen orijinal seriler kullanılmıştır. Ekonometrik analizler, Eviews 7 paket programıyla gerçekleştirilmiştir.

4.4. Araştırmanın Literatürü

Araştırmayla ilgili literatür, diğer ülkelerde yapılan çalışmalar ve Türkiye’de yapılan çalışmalar bağlamında ele alınmıştır.

4.4.1. Diğer Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Papanek (1973), 34 ülkenin 1950, 51 ülkenin 1960 yıllarına ilişkin verilerini regresyon analizine tabi tuttuğu çalışmasında tasarruflar ve yabancı sermaye akımlarının büyüme oranlarının 1/3’ünden fazlasını açıkladığını, düşük tasarruf oranları ve ciddi ödemeler dengesi sorunları olan ülkelere giden yabancı yardımların büyüme üzerinde tasarruflar ve diğer yabancı sermaye akımlarına göre daha anlamlı bir etkisinin olduğunu, yabancı yardımlar ve diğer yabancı sermaye akımlarının arasındaki korelasyonun yüksek olmadığını ortaya koymuştur. Bunlara ek olarak tasarruflar, yabancı yardımlar ve özel sermaye akımlarının katsayılarının Sahra Altı Afrika ve Latin Amerika’ya oranla Asya ve Akdeniz ülkelerinde daha yüksek ve anlamlı olduğu çalışmanın başka bir bulgusudur.

Quinn (1997) uluslararası finansal düzenlemelerin siyasi ve ekonomik göstergeler üzerinde ne gibi etkileri olduğunu araştırdığı çalışmada 64 ülkenin 1958-1989 yıllarına ait verilerine çok değişkenli regresyon analizi uygulamıştır. Çalışmanın

* Kısa Vadeli Sermaye Akımları ve Sıcak Para Hareketleri İnandım’ın 2005 yılındaki çalışması temel alınarak hesaplanmıştır.

** Cari açık, KVSA, Portföy yatırımları, Sıcak para hareketleri gibi yapıları itibariyle negatif değerlere de sahip olan serilerin logaritmasını alabilmek için, bu serilerdeki en küçük değer serinin tamamına eklenerek seri pozitif hale getirilmiş ve logaritması bu şekilde alınmıştır. Bu işlem, tahmin parametrelerini etkilemeyip sadece sabit terimi değiştirmektedir Keskin (2008).

bulguları sermaye hesabı liberalizasyonunun ekonomik büyümeyle pozitif ve güçlü, artan hükümet harcamalarıyla da pozitif bir ilişki içinde olduğu şeklindedir. Ayrıca, sermaye hesabı liberalizasyonu ve artan gelir eşitsizliği arasında sağlam, olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu da çalışmanın bir başka bulgusudur.

Beakert ve Harvey (1998) Amerika Birleşik Devletleri'nden gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarıyla önemli finansal ve makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında 1977-1996 döneminde 17 gelişmekte olan ülkeye yönelmiş ABD sermaye akımlarına ilişkin verileri kullanmışlardır. Sermaye akımlarının aşağı ya da yukarı kırıldığı noktaları tespit eden araştırmacılar, ekonomik ve finansal göstergelerin hareketlerini bu kırılma noktalarından önce ve sonra olmak üzere iki dönemde incelemişlerdir. Sonuç olarak beklenen getirinin sermaye akımlarında yaşanan anlamlı kırılmalardan sonra azaldığını buna ek olarak riskin ve sermaye getirilerinin korelasyonunun da düştüğünü belirtmişlerdir. Ayrıca sermaye akımlarındaki artışla, kişi başına GSYİH, ticaret sektörü, uzun vadeli ülke borcu, düşük enflasyon ve düşük döviz kuru volatilitésinin ilişki içinde olduğunu göstermişlerdir.

Gruben ve McLeod (1998), 7'si Latin Amerika 11'i çoğunlukla Asya ülkesi toplam 18 gelişmekte olan ülkenin 1971-1994 ve 1988-1994 dönemlerini inceledikleri çalışmalarında panel veri analizi ve Granger nedensellik testleri uygulamışlardır. Çalışmada yabancı sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye ve tasarruflara etkisi araştırılmıştır. DYY, portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının büyüme üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olduğu ortaya konulmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının tasarruflar üzerinde de pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğu da çalışmanın başka bir bulgusudur.

Baillu (2000), özel sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmada; gelişmekte olan 40 ülkenin 1975-1995 dönemine ilişkin verilerini, panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuç olarak, sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi teşvik ettiğini ancak bunun yalnızca bankacılık sektörü belli bir gelişmişlik seviyesinde olan ülkelerde gerçekleştiğini ortaya koymuştur. Çalışma yerel finans sektörünün uluslararası sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelere ekonomik büyümeyi desteklemede çok önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

Chanda (2005) sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığı ve bu etkilerin ülkenin etnik ve dilsel heterojenliğinden (ethnic and linguistic heterogeneity) nasıl etkilendiği sorularına yanıt vermeye çalışmıştır. Çalışmanın sonuçları bir ülkede etnik ve dilsel heterojenlik derecesinin, sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini açıklamada önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Ülkenin heterojenlik derecesine göre sermaye kontrollerinin pozitif ya da negatif etkileri olabilir. Yüksek homojenlik seviyesine sahip ülkelerde sermaye kontrolleri verimsizliğe ve düşük ekonomik büyümeye neden olurken bu tarz heterojen bir yapıya sahip olmayan ülkelerde ise sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeyi artırdığı belirtilmiştir. 1975-1995 döneminde analiz edilen OECD üyesi olmayan ve sermaye kontrolleri uygulayan 57 ülkenin 39'unda, başka bir örneklemede ise 32 ülkede (yine OECD üyesi olmayan) sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

Reisen ve Soto (2001), çoğunluğu orta ve orta üst gelir düzeyine sahip 44 gelişmekte olan ülkenin 1986-1997 dönemi verilerinin panel veri analizi kullanılarak; DYY, portföy yatırımları, uzun dönem ve kısa dönem borçlanmanın büyüme üzerindeki bağımsız etkileri incelenmiştir. Bulgular, gelişmekte olan ülkelerin ulusal tasarruflarının büyüme için yeterli olmayacağını ve uzun dönemli bir büyüme için bu ülkelerde DYY ve portföy yatırımlarının teşvik edilmesi gerektiği, bu akımların büyüme üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermiştir. Buna ek olarak yabancı banka borçları şeklindeki yabancı tasarrufların büyümeye katkı sağlamaları için, ülkenin bankacılık sektörünün güçlü bir sermaye yapısına sahip olması gerektiği de ortaya konulmuştur.

Edison ve arkadaşları (2002) uluslararası finansal entegrasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ve bu muhtemel etkinin ülkenin ekonomik, finansal ve yasal sistem yönünden gelişmişlik seviyesine; ülkede yaşanan yolsuzluklara ve makroekonomik politikaların düzeyine bağlı olup olmadığını değerlendirmişlerdir. 57 ülkenin 1980-2000 dönemine ait verileri en küçük kareler (OLS) ve iki aşamalı en küçük kareler yöntemleriyle analiz edilmiş tahminlerle ilgili oluşabilecek herhangi bir hatayı kontrol etmek için de GMM (generalized method of moments) yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda finansal entegrasyonun ekonomik büyümeyi hızlandırdığına dair sıfır hipotezi ülkelerin ekonomik, finansal, kurumsal ve politik

özelliklerinin kontrol edilmesi sonucunda reddedilememiştir. Bununla birlikte finansal entegrasyonun reel kişi başına GSYİH, eğitim düzeyi, bankacılık sektörünün gelişimi ve sermaye piyasasının gelişimi ile pozitif bir şekilde ilişkili olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır.

McLean ve Shrestha 2002 yılında yaptıkları çalışmalarında finansal entegrasyonla ekonomik büyüme arasındaki bağlantıyı araştırmışlardır. Araştırmanın örneklemini Asya, Latin Amerika ve Afrika'da bulunan 20 gelişmiş ve 20 gelişmekte olan ülke oluşturmaktadır. Çalışmada bu ülkelerin 1976-1995 dönemine ilişkin yıllık verilerine panel veri analizi uygulanmıştır. Sonuç olarak doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımlarının ekonomik büyümeyi artırdığı ancak buna karşılık banka kredileri şeklinde sermaye girişlerinin ekonomik büyümeye üzerinde negatif ancak istatistiki olarak anlamsız bir etkisinin olduğu bulunmuştur.

Mody ve Murshid (2002), yabancı sermaye akımlarıyla yurt içi yatırımlar kanalıyla büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarının verileri 60 ülkenin 1979-1999 yıllarına ait yıllık dengeli panel veri setinden oluşmaktadır. Bulgular DYY'lerin yatırımlar üzerinde geniş ve istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu ancak portföy yatırımları ve kredilerin DYY'lere nazaran yatırımlar üzerinde daha az etkili olduğu yönündedir. Dahası sermaye giriş ve çıkışları önündeki engellerin kaldırılması ve daha yüksek seviyelerde finansal entegrasyonun da yabancı sermaye akımlarının yatırımlar üzerindeki etkisini güçlendirmedeği öne sürülmüştür.

Soto 2003 yılında yapmış olduğu çalışmasında farklı türlerdeki özel sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiş, araştırma kısmında 72 ülkenin 1985-1996 dönemini kapsayan gözlemleriyle GMM tahmini yapmıştır. Milli gelirin doğrudan yabancı yatırımlar, portföy borç yatırımları ve banka kredilerinden olumlu ve portföy sermaye yatırımlarından olumsuz etkilendiğine dair kanıtlar olmasına rağmen, bu sonuçlar istatistiki olarak sağlam değildir. Uluslararası sermaye akımları bileşenlerinden sadece banka akımları büyümeyle olumlu ve güçlü bir korelasyon göstermiştir. Bu sonuçların hem alt periyot hem de alt ülke örneklemi için geçerli olduğu ortaya konulmuştur.

Durham (2004), 62'si OECD üyesi olmayan 22'si ise yüksek gelirli ülkelerden oluşan örneklemin 1979-1998 yıllarına ait verilerine yatay kesit ve uç sınır (extreme bound) analizi uygulamıştır. Sonuçlar doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy sermaye yatırımlarının büyüme üzerinde dolaylı ve pozitif bir etkisinin olduğu, ancak bazı veriler bu etkinin finansal ve kurumsal gelişmeye ilişkin olarak; ülkelerin emme kapasitelerine bağlı olduğunu göstermiştir. Ayrıca yapılan uç sınır testi tahminlerin diğer ampirik çalışmalara nazaran daha güçlü olduğunu ortaya koymuştur.

Maxwell vd. (2004) Gana'da sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada 1966-2000 yıllarına ait yıllık veriler vektör otoregresif model yardımıyla analiz edilmiştir. Sonuçlar sermaye girişlerinin uzun vadede reel döviz kuru değerini artırma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Sermaye girişleri uzun vadede reel kurda artış meydana getiren tek değişkendir, teknoloji değişimi, ticaret (ihracat) ve dış ticaret hadleri gibi diğer değişkenlerin tümü kuru düşürme eğilimindedir. Kısa vadede reel döviz kuru üzerinde anlamlı etkisi (düşüş) olan tek değişkenin ticaret olması, reel döviz kurundaki sapmaların ana etkenin ihracat olduğunu göstermiştir. Ayrıca sonuçlar döviz kurunun dengeye geri gelmesinin yavaş bir şekilde gerçekleşeceğini de göstermiştir.

Baekert ve arkadaşları 2005 yılında yaptıkları çalışmada finansal serbestleşmeyle ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın örneklemini oluşturan toplam 95 ülke, verilerine ulaşılabilirlikleri açısından 4 gruba ayrılmıştır. Örneklemdaki tüm ülkelerin 1980-1997 yıllarına ilişkin makroekonomik ve finansal verilerine ulaşılmış ve bu verilerle panel veri analizi yapılmıştır. Araştırmanın sonuçları finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyi artırdığını göstermiştir. Finansal serbestleşme beş yıllık bir süre içinde yıllık kişi başına düşen GSYİH'da %1'lik bir artışa neden olmuştur. Sonuçlar farklı liberalleşme tarihleri, farklı ülke grupları, farklı bölgesel değişkenler, standart hataların hesaplanması için farklı ağırlık matrisleri ve ekonomik büyümeyi ölçmek için dört farklı zaman tercihi de içinde barındıran geniş bir yelpaze için de geçerli olduğu belirtilmiştir.

Chanda (2005) sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığı ve bu etkilerin ülkenin etnik ve dilsel heterojenliğinden (ethnic and linguistic heterogeneity) nasıl etkilendiği sorularına yanıt vermeye çalışmıştır.

Çalışmanın sonuçları bir ülkede etnik ve dilsel heterojenlik derecesinin, sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini açıklamada önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Ülkenin heterojenlik derecesine göre sermaye kontrollerinin pozitif ya da negatif etkileri olabilir. Yüksek homojenlik seviyesine sahip ülkelerde sermaye kontrolleri verimsizliğe ve düşük ekonomik büyümeye neden olurken bu tarz heterojen bir yapıya sahip olmayan ülkelerde ise sermaye kontrollerinin ekonomik büyümeyi artırdığı belirtilmiştir. 1975-1995 döneminde analiz edilen OECD üyesi olmayan ve sermaye kontrolleri uygulayan 57 ülkenin 39'unda, başka bir örnekleme ise 32 ülkede (yine OECD üyesi olmayan) sermaye kontrollerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

Laureti ve Postilione (2005), DYY, portföy yatırımları, kısa ve uzun vadeli banka kredileri gibi farklı türlerdeki özel sermaye akımlarının Akdeniz Ülkeleri'nin ekonomik büyümeleri üzerindeki etkilerini tahmin etmeye çalışmışlardır. Araştırma 1995 yılında Barselona'da düzenlenen Avrupa-Akdeniz Konferansı'na (Euro-Mediterranean Conference held in Barcelona on 27–28 November 1995) katılan 11 Akdeniz ülkesi üzerinde yapılmış, yöntem olarak, GMM tahmini yapmak için dinamik panel modeli kullanılmıştır. Sonuç olarak DYY'lerin büyümeyi zayıf bir anlamlılıkla açıkladığı, portföy sermaye akımlarının büyümeyle negatif bir ilişki içinde oldukları, portföy borç senedi akımlarının ekonomi üzerinde pozitif bir etkisi olduğu, banka kredilerinin ekonomik büyümeyle olumlu bir ilişki içinde olmadıkları ortaya konulmuştur. Bunlara ek olarak araştırmacılar Akdeniz ülkelerinde piyasaların serbestleşmesi ve uluslararası akımlardan tam anlamıyla faydalanabilecek bir ekonomik sistemin oluşturulması gibi siyasi girişimlerin gelişmediğini buna bağlı olarak da uluslararası sermaye akımlarından yeterince faydalanamadıklarını öne sürmüşlerdir.

Baharumshah ve Thanoon (2006), Çin'de dâhil olmak üzere 8 Doğu Asya ülkesinin 1982-2001 dönemi yıllık verilerine dinamik genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi (Dynamic Generalized Least Squares (DGLS)) uygulayarak yaptıkları çalışmada, farklı türlerdeki sermaye akımlarının ülkelerin büyümesine etkilerini incelemişlerdir. Çalışmanın bulguları şu şekildedir; yurtiçi tasarrufların uzun vadeli ekonomik büyüme üzerinde olumlu katkısı vardır, DYY'nin uzun ve kısa vadede büyümeyi artırıcı bir etkisi vardır ve bu etki tasarruflardan daha güçlüdür, kısa vadeli

sermaye akımlarının ise hem uzun hem de kısa vadede büyüme üzerinde negatif etkileri vardır, kısa vadeli borçların da sadece kısa dönemde büyümeyi etkilediğini belirtmişlerdir.

Edwards (2007) reel döviz kuru hareketlerine yönelik bir teori geliştirmek ve bu hareketlerin ana etkilerini ampirik olarak test etmeyi amaçladığı çalışmasında 12 gelişmekte olan ülkenin verilerini analiz etmiştir. Elde edilen sonuçlar kurulan modele büyük oranda desteklemiştir. Kısa vadede reel döviz kuru hareketleri hem nominal ve hem de reel bozukluklara tepki vermiştir. Özellikle, geniş ve tutarsız makroekonomik politikalar kaçınılmaz bir şekilde reel kurun aşırı değerlendirilmesi yönünde bir etki meydana getirdiği tespitini yapmıştır.

Aizenman vd. (2008) reel döviz kuru üzerinde uluslararası rezervlerin, ticaret haddi şokları ve sermaye akımlarının etkilerini araştırmışlardır. Ampirik analiz 60'ı gelişmekte olan, 20'si endüstrileşmiş toplam 80 ülkenin 1970-2004 dönemini kapsar. Çalışmanın sonuçları şu şekilde sıralanabilir; uluslararası rezervler ticaret haddi şoklarının reel kur endeksi üzerindeki etkilerini azaltmıştır, bu tampon etkisi gelişmekte olan ülkelerde özellikle Asya ülkeleri ve doğal kaynak ihraç eden ülkelerde istatistiki olarak anlamlıdır. Finansal borçlar gelişmekte olan ülkelerde uluslararası rezervlerin tampon etkisini azaltmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde reel kur endeksi rezerv varlıklardaki değişime karşı daha hassastır, endüstrileşmiş ülkelerde ise sıcak parayla reel kur endeksi arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.

Gamra (2008), finansal serbestleşme ve ekonomik büyüme arasındaki ampirik ilişkiyi incelemiştir. 6 büyük Doğu Asya ülkesinin 1980-2002 yıllarına ait verilerinin analize tabi tutulduğu çalışmada panel veri analizi teknikleriyle en küçük kareler, iki aşamalı en küçük kareler ve GMM tahminleri yapılmıştır. Finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi, finans sektörünün doğasına ve serbestleşmesine bağlıdır. Panel testi sonuçlarına göre ekonomik büyüme üzerinde finansal serbestleşmenin pozitif anlamlı, sermaye piyasası açıklığının zayıf anlamsız, sermaye hesabı serbestleşmesinin ise güçlü ve negatif bir etkisi vardır. Kısmi serbestleşme pozitif büyüme etkileri ile ilişkiliyken, tam serbestleşmenin ise negatif büyüme ile ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Ferreira ve Laux (2008), portföy akımlarına açıklığın GSYİH büyümesi üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Gelişmiş ve az gelişmiş 50 ülkenin, 1988-2001 yılları arası verilerine yatay kesit ve panel veri analizi yapılmış tüm modeller en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmiştir. Portföy akımlarına açıklık istatistiksel olarak ekonomik büyümeye yardımcı olduğu (conducive to growth) ortaya konulmuştur. Analize tabi tutulan ülkelerin GSYİH'leri fonlara pozitif akımlar olduğunda ve ilginç bir şekilde negatif bir akımla fonlardan çıkıldığında dahi büyümüştür. Bu bulgu tüm örneklem için geçerli olduğu gibi ayrıca gelişmişlik seviyelerine göre oluşturulan alt örneklem için de geçerlidir. ABD menkul kıymetlerine yönelen yerel fon çıkışlarının daha sonraki dönemlerde kaydedilen büyümeyle ilişkili olduğu, az gelişmiş ülkeler için büyümeyi etkileyen en önemli sermaye hareketinin yerel yatırımcıların net satışları olduğu da çalışmanın diğer bulgularıdır.

Lee ve Shin, 2008 yılında yaptıkları çalışmalarında finansal serbestleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini açıklığa kavuşturmaya çalışmışlardır. Çalışmada 58 ülkenin 1980-1990 dönemine ilişkin yıllık verileriyle probit ve panel regresyon analizleri yapılmıştır. Söz konusu 58 ülkenin içinde büyük sanayileşmiş ülkeler ve en çok kriz yaşamış ülkeler de mevcuttur. Sonuç olarak finansal serbestleşmenin ekonomik büyümeyle pozitif bir ilişki içinde olduğu ve pozitif etkilerin negatif etkilerden daha baskın olduğu öne sürülmüştür. Buna ek olarak finansal liberalizasyonun beklenen aksine faiz oranları üzerinde artırıcı bir etkisi olduğu da çalışmanın bir başka bulgusudur.

Neumann, Ron ve Tanku (2009), finansal piyasalardaki serbestleşmenin ardından sermaye akımlarının oynaklığını inceledikleri çalışmalarında, 11 gelişmekte olan ve 15 gelişmiş ülkeyi kapsayan 26 ülkenin 1973-2000 dönemi yıllık verilerine panel veri analizi uygulamışlardır. Ayrıca çalışmada finansal serbestleşme değişkeni olarak Kaminsky ve Schmukler tarafından geliştirilen kronoloji ve indeks kullanılmıştır. Finansal serbestleşmenin gelişmekte olan piyasalar için DYY üzerinde pozitif anlamlı bir etkisi olduğu ve bu akımların oynaklığında artış görüldüğü, portföy yatırımlarının ise gelişmiş piyasalarda finansal serbestleşmeyle ilişkili olarak oynaklığının arttığı ortaya konulmuştur. Banka kredileri ve diğer borç akımlarının ise gelişmiş piyasalarda

finansal serbestleşmeyle negatif ilişki içinde olduğu ve bu akımların oynaklığında azalmalar görüldüğü öne sürülmüştür.

Sula ve Willett (2009), normal dönem ve kriz dönemlerinde sermaye akımlarının geri dönüş eğilimleri, 1990-2003 yılları arasında 35 gelişen piyasa ekonomisinde doğrudan yabancı yatırımlar, özel krediler ve portföy akımları üzerine odaklanılarak araştırılmıştır. Ampirik analiz sonuçlarına göre, doğrudan yabancı yatırımlar kriz boyunca sermaye akımları türlerinin en istikrarlısıdır. Geleneksel görüşün aksine, portföy akımlarının tersine dönme konusunun açık olmadığı, özel kredilerin portföy akımları kadar tersine dönebileceği belirtilmiştir. Normal dönemlerde sermaye akımlarının oynaklığı, kriz dönemlerinde tersine dönen sermaye akımları kadar değildir. Ampirik analiz sonuçlarının kriz boyunca sermaye akımlarının tersine dönme büyüklüğünü tam olarak açıklayamadığını, ancak kriz boyunca sermaye çıkışı büyüklüğü ve aniden durma konusunda sermaye akımları hipotezleri için destek sağlayabileceği bulgusuna erişilmiştir.

Bakardzhieva vd. (2010) farklı türlerdeki sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkelerdeki reel döviz kuru hareketlerine etkilerini inceledikleri çalışmalarında 6 farklı bölgeden 57 gelişmekte olan ülkenin 1980-2007 dönemine ilişkin verileri GMM yöntemiyle analiz edilmiştir. MENA ülkeleri haricinde portföy yatırımları, krediler ve yardımlar reel döviz kurunda artışa neden olmuştur, sadece MENA ülkelerinde portföy yatırımlarının reel döviz kuru üzerinde negatif bir etkisi vardır. DYY'lerin ise Afrika haricinde reel döviz kurunda gözlenen artışlara pozitif bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

Saborowski (2011), kaynakların etkin dağılmasıyla, finansal sektör gelişiminin sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerindeki artırıcı etkisini azaltabileceğini öne sürdükleri çalışmalarında; 84 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin 1995-2006 yıllarını kapsayan verileri dinamik panel teknikleri kullanılarak analiz edilmiştir. Sonuç olarak derin bir finansal sektöre ve daha büyük ve daha aktif bir sermaye piyasasına sahip ekonomilerde DYY'lerin reel döviz kuru üzerindeki değer artırıcı etkisinin azaldığı ortaya koyulmuştur. Geniş sermaye akımlarının gelişmekte olan ülkeler için ortaya çıkardığı en büyük tehlike bu akımların reel döviz kurunu artırmalarıyla makroekonomik istikrarsızlıklara neden olmalarıdır. Sonuç olarak çalışma gelişmekte

olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının meydana getirdiği bu büyük tehlikenin, gelişmekte olan ülkelerin finansal sektörlerini geliştirmeleriyle hafifletilebileceğini öne sürmektedir.

Ibarra (2011) farklı sermaye akımları çeşitlerinin, Meksika’da reel döviz kuruna etkisini incelediği çalışmasında 1988Q1-2008Q2 dönemine ait verileri sınır testi yaklaşımıyla analize tabi tutmuştur. Çalışmada bu dönemin seçilmesinin nedeni Meksika’nın 2008 yılında ticareti serbestleştirmesi ve 2008 ikinci döneminden sonra ülkede 2008 krizinin etkilerinin hissedilmeye başlanmasıdır. Sonuç olarak, son yıllarda yapılan çok ülkeli çalışmaların aksine sadece portföy yatırımlarının değil DYY’lerin da yerli paranın değerini artırdığı ileri sürülmüştür. Yine literatürdeki birçok çalışmanın aksine pezo-dolar faiz farklılıklarının reel döviz kuru üzerinde kalıcı bir etkisi olacağının öne sürülmesi de çalışmanın bir diğer önemli sonucudur.

Combes vd (2011) gelişmekte olan ülkelere reel döviz kuruna, sermaye akımlarının ve kur rejiminin esnekliğinin etkilerini panel eşbütünleşme teknikleriyle analiz etmişlerdir. Çalışmanın veri seti 42 gelişmekte olan ülkenin 1980-2006 periyoduna ait yıllık gözlemlerden oluşmaktadır. Çalışma özel ve kamusal sermaye akımlarının reel döviz kuru artışıyla ilişkili olduklarını göstermektedir. Portföy yatırımları, DYY ve banka kredilerine oranla reel döviz kurunun artışında 7 kat daha yüksek etkiye sahiptir. Özel transferler ise en düşük reel döviz kurları üzerinde en düşük artış etkisine sahip sermaye akımlarıdır. Ayrıca esnek döviz kuru rejimlerinin sermaye akımlarından kaynaklanan reel döviz kuru artışlarını azaltmada yardımcı olabileceği çalışmanın bir başka bulgusudur.

Meurer (2011), 2008 finansal krizi boyunca yabancı portföy yatırımlarında meydana gelen değişimlerin Brezilya’da GSYİH ve yatırımlar üzerinde yapmış olduğu etkileri incelemiştir. Çalışmada 1995-2009 dönemine ait çeyrek yıllık veriler kullanılarak VAR ve parsimonious model yardımıyla tahminler yapılmıştır. Sonuçlar şu şekildedir; kısa vadede sabit getirili yatırımlarla GSYİH değişimleri ve yatırımlar arasındaki pozitif ilişki vardır. Borsaya yönelen sermaye akımları için bu ilişki kısa vadede pozitif olmakla birlikte, giderek negatife dönmekte ve 10 çeyrek sonra yok olmaktadır. Sermaye akımlarıyla yatırımlar arasındaki eş zamanlı ilişkiler incelendiğinde ise krizden önceki dönemlere göre bu pozitif ilişkilerin kriz dönemlerinde daha güçlü olduğu ortaya çıkmıştır.

Jongwanich ve Kohpaiboon (2013), sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkilerini araştırdıkları çalışmalarında 10 gelişmekte olan Asya ülkesinin 2000-2009 yıllarına ait verilerini dinamik panel veri yöntemi yardımıyla analiz etmişlerdir. Çalışmada verilere ulaşılabilirlik adına 6 aylık veriler kullanılmıştır. Sonuçlar sermaye akımlarının bileşiminin, bu akımların reel döviz kuru üzerindeki etkisini belirlemede önemli olduğunu göstermektedir. Portföy yatırımları DYY'a göre reel döviz kuru üzerinde daha hızlı bir artış etkisi yapmaktadır. Ancak farklı sermaye akımlarının neden oldukları değer artışının büyüklüğü birbirlerine yakındır. Bölgede satın alma ve birleşmelerin öneminin artması bu tür sermaye akımlarının diğer sermaye akımı çeşitlerine benzer şekilde hareket etmelerine neden olmuştur. Ayrıca analiz edilen dönemde sermaye çıkışları, sermaye girişlerinden daha büyük reel döviz kuru düzeltmelerine neden olduğu ortaya konulmuştur.

4.4.2. Türkiye’de Yapılmış Çalışmalar

Akçoraoğlu, 2000 yılında yapmış olduğu çalışmasında Türkiye’de çeşitli sermaye akımı kalemleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkileri incelemiştir. Söz konusu çalışmada 1989:1-1999:4 dönemi için üçer aylık verilerinden oluşan zaman serileri VAR modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın ampirik bulguları şu şekilde sıralanabilir: Vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyümeyi açıklamakta anlamlı olmadığı anlaşılmıştır. Buna ek olarak, 1984:1-1999:4 dönemi için cari hesap ve sermaye hesabı arasındaki ilişkiler araştırılıp, sermaye hesabı ve cari hesap arasında herhangi bir ilişki bulunamazken; 1989:1 -1999:4 döneminde ise cari hesaptan sermaye hesabına doğru zayıf bir ilişki bulunmuştur (Ekinci 2011).

Çeviş ve Kadılar (2001), Türkiye’de kısa vadeli sermaye girişleri ile bütçe açığı, faiz farkları, reel döviz kuru ve bazı ödemeler dengesi hesapları arasındaki ilişkileri vektör otoregresyon (VAR) tekniği kullanarak incelemiştir. Çalışmada 1989:10 - 1997:09 dönemini kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları şu şekildedir; kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen değişikliklerin banka rezervleri ve yerlilerin yabancı mevduat hesaplarını güçlü bir şekilde etkilediği ve bunun da banka rezervlerini Türkiye için önemli bir hesap haline getirdiği ortaya çıkmıştır. Buna ek olarak kısa vadeli sermaye girişleri arttığında faiz oranı farklarının

giderek azaldığı ve faiz oranlarıyla cari hesap dengesi üzerinde önemli bir etkisi olan döviz kuru arasında güçlü bir ilişki olduğu da ortaya konulmuştur. Son olarak, Türkiye'de kısa vadeli sermaye girişlerinin ana sebebi olarak yüksek faiz-düşük kur (sıcak para) politikası gösterilmiştir.

Balkan, Biçer ve Yeldan (2002), Türkiye'de kısa vadeli finansal sermaye (sıcak para) girişleri ve temel makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiyi araştırmak için zaman serisi, çoklu regresyon modeli kullanmışlardır. Çalışmada 1992-2001 dönemine ilişkin aylık veriler kullanılmıştır. Sonuçlar finansal sermaye girişleri ile sanayi üretim endeksi arasında anlamlı negatif bir ilişki olduğunu; finansal sermaye girişleri ile reel kur artışı ve ticari açıklık arasında ise pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca sermaye girişleri borsa endeksi ve kendilerinin bir aylık gecikmeli değeri ile de pozitif bir ilişki içinde olmalarıyla, sabit getirili yatırımlarla finansal akımlar arasındaki ilişkinin de pozitif olması çalışmanın diğer bulgularıdır.

İnsel ve Sungur (2003), sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin tespitini amaçlayan çalışmalarında 1989.III-1999.IV dönemine ilişkin çeyrek yıllık veriler kullanılmıştır. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi Granger Nedensellik Testi'yle incelenmiş, modellerin tahmininde En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ve Koşullu Varyans (ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmanın ana bulgusu, sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları artırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli rol oynadığı yönündedir. Çalışmada ayrıca uzun dönemde sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasında kalıcı ilişkilerin olmadığı saptanmıştır.

Yentürk ve Çimenoglu (2003), sermaye akımlarının reel sektör dengesi, para piyasaları, kamu hesapları ve dış denge üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Yabancı sermaye akımlarının özel tüketim harcamaları üzerindeki dolaylı etkileri 1987-2001 dönemi içi çeyrek yıllık veriler kullanılarak Sıradan En Küçük Kareler yöntemiyle; özel sektör tüketim harcamaları ve özel sektör yatırım harcamaları arasındaki etkileşim 1987-2001 dönemi için çeyrek yıllık veriler kullanılarak Vektör Ardişık Bağlanım modellemesiyle; yabancı sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki dolaylı etkileri 1987-2001 dönemi itibarıyla çeyrek yıllık veriler kullanılarak Sıradan En Küçük Kareler

yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada şu sonuçlara ulaşılmıştır; harcanabilir gelirdeki ve bütçe açıklarındaki artışlar, özel tüketim harcamalarını artırıcı yönde etkiye bulunmaktadır. Özel sektörün dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malı harcamaları, bankacılık sektörünün kredi kartı alacakları ve tüketici kredisi risk bakiyesi toplamıyla aynı yönde hareket etmektedir. Spekülatif karakterli yabancı sermaye akımları Hazine'nin borçlanma faizlerini artırdığını ortaya koymuşlardır.

Yentürk ve Uluengin (2003), yabancı tasarrufların Türkiye'deki yatırım ve tüketim üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışmada 1987Ç1-1997Ç4 dönemine ilişkin üçer aylık veriler Vektör Arıışık Bağlanım modeliyle incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları; uzun dönemde yabancı tasarrufların esas olarak özel tüketimi etkilediğini ve özel tüketimin de özel yatırımı etkileyebileceğini göstermektedir. Yabancı tasarruflardaki bir şok yabancı tasarrufun kendisinde ve özel tüketimde kalıcı bir artışa sebep olmakta, fakat şokun özel yatırım üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

Berument ve Dinçer (2004), küçük ve açık, gelişmekte olan bir ekonomi örneği olarak Türkiye'de sermaye girişlerinin makroekonomik performans üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada 1992:01 - 2001:06 dönemi aylık verileri tekrarlamalı vektör otoregresyon modeli (a recursive vector auto regression model) kullanılarak analiz edilmiştir. Etki-tepki fonksiyonlarının sonuçları kısa vadede daha yüksek sermaye girişlerinin üretimi, para arzını ve Türk Lira 'sının değerini artırdığını, fiyatları ve faiz oranlarını ise azalttığını ortaya koymuştur. Ayrıca çalışmanın başka bir bulgusu da döviz kuru rejimlerinin sermaye akımlarının makroekonomik performansa etkileri üzerinde herhangi bir rolü olmadığıdır.

Çimenoglu ve Yentürk 2005 yılında yaptıkları çalışmalarında uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine etkilerini incelemişlerdir. Sermaye akımları, tüketim harcamaları, reel döviz kuru arasındaki ilişkiler için 1987-2002; sermaye akımları, tüketim ve yatırım değişkenleri arasındaki ilişkiler için 1990-2002 dönemine ilişkin çeyrek yıllık veriler vektör otoregresyon modeliyle analiz edilmiştir. Sonuç olarak; Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarının ana nedeninin yüksek faizler olduğu; buna ek olarak da sermaye akımlarının özel tüketimle, yatırım ve yerli paranın değer artışıyla ilişkili olduğu öne sürölmüştür.

Karaca ve Abasız (2007), düşük gelirli ülkelere giren uluslararası sermaye hareketlerinin bu ülkelerin ekonomik büyümesi üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında; 25 gelişmekte olan ülke, gelir gruplarına ve coğrafi bölgelere göre sınıflandırılarak 1980–2005 dönemi için söz konusu ülkelerin verileri panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Sonuç olarak portföy yatırımlarının ekonomik büyüme üzerindeki pozitif etkisi, düşük gelirli gelişmekte olan ülkelerde, nispeten yüksek gelire sahip gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla bulunmuştur. Doğrudan yabancı yatırımların ekonomik büyümeye olan katkısının ise ev sahibi ülkelerdeki gelişmiş insan sermayesi ve bunu destekleyecek alt yapıya bağlı olarak değiştiği sonucu ortaya konulmuştur.

Kıran (2007), reel döviz kuru ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri arasındaki uzun dönemli ilişkileri ve kısa dönem dinamikleri yapısal kırılmaları da dikkate alarak Hata Düzeltme (VECM) Modeli ve Vektör Otoregresif (VAR) model çerçevesinde incelediği çalışmasında 1992:01-2006:10 dönem aralığını kapsayan aylık veriler kullanılmıştır. Çalışmanın ampirik bulguları şöyledir: Reel döviz kuru kısa vadeli sermaye hareketleri ve uzun vadeli sermaye hareketleri ile uzun dönemde ilişkilidir. Reel döviz kurunda meydana gelecek bir standart sapma şok karşısında, kısa vadeli sermaye hareketleri uzun vadeli sermaye hareketlerine oranla daha uzun süreli tepki vermiştir. Bu sonuç, kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kurundaki dalgalanmalara daha duyarlı olduğunu göstermektedir.

Örnek (2008), yabancı sermaye girişleri ile yurtiçi tasarruflar arasındaki nedensel ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada, Türkiye'nin 1996:Ç4-2006:Ç1 dönemine ait, yabancı sermaye girişleri ve yurtiçi tasarrufları ile ilgili zaman serileri arasındaki nedensellik ilişkileri vektör otoregresif (VAR) tekniği kullanılarak analiz edilmiştir. Sonuç olarak, doğrudan yatırımların kısa ve uzun dönemde yurtiçi tasarruflar üzerinde pozitif etki yarattığı; kısa vadeli sermaye akımlarının ise, kısa ve uzun vadede, yurtiçi tasarruflar üzerinde negatif bir etki oluşturduğu bulgularına ulaşılmıştır. Bunlara ek olarak, kısa vadeli sermaye girişleri ile doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olduğu da tespit edilmiştir.

Yıldırım ve Taştan (2009), Türkiye ekonomisinde sermaye akımları (portföy yatırımları, kısa ve uzun vadeli krediler) ile büyüme arasındaki etkileşim ve geri bildirimleri incelemişlerdir. Çalışmada 1992:01-2009:01 dönemi aylık verileri frekans alan teknikleriyle (frequency domain techniques) analiz edilmiştir. Çalışmanın ampirik sonuçları şöyledir: Frekans bantları üzerinden yapılan varyans analizi (variance decompositions over frequency bands), sermaye akımlarındaki değişimlerin yüksek mevsimsel frekans üzerinde yoğunlaştığını göstermektedir. Bu frekanslarda kısa ve uzun vadeli kredilerden büyümeye herhangi bir geri bildirim olmamaktadır. Ancak konjonktürel dalgalanmalar ve mevsimsel frekanslar üzerinden büyümenin kısa ve uzun dönemli sermaye akımları üzerinde anlamlı geri bildirimleri vardır. Spektral varyans analizleri (Spectral variance decompositions), sermaye akımlarında gözlenen ekonomik büyüme kaynaklı değişimlerin, ekonomik büyümede gözlenen sermaye akımları kaynaklı değişimlerden daha büyük olduğunu göstermiştir.

Vergil ve Karaca (2010), gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmada 25 gelişmekte olan ülkenin 1980-2005 dönemine dair verileri panel veri test ve tahmin yöntemleri kullanılarak analiz edilmiştir. Kurulan dört farklı modelde yabancı sermaye değişkenleri katsayıları istatistiki olarak anlamlı çıkmış literatürde ileri sürülen görüşlerle benzer olarak şu sonuçlara ulaşılmıştır; İncelenen dönem ve ülke grubu için doğrudan yabancı yatırımlar ve portföy yatırımları ülkelerin ekonomik büyümelerini pozitif yönde etkilerken, kısa vadeli sermaye hareketleri ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilemiştir.

Uçan ve Öztürk (2010), küreselleşme sürecinde önem kazanan kısa vadeli sermaye akımları ile reel döviz kurları arasındaki etkileşimi, ampirik olarak Türkiye örneği üzerinden 1991:Ç4- 2007:Ç2 dönemini kapsayan üçer aylık verilerin analiz edilmesiyle ele almışlardır. Çalışmanın sonucunda; yurt içi krediler ve dış ticaret hadlerinin reel döviz kurunu etkileyen en etkin değişkenler oldukları görülmüştür. Kısa vadede ele alınan açıklayıcı değişkenlere verilen şoklar sonucu reel döviz kurları teoriye uygun hareket etmekte, uzun vadede ise reel döviz kuru kendi ortalamasına yakınsamaktadır. Özellikle ele alınan kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkisi ele alınan dönem itibarıyla çok yoğun olarak gözlemlenmemiştir.

Ekinci (2011), sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler panel veri yöntemleri kullanarak analiz etmiştir. Çalışma 30 OECD ülkesine ilişkin 1996-2008 dönemi yıllık verilerini içermektedir. Ampirik analizin sonuçlarına göre, büyüme ile sadece doğrudan yabancı yatırımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki bulunmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında ele alınan tüm ülkelerde bir ilişki çıkması bu çalışmada ortaya çıkan önemli bir sonuçtur. Bu sonuca göre doğrudan yabancı yatırımların ekonomik ve politik istikrarın sağlandığı ve istikrarlı bir büyüme trendine sahip ülkelere yöneldiği söylenebilir. Buna karşılık, diğer sermaye hareketleri ve toplam sermaye hareketleri ile büyüme arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Söylemez ve Yılmaz (2012), Türkiye’de finansal serbestleşme döneminde ekonomik büyüme ve uluslararası sermaye girişi ilişkisini istatistiki ve ekonometrik yöntemlerle araştırdıkları çalışmada 1992:Ç1 - 2012:Ç2 dönemine ait büyüme ve uluslararası sermaye girişi zaman serilerinin betimleyici istatistikleri arasındaki benzerlikler incelenmiştir. Bu iki zaman serisinin ampirik dağılımlarının eşliği sınanarak, iki serinin dağılımlarının istatistiki olarak eş dağılımlar olduğu hipotezinin reddedilemeyeceği ortaya konmuştur. Daha sonra büyüme ile sermaye akımları arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmış sonuçlar, Türkiye’de yabancı sermaye akımlarının büyümenin Granger nedeni olduğunu göstermiştir. Son olarak, iki serinin dinamik etkileşimini ortaya koyabilecek bir ekonometrik model oluşturulmuş ve bu model Türkiye’de ekonomik büyümede görülen dalgalanmaların önemli bir kısmının uluslararası sermaye akımlarında yaşanan şoklarla açıklanabileceğini göstermiştir.

4.5. Araştırmanın Hipotezleri

Bu çalışmanın amacı finansal sermaye akımları olarak niteleyebileceğimiz portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye hareketleri ve sıcak para hareketleri şeklinde ülkeye giren sermayenin seçilmiş makroekonomik göstergeler olan büyüme, döviz kuru, faiz oranları, cari açık ve enflasyon üzerinde herhangi bir etkileri olup olmadığını, bir etki söz konusuysa bu etkilerin yönünün ortaya konulması olduğu için çalışmanın ana hipotezi şu şekilde kurulmuştur.

H_0 = Finansal sermaye girişlerinin makroekonomik göstergeler üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_a = Finansal sermaye girişlerinin makroekonomik göstergeler üzerinde etkisi vardır.

Yukardaki ana hipotezlere paralel olarak alt hipotezlerde şu şekilde kurulmuştur;

H_{01} = Finansal sermaye girişlerinin büyüme üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_{a1} = Finansal sermaye girişlerinin büyüme üzerinde etkisi vardır.

H_{02} = Finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_{a2} = Finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerinde etkisi vardır.

H_{03} = Finansal sermaye girişlerinin faiz oranları üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_{a3} = Finansal sermaye girişlerinin faiz oranları üzerinde etkisi vardır.

H_{04} = Finansal sermaye girişlerinin cari açık üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_{a4} = Finansal sermaye girişlerinin cari açık üzerinde etkisi vardır.

H_{05} = Finansal sermaye girişlerinin enflasyon üzerinde herhangi bir etkisi yoktur.

H_{a5} = Finansal sermaye girişlerinin enflasyon üzerinde etkisi vardır.

4.6. Verilerin Analizi

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle göstergelerin durağanlık dereceleri belirlenecek daha sonra teorik bilgiler ışığında kurulacak modeller VAR yöntemiyle analiz edilerek finansal sermaye girişlerinin belirlenmiş makroekonomik göstergelere olası etkileri ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

4.6.1. Birim Kök Testi Sonuçları

Finansal sermaye girişlerinin makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerinin incelenmesi için öncelikle serilerin durağanlıklarına ilişkin varsayımların sınanması gerekmektedir. Eğer zaman serilerinde durağanlık söz konusu değilse, iki zaman serisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, ekonometrik modellerin kullanılması sonucu elde edilen regresyon denklemleri güçlü R^2 değerine sahip olabilir (Gujarati 2010:709).

Çalışmada incelenecek göstergelere ilişkin serilerin durağan olup olmadığının belirlenebilmesi için serilerin grafikleri incelendikten sonra Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi yardımıyla serilerin birim kök içerip içermedikleri araştırılmıştır.

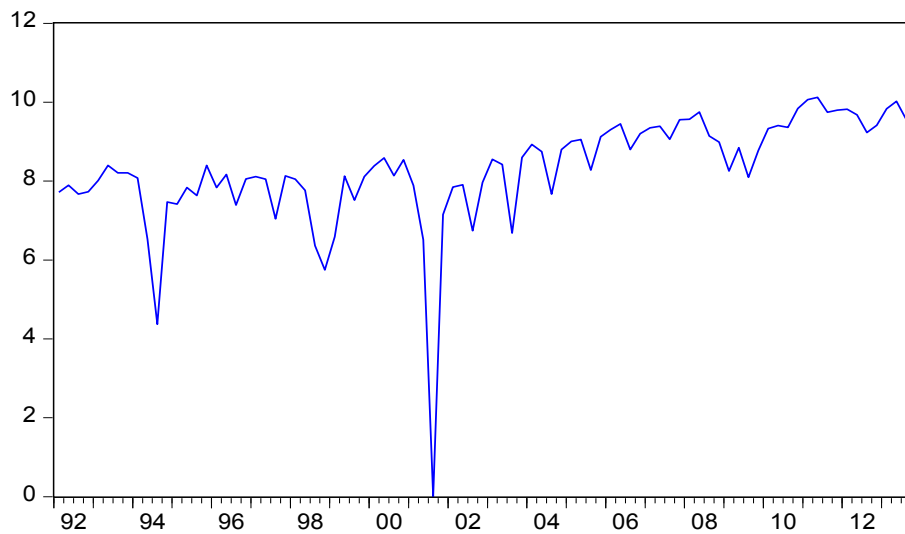
Birim kök testi uygulanırken hipotezler şu şekilde kurulmuştur;

H_0 = Seri birim köke sahiptir. (Seri durağan değildir)

H_a = Seri birim köke sahip değildir. (Seri durağandır)

Serilerin grafikleri ve birim kök testi hipotezlerinin sınamasıyla ortaya konulan durağanlık seviyeleri aşağıda gösterilmiştir.

4.6.1.1. Cari Açık Serisi Durağanlık Analizi



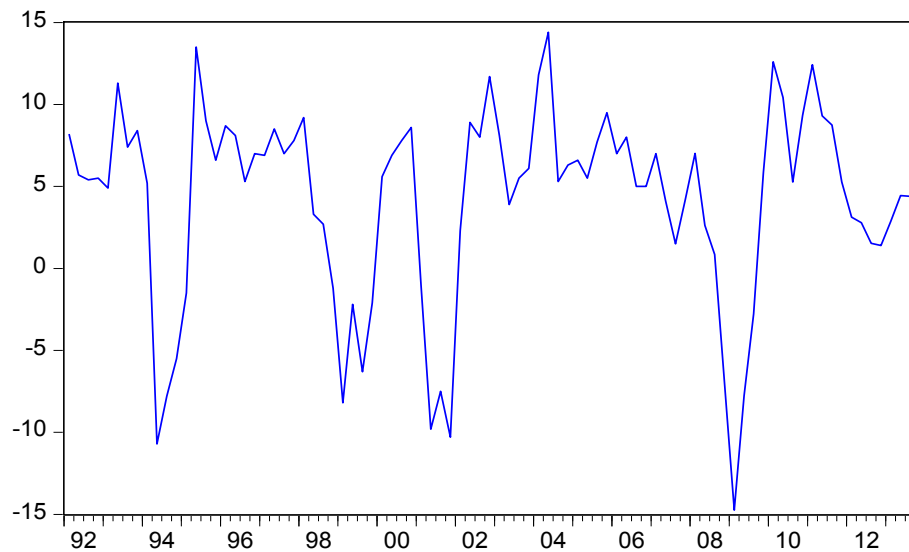
Grafik 4.1. LNCARİ Serisi Grafiği

LNCARİ serisinin 1992Ç1-2013Ç3 dönemine ilişkin hareketleri Grafik 4.1 yardımıyla izlenebilmektedir. LNCARİ serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.3’de verilmiştir. Sabitli & Trendli birim kök test istatistiği değerinin (-6.222568), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.3. LNCARİ Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzy	
Sabitli & Trendli		Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-6.222568	0,0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4,069631	
	%5 düzeyi	-3.463547	
	%10 düzeyi	-3.158207	

4.6.1.2. Büyüme Serisi Durağanlık Analizleri



Grafik 4.2. BÜYÜME Serisi Grafiği

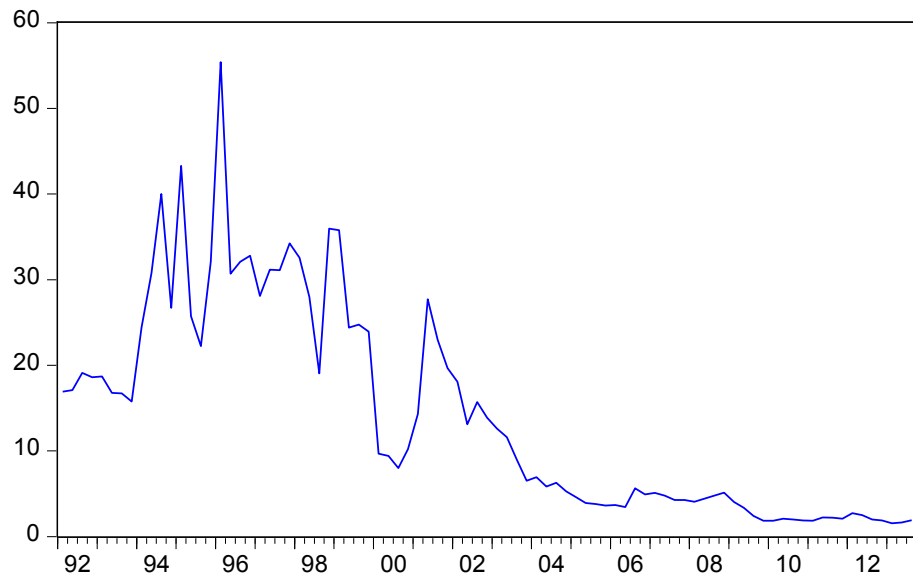
BÜYÜME serisinin araştırma dönemi boyunca izlediği seyir Grafik 4.2’de gösterilmiştir. BÜYÜME serisi düzey değerleri ve birinci farkları için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.4’de verilmiştir. Sabitli & Trendli birim kök test istatistiği değerinin (-3,056815), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden küçüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğuna yönelik H_0 hipotezi reddedilemez. BÜYÜME serisi düzeyde durağan değildir. Serinin

birinci farkının alınmasıyla elde edilen Genişletilmiş Dickey Fuller test istatistiği değerinin (-8,757836) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin birinci farkına ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Serinin birinci farkı %1 anlamlılık düzeyinde durağandır.

Tablo 4.4. Büyüme Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzy		Birinci Fark	
Sabitli & Trendli			Olasılık		Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		3,056815	0,1237	8,757836	0,0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4,073859			
	%5 düzeyi	-3,465548			
	%10 düzeyi	-3,159372			

4.6.1.3. Devlet İç Borçlanma Senetleri Faiz Oranları Serisi Durağanlık Analizleri

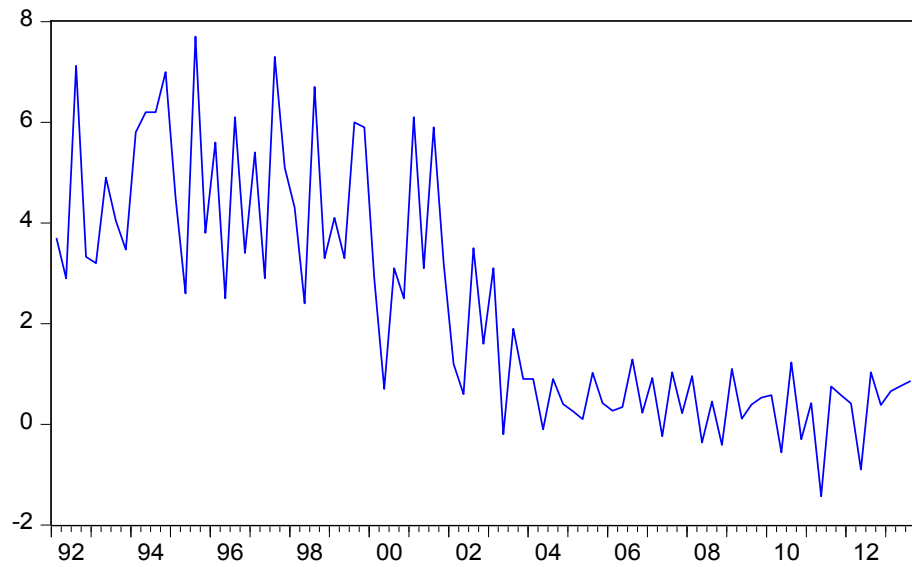


Grafik 4.3. DİBS Serisi Grafiği

DİBS serisinde çalışma dönemi olan 1992Ç1-2013Ç3 boyunca meydana gelen değişimler Grafik 4.3’de gösterilmiştir. DİBS serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.5’te verilmiştir. Sabitli & Trendli birim kök test istatistiği değerinin (-4,367407), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde durağandır.

Tablo 4.5. DİBS Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

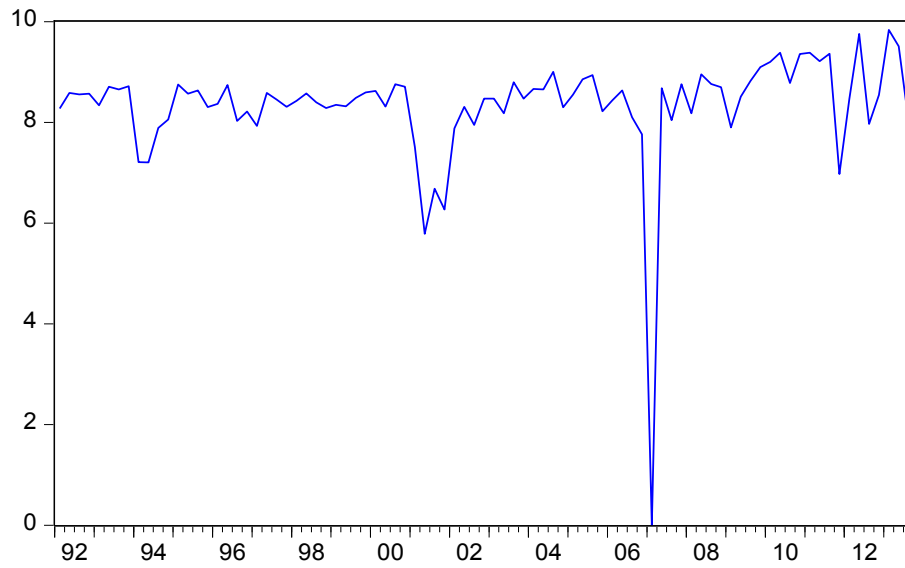
Sıfır Hipotezi: BİST Birim köke sahiptir.		Düzy	
Sabitli & Trendli		Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-4,367407	0,0016
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4,068290	
	%5 düzeyi	-3,462912	
	%10 düzeyi	-3,157836	

4.6.1.4. Enflasyon Serisi Durağanlık Analizleri**Grafik 4.4. Enflasyon Serisi Grafiği**

ENFLASYON serisinin 1992Ç1-2013Ç3 dönemi boyunca gösterdiği değişim Grafik 4.4’de gösterilmektedir. ENFLASYON serisi düzey değerleri ve birinci farkları için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.6’da verilmiştir. Sabitli & Trendli birim kök test istatistiği değerinin (-2,559778), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden küçüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğuna yönelik H_0 hipotezi reddedilemez. ENFLASYON serisi düzeyde durağan değildir. Serinin birinci farkının alınmasıyla elde edilen Genişletilmiş Dickey Fuller test istatistiği değerinin (-6,450988) mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin birinci farkına ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Serinin birinci farkı %1 anlamlılık düzeyinde durağandır.

Tablo 4.6. ENFLASYON Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: ENF Birim köke sahiptir.			Düzy		Birinci Fark	
Sabitli & Trendli				Olasılık		Olasılık
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği			-2,559778	0,2996	-6,450988	0,0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4,072415				
	%5 düzeyi	-3.464865				
	%10 düzeyi	-3.158974				

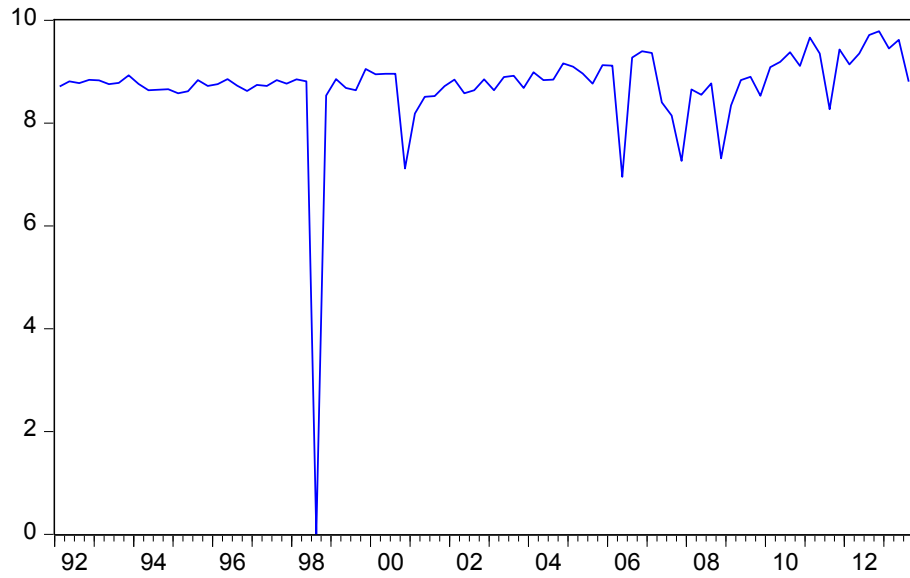
4.6.1.5. Kısa Vadeli Sermaye Akımları Serisi Durağanlık Analizleri**Grafik 4.5. LNKVSA Serisi Grafiği**

LNKVSA serisinin çalışma dönemi boyunca göstermiş olduğu değişim Grafik 4.5’de görülmektedir. LNKVSA serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.7’de verilmiştir. Sabitli birim kök test istatistiği değerinin (-7,551454), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.7. LNKVSA Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzey		
Sabitli			Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-7,551454	0,0000	
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3,508326		
	%5 düzeyi	-2,895512		
	%10 düzeyi	-2,584952		

4.6.1.6. Portföy Yatırımları Serisi Durağanlık Analizleri

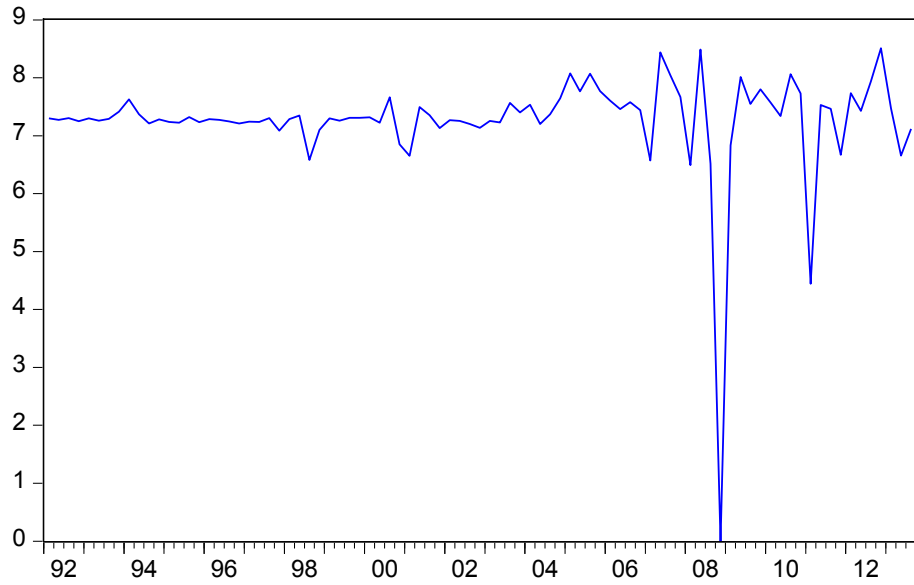


Grafik 4.6. LNPORTBORG Serisi Grafiği

LNPORTBORG serisinin araştırma dönemi boyunca izlediği seyir Grafik 4.6’da gösterilmiştir. LNPORTBORG serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.8’de verilmiştir. Sabitli birim kök test istatistiği değerinin (-8,486126), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.8. LNPORTBORG Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzy		
Sabitli			Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8,486126	0,0000	
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3,508326		
	%5 düzeyi	-2,895512		
	%10 düzeyi	-2,584952		

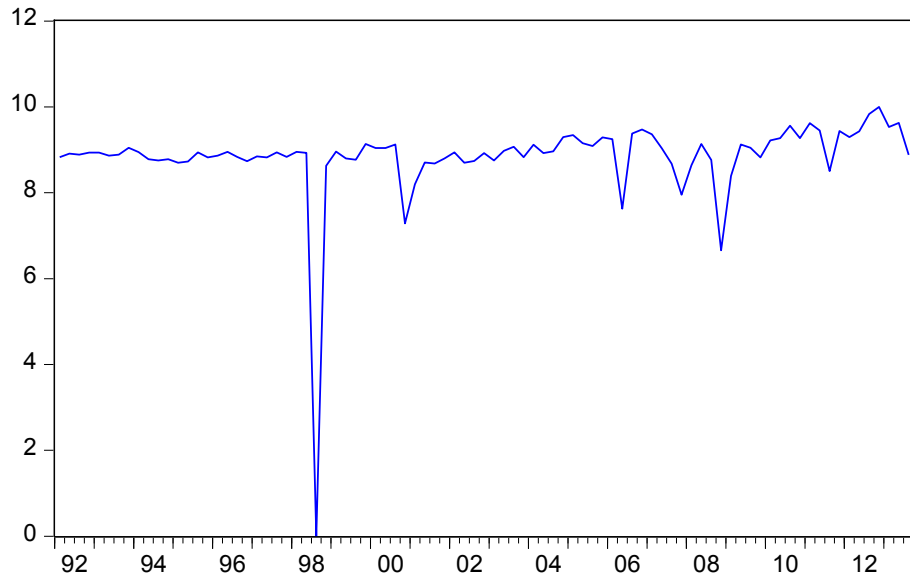


Grafik 4.7. LNPORTHISSE Serisi Grafiği

LNPORTHISSE serisinde yaşanan değişimler Grafik 4.7’de gösterilmiştir. LNPORTHISSE serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.9’da verilmiştir. Sabitli birim kök test istatistiği değerinin (-8,208435), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.9. LNPORTHISSE Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzy	
Sabitli		Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8,208435	0,0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3,508326	
	%5 düzeyi	-2,895512	
	%10 düzeyi	-2,584952	



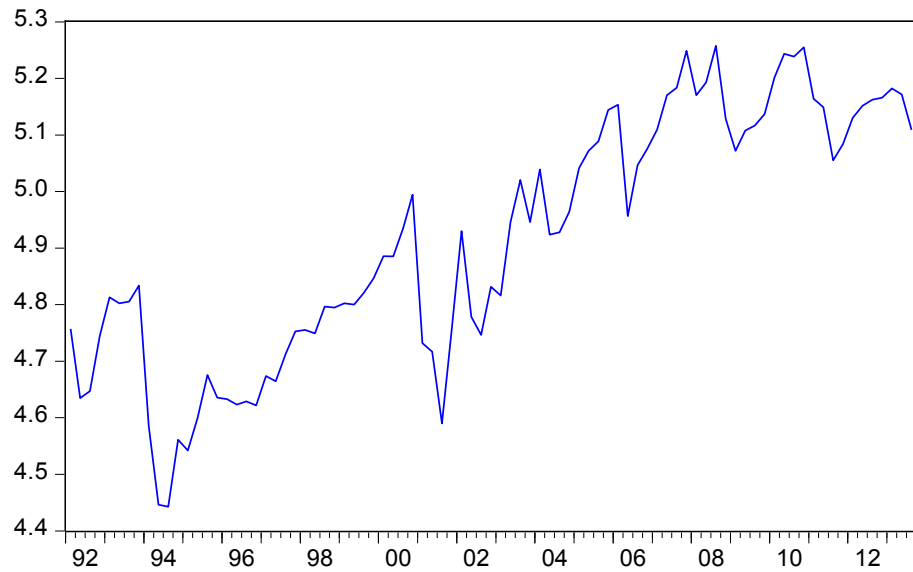
Grafik 4.8. LNPORTFOY Serisi Grafiği

LNPORTFOY serisinde 1992Ç1-2013Ç3 döneminde gözlenen değişimler Grafik 4.8 yardımıyla izlenebilmektedir. LNPORTFOY serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.10’da verilmiştir. Sabitli birim kök test istatistiği değerinin (-8,394565), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.10. LNPORTFOY Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzy	
Sabitli		Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-8,394565	0,0000
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3,508326	
	%5 düzeyi	-2,895512	
	%10 düzeyi	-2,584952	

4.6.1.7. Reel Kur Endeksi Serisi Durağanlık Analizleri



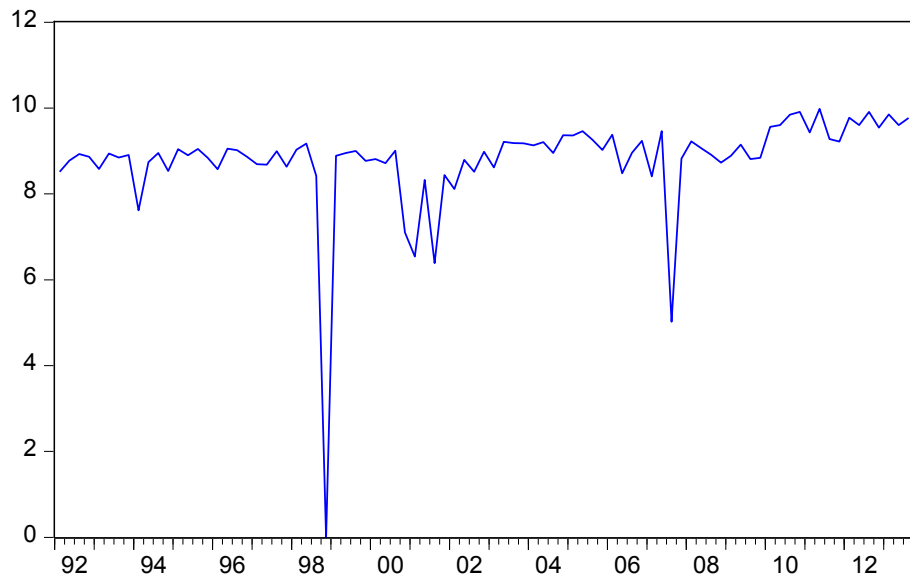
Grafik 4.9. LNRKE Serisi Grafiği

LNRKE serisinin çalışma dönemi boyunca takip ettiği seyir Grafik 4.9’da gösterilmiştir. LNRKE serisi düzey değerleri ve birinci farkları için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.11’de verilmiştir. Sabitli & Trendli birim kök test istatistiği değerinin (-3,853052), mutlak değeri %5 düzeyi kritik değeri mutlak değerinden büyüktür. Bu sebeple serinin birim köke sahip olduğuna yönelik H_0 hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilir. LNRKE serisi düzeyde durağandır

Tablo 4.11. LNRKE Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzey	
Sabitli & Trendli		Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-3,833967	0,0193
Kritik Değer	%1 düzeyi	-4,068290	
	%5 düzeyi	-3.462912	
	%10 düzeyi	-3.157836	

4.6.1.8. Sıcak Para Serisi Durağanlık Analizleri



Grafik 4.10. LNSP Serisi Grafiği

Grafik 4.10 yardımıyla LNSP serisinde çalışma dönemi olan 1992Ç1-2013Ç3 boyunca yaşanan değişimler izlenebilmektedir. LNSP serisi düzey değerleri için yapılmış Genişletilmiş Dickey Fuller birim kök testi sonuçları Tablo 4.12’de verilmiştir. Sabitli birim kök test istatistiği değerinin (-7,882642), mutlak değeri tüm kritik değerlerin mutlak değerinden büyük olduğu için serinin düzey değerine ilişkin kurulan H_0 hipotezi reddedilebilir. Seri düzeyde %99 güven aralığında durağandır.

Tablo 4.12. LNSP Serisi Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Sıfır Hipotezi: BIST Birim köke sahiptir.		Düzey		
Sabitli			Olasılık	
Augmented Dickey-Fuller Test İstatistiği		-7,882642	0,0000	
Kritik Değer	%1 düzeyi	-3,508326		
	%5 düzeyi	-2,895512		
	%10 düzeyi	-2,584952		

4.6.2. Finansal Sermaye Girişlerinin Seçilmiş Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Dinamik Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin seçilmiş makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini inceleyeceğimiz modellerde sahte regresyon sorunuyla karşılaşmamak için

birim kök testleri uygulanıp seriler durağanlaştırıldıktan sonra aralarındaki kısa dönem dinamik ilişkiler VAR modeli yardımıyla bu bölümde tahmin edilecektir.

4.6.2.1. Finansal Sermaye Girişlerinin Büyüme Üzerindeki Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Finansal sermaye girişlerinin büyüme üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli şu şekilde kurulmuştur.

$$BÜYÜME = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 BÜYÜME_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_3 LNPORTFOY_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_4 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Var modelinin sonuçları şu şekildedir;

Tablo 4.13. Finansal Sermaye Girişlerinin Büyüme Üzerindeki Etkilerine İlişkin Var Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
BÜYÜME(-1)	0.125590	1.144089	0.2565
BÜYÜME(-2)	-0.136139	-1.265627	0.2098
BÜYÜME(-3)	0.037141	0.351621	0.7262
LNKVSA(-1)	-0.178895	-0.381654	0.7039
LNKVSA(-2)	-0.172851	-0.375020	0.7088
LNKVSA(-3)	-2.075468	-3.693344	0.0004
LNPORT(-1)	0.483163	1.038626	0.3026
LNPORT(-2)	-2.344063	-2.539733	0.0133
LNPORT(-3)	-0.228868	-0.287508	0.7746
LNSP(-1)	3.133386	3.565866	0.0007
LNSP(-2)	-0.670330	-0.916886	0.3624
LNSP(-3)	0.663574	1.517912	0.1335
C	11.11268	1.152272	0.2531
$R^2=0.2942$ $DW=2.0302$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.838365	0.4368
Değişen Varyans		0.519541	0.4731

Tablo 4.13’de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımlarının 3 çeyrek önceki değerleri ile büyüme arasında ve portföy yatırımlarının iki çeyrek gecikmeli değerleri ile büyüme arasında negatif yönlü ters bir ilişki olduğu ve

son olarak 1 çeyrek önceki sıcak para girişinin büyüme üzerinde pozitif yönlü bir etkiye sahip olduğu, ayrıca söz konusu etkilerin istatistiki olarak anlamlı olduğu kanıtlanmıştır.

Özellikle gelişmekte olan ülkeler incelendiğinde yabancı sermaye akımlarından yararlanmak için ekonominin dışa açılması ve finansal piyasaların serbestleşmesinin ulusal ekonomide makroekonomik istikrarsızlık olduğu durumlarda bu istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynayabileceği gözlemlenmiştir.

Finansal sermaye akımlarının büyük bir bölümünün faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine rahatlıkla kayabilen spekülasyon amaçlı sermaye biçiminde gerçekleşmesinden dolayı bu tür sermaye akımları herhangi bir nedenle ülkeden ayrılmaları ya da girişlerinin azalması durumunda, yerel ekonomiye zarar verebilecek, ulusal sermaye stokunda azalma, ödemeler dengesinde olumsuz gelişmeler ve istihdamın ve dolayısıyla ekonomik büyümenin olumsuz etkilenmesi gibi sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Finansal sermaye girişlerinin bir bütün halinde büyüme üzerindeki etkileri incelendikten sonra bu akımları oluşturan kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri gibi göstergelerin teker teker büyüme üzerindeki etkilerinin incelenmesi adına aşağıdaki modeller kurulmuştur;

$$BÜYÜME = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 BÜYÜME_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + v_{1t}$$

$$BÜYÜME = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 BÜYÜME_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOY_{t-i} + v_{1t}$$

$$BÜYÜME = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 BÜYÜME_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en

uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin büyüme üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.14. KVSA'nın Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
BÜYÜME(-1)	0.076680	0.671988	0.5036
BÜYÜME(-2)	-0.086153	-0.754555	0.4528
BÜYÜME(-3)	0.030334	0.262735	0.7935
LNKVSA(-1)	0.184794	0.371293	0.7115
LNKVSA(-2)	-0.291275	-0.588564	0.5579
LNKVSA(-3)	-0.773435	-1.564754	0.1218
C	7.289331	1.184694	0.2398
$R^2=0.0549$ $DW=2.0234$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		1.665520	0.1961
Değişen Varyans		0.221145	0.6394

Tablo 4.14'de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımlarının 1 çeyrek önceki değerleri büyümeyi pozitif etkilerken, 2 ve 3 çeyrek önceki değerlerinin negatif etkilediği görülmektedir. Ancak söz konusu etkiler istatistiki olarak anlamlı değildir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip oldukları ARCH-LM testiyle tespit edilmiştir.

Portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Portföy yatırımlarının büyüme üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.15. Portföy Yatırımlarının Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
BÜYÜME(-1)	0.090199	0.799922	0.4262
BÜYÜME(-2)	-0.088990	-0.786653	0.4339
BÜYÜME(-3)	0.003373	0.030131	0.9760
LNPORTFOY(-1)	0.745667	1.519007	0.1329
LNPORTFOY(-2)	0.475485	0.949425	0.3454
LNPORTFOY(-3)	-0.832318	-1.675943	0.0979
C	-3.455856	-0.470080	0.6396
$R^2=0.0905$ $DW=1.9667$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.585019	0.4468
Değişen Varyans		0.118968	0.7311

Tablo 4.15’de görüldüğü üzere, portföy yatırımlarının 3 çeyrek önceki değerleri ile büyüme arasında negatif yönlü ters bir ilişki olduğu ve bu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu kanıtlanmıştır.

VAR modelinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH- LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Son olarak sıcak para hareketlerinin büyüme üzerindeki etkilerinin belirlenebilmesi için 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.16. Sıcak Para Girişlerinin Büyümeye Etkisine İlişkin VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
BÜYÜME(-1)	0.145387	1.264205	0.2100
BÜYÜME(-2)	-0.101505	-0.911242	0.3650
BÜYÜME(-3)	-0.016488	-0.149769	0.8813
LNSP(-1)	0.907498	2.084387	0.0405
LNSP(-2)	-1.016039	-2.293434	0.0246
LNSP(-3)	0.413375	0.910290	0.3655
C	-2.692397	-0.450150	0.6539
$R^2=0.1251$ $DW=1.9800$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.676588	0.4134
Değişen Varyans		0.242532	0.6237

Tablo 4.16’da da görüleceği üzere, sıcak para hareketlerinin 1 çeyrek önceki değerleri ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, sıcak para hareketlerinin 2 çeyrek gecikmeli değerleri ile büyüme arasında negatif yönlü ters bir ilişki olduğu ve bu ilişkilerin istatistiki olarak anlamlı olduğu kanıtlanmıştır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

4.6.2.2. Finansal Sermaye Girişlerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin incelenebilmesi için reel döviz kuru endeksi ve finansal sermaye girişleri serileri VAR modeli yardımıyla analize tabi tutulmuştur. Reel döviz kuru endeksi TÜFE bazlı bir endeks olup, endeksteeki artışlar TL'nin yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazandığını azalışlar ise reel olarak değer kaybettiğini göstermektedir. VAR modeli yardımıyla söz konusu ilişkinin incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğunun olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Finansal sermaye girişlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli şu şekilde kurulmuştur.

$$LNRKE = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNRKE_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_3 LNPORTFOY_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_4 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Var modelinin sonuçları şu şekildedir;

Tablo 4.17. Finansal Sermaye Girişlerinin Döviz Kuru Üzerindeki Etkilerini Gösteren Var Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNRKE(-1)	-0.035961	-0.324712	0.7462
LNKVSA(-1)	-0.009459	-1.230625	0.2221
LNPORT(-1)	0.003919	0.489501	0.6258
LNSP(-1)	0.000703	0.095771	0.9239
C	0.043798	0.431163	0.6675
$R^2=0.2332$ $DW=2.0160$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.762445	0.4700
Değişen Varyans		2.029191	0.1581

Finansal sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisini ortaya koymak için kurulan VAR modeli tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımlarının 1 çeyrek önceki değerleri ile reel döviz kuru endeksi arasında negatif yönlü, portföy yatırımları ve sıcak para hareketlerinin 1 çeyrek önceki değerleri ile reel döviz kuru endeksi arasında ise pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. Ancak bahsedilen ilişkiler istatistiki olarak anlamlı ilişkiler değildir.

Ülkeye yabancı sermaye girişi yaşanması döviz arzını artıracaktır. Bu durumda döviz bulunabilirliği bir kısıt olmaktan çıkacak, yerli paranın değeri artacaktır. Yerli para da yaşanan bu değer artışları ithalatı cazip hale getirirken, ülkenin ihracatını ise olumsuz etkileyecektir. Bunlara ek olarak kurda meydana gelebilecek önemli artışlar ülkeye sermaye girişini azaltabilir ya da aniden durmasına yol açarak ani cari hesap kaynaklı ödemeler dengesi krizlerine neden olabilir. Yatırım üzerindeki negatif etkilerinin ötesinde kurda yaşanacak ciddi artışlar ülkenin ekonomik yönetimine duyulan güveni sarsabilir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey test sonuçları hata terimlerinin otokorelasyon içermediğini göstermektedir. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri gibi göstergelerin teker teker döviz kuru üzerindeki etkilerinin incelenebilmesi adına aşağıdaki modeller kurulmuştur;

$$LNRKE = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNRKE_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + v_{1t}$$

$$LNRKE = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNRKE_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOY_{t-i} + v_{1t}$$

$$LNRKE = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNRKE_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en

uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 2 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 2 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.18. KVSA'nın RKE Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNRKE(-1)	-0.044863	-0.400826	0.6896
LNRKE(-2)	-0.126550	-1.139205	0.2581
LNKVSA(-1)	-0.006545	-0.839323	0.4038
LNKVSA(-2)	-0.005490	-0.707427	0.4814
C	0.106598	1.295660	0.1989
$R^2=0.0415$ $DW=2.0287$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		1.118002	0.3322
Değişen Varyans		1.357416	0.2474

Tablo 4.18'de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, istatistiki olarak anlamlı olmamakla birlikte kısa vadeli sermaye akımlarının 1 ve 2 çeyrek önceki değerleri reel döviz kuru endeksini negatif etkilemektedir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinde değişen varyans probleminin olmadığı da tespit edilmiştir.

Portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenmesi sırasında, değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 olarak tespit edilmiştir.

Portföy yatırımlarının döviz kuru üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.19. Portföy Yatırımlarının RKE Üzerindeki Etkisini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNRKE(-1)	-0.038658	-0.353762	0.7244
LNPORTFOY(-1)	0.004083	0.519779	0.6046
C	-0.030275	-0.433678	0.6657
$R^2=0.0044$ $DW=1.9947$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.699309	0.4999
Değişen Varyans		1.779588	0.1859

Tablo 4.19’ da görüldüğü üzere, portföy yatırımlarının 1 çeyrek önceki değerleri ile reel döviz kuru endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğu ancak bu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı kanıtlanmıştır.

VAR modelinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Son olarak sıcak para hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkilerinin belirlenebilmesi için 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 4.20. Sıcak Para Girişlerinin RKE Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	F-istatistiği	Olasılık Değeri
LNRKE(-1)	-0.032668	-0.295783	0.7681
LNSP(-1)	-0.000526	-0.074527	0.9408
C	0.010362	0.165786	0.8687
$R^2=0.0012$ $DW=1.9986$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.700376	0.4994
Değişen Varyans		1.562968	0.2148

Tablo 4.20’de de görüleceği üzere, sıcak para hareketlerinin 1 çeyrek önceki değerleri ile reel kur endeksi arasında negatif yönlü bir ilişki vardır ancak bu ilişkilerin istatistiki olarak anlamlı olduğu kanıtlanamamıştır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve sabit varyansa sahip oldukları yani modelde değişen varyans problemi olmadığı tespit edilmiştir.

4.6.2.3. Finansal Sermaye Girişlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin incelenebilmesi için devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) faiz oranlarıyla ilişkili sermaye akımları serileri VAR modeliyle analize tabi tutulmuştur. Analiz sırasında öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Finansal sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin incelenebilmesi için kurulan VAR modeli 1 gecikme uzunluğuna göre tahmin edilmiştir.

$$DIBS = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 DIBS_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOYBORC_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_3 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Var modelinin sonuçları şu şekildedir;

Tablo 4.21. Finansal Sermaye Girişlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
DIBS(-1)	-0.075784	-0.681784	0.4973
LNPORTBORC(-1)	-0.072048	-2.842656	0.0057
LNSP(-1)	-0.015722	-0.672643	0.5031
C	0.736346	2.774462	0.0069
$R^2=0.1149$ $DW=1.9397$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.359083	0.6995
Değişen Varyans		0.676546	0.4132

Finansal sermaye girişlerinin döviz kurları üzerindeki etkisini ortaya koymak için kurulan VAR modeli tahmin sonuçlarına göre, devlet iç borçlanma senetlerine yapılan portföy yatırımlarının ve sıcak para hareketlerinin 1 çeyrek önceki değerleri ile faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki söz konusudur. Bahsedilen ilişkilerden portföy yatırımlarıyla faiz oranları arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlıyken, sıcak para hareketleriyle faiz oranları arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir.

Finansal serbestleşmeyi savunan çevreler, yurtiçi tasarrufları istenilen büyüme hızına ulaşmak için yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının

yükselerek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarruflarının bu ülkelere yönelebileceğini; bu süreç sonunda, uzun vadede gelişmekte olan ülkelerin faiz oranlarının düşerek, faiz oranının ülkeler arasında eşitleneceğini öne sürmektedirler.

2000’li yılların başından itibaren Türkiye’de yaşanan siyasi istikrar ve güçlü ekonomi dönemi uluslararası piyasalarda ülkeye duyulan güveni artırmıştır. Bu dönemde daha önceki dönemlere oranla göreceli olarak da daha istikrarlı bir şekilde yaşanan pozitif büyüme oranları ve Türkiye piyasalarının 2008 finansal krizinde uluslararası piyasalardan pozitif olarak ayrışması da bu güven ortamını daha da pekiştirmiştir. Bu dönemde ülkeye giren sermaye akımları bir artış trendi izlenirken tüm bu olumlu gelişmelerin sonucu olarak da devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları giderek azalmıştır. Sonuç olarak finansal sermaye girişleriyle ülkede doğal para arzında bir artış, bu durum sonucunda da finansal sermaye ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki söz konusu olmuş, yapılan analizler de bu negatif ilişkiyi kanıtlamıştır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey testi sonuçları hata terimlerinin otokorelasyon içermediğini göstermektedir. Buna ek olarak modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve modelde değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri gibi değişkenlerin teker teker faiz oranları üzerindeki etkilerinin incelenebilmesi adına aşağıdaki modeller kurulmuştur;

$$DIBS = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 DIBS_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOYBORC_{t-i} + v_{1t}$$

$$DIBS = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 DIBS_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Borç senetlerine gelen portföy yatırımlarının faiz oranları üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Portföy yatırımlarının faiz oranları üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.22 Portföy Yatırımlarının Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
DIBS(-1)	-0.051694	-0.492909	0.6234
LNPORTBORC(-1)	-0.075953	-3.088925	0.0027
C	0.632878	2.936042	0.0043
$R^2=0.1100$ DW=2.0000			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.084867	0.9187
Değişen Varyans		0.792517	0.3759

Tablo 4.22’de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, portföy yatırımlarının 1 gecikmeli değerleriyle faiz oranları arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif bir ilişki söz konusudur.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinde değişen varyans probleminin olmadığı da ARCH-LM testi sonuçlarından tespit edilmiştir.

Sıcak para hareketlerinin faiz oranları üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Sıcak para hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkilerini gösteren VAR modelinin sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.23. Sıcak Para Hareketlerinin Faiz Oranları Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
DIBS(-1)	-0.124988	-1.092155	0.2780
LNSP(-1)	-0.030942	-1.304796	0.1956
C	0.242507	1.159618	0.2496
$R^2=0.0266$ DW=1.9643			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.482033	0.6193
Değişen Varyans		0.720388	0.3985

Tablo 4.23’de görüldüğü üzere, sıcak para hareketlerinin 1 çeyrek önceki değerleri ile faiz oranları arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu ancak bu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olmadığı kanıtlanmıştır.

VAR modelinde otokorelasyon ve değişen varyans problemleri olmadığı da Breusch-Godfrey test sonuçlarından ve ARCH-LM testinden anlaşılmaktadır.

4.6.2.4. Finansal Sermaye Girişlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin cari açık üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin incelenebilmesi için cari açık ve finansal sermaye girişleri serileri VAR modeliyle analize tabi tutulmuştur. Analiz sırasında öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Finansal sermaye girişlerinin cari açık üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli şu şekilde kurulmuştur.

$$LNCAR_t = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNCAR_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_3 LNPORTFOY_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_4 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Var modelinin sonuçları şu şekildedir;

Tablo 4.24. Finansal Sermaye Girişlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNCAR(-1)	0.461120	4.579875	0.0000
LNKVSA(-1)	0.201792	1.786255	0.0778
LNPORT(-1)	0.252852	2.148353	0.0347
LNSP(-1)	0.050539	0.445486	0.6572
C	0.121876	0.083385	0.9338
$R^2=0.3784$ $DW=2.1501$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		1.238432	0.2954
Değişen Varyans		3.195621	0.0775

Tablo 4.24’de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımlarının 1 çeyrek önceki değerleri ile cari açık arasında pozitif

yönlü bir ilişki olduğu ve söz konusu ilişkinin istatistiki olarak anlamlı olduğu kanıtlanmıştır.

Sermaye hareketlerinin, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi kambiyo politikaları aracılığıyla oluşmaktadır. Sermaye girişleriyle birlikte ülkede döviz arzı artmakta bunun sonucu olarak da yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Yerli paranın değerinin artmasının en büyük etkisi ise ithalatın artması ve buna bağlı olarak net ihracatın azalması olacaktır. Yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına bağlı olarak bir taraftan ihraç mallarının fiyatı yabancı malların fiyatlarına göre yükselmekte diğer yandan ithal malların fiyatları ucuzlamaktadır. İthal malların fiyatlarında yaşanan bu ucuzlamaya bağlı olarak yurtiçi talebin bir bölümü ithal mallara kaymakta ve bu yüzden dış ticaret açıkları yükselmektedir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey testi sonuçları hata terimlerinin otokorelasyon içermediğini göstermektedir. Buna ek olarak modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve modelde değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri gibi değişkenlerin teker teker cari açık üzerindeki etkilerinin incelenebilmesi adına aşağıdaki modeller kurulmuştur;

$$LNCARİ = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNCARİ_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i}$$

$$LNCARİ = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNCARİ_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOY_{t-i}$$

$$LNCARİ = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 LNCARİ_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNSP_{t-i}$$

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin cari açık üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir.

Tablo 4.25. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNCARI(-1)	0.527910	5.727415	0.0000
LNKVSA(-1)	0.193517	1.699199	0.0930
C	2.313963	2.153828	0.0342
$R^2=0.3396$ DW=2.0922			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		0.381362	0.6841
Değişen Varyans		5.715417	0.0191

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin cari açık üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye akımlarının bir çeyrek önceki değerleri cari açığı pozitif etkilemektedir. Söz konusu etki istatistiki olarak da anlamlıdır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey testi sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ancak modelden elde edilen hata terimlerinin değişen varyansa sahip olmadıkları hipotezi ARCH-LM testi sonuçlarına göre reddedilememiştir.

Portföy yatırımlarının cari açık üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir.

Tablo 4.26. Portföy Yatırımlarının Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNCARI(-1)	0.520217	5.691912	0.0000
LNPORT(-1)	0.245187	2.077061	0.0409
C	1.825492	1.600628	0.1133
$R^2=0.3504$ DW=2.1692			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		1.751809	0.1800
Değişen Varyans		3.193198	0.0776

Portföy yatırımlarının cari açık üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçlarına göre portföy yatırımlarının bir çeyrek önceki değerleri cari açığı pozitif etkilemektedir. Söz konusu etki istatistiki olarak da anlamlıdır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey testi sonuçları hata terimlerinin otokorelasyon içermediğini göstermektedir. Buna ek olarak modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve modelde değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Sıcak para hareketlerinin cari açık üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

VAR modeli Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre kurulmuştur. Sıcak para hareketlerinin cari açık üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.27. Sıcak Para Hareketlerinin Cari Açık Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
LNCARI(-1)	0.528220	5.249736	0.0000
LNSP(-1)	0.097550	0.844221	0.4010
C	3.067217	3.057237	0.0030
$R^2=0.3224$ DW=2.1410			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		1.510072	0.2270
Değişen Varyans		4.087333	0.0464

Sıcak para hareketlerinin cari açık üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerini gösteren VAR modeli sonuçlarına göre sıcak para hareketleri ve cari açık arasında istatistiki olarak anlamlı herhangi bir ilişki söz konusu değildir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey testi sonuçlarından anlaşılmaktadır. Ancak modelden elde edilen hata terimlerinin değişen varyansa sahip olmadıkları hipotezi ARCH-LM testi sonuçlarına göre reddedilememiştir.

4.6.2.5. Finansal Sermaye Girişlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkileri

Finansal sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin incelenebilmesi için enflasyon ve finansal sermaye girişleri serileri VAR modeliyle analize tabi tutulmuştur. Analiz sırasında öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 1 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 1 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Finansal sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli şu şekilde kurulmuştur.

$$ENF = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 ENF_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_3 LNPORTFOY_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_4 LNSP_{t-i} + v_{1t}$$

Var modelinin sonuçları şu şekildedir;

Tablo 4.28 Finansal Sermaye Girişlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
ENF(-1)	0.635135	6.972906	0.0000
LNKVSA(-1)	0.125680	0.687046	0.4940
LNPORT(-1)	0.029120	0.150145	0.8810
LNSP(-1)	-0.143364	-0.820853	0.4141
C	0.792032	0.301504	0.7638
$R^2=0.4169$ $DW=2.6936$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		34.37648	0.0000
Değişen Varyans		0.318867	0.5738

Finansal sermaye girişlerinin enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koymak için kurulan VAR modeli tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımları ve portföy yatırımları ile enflasyon arasında pozitif, sıcak para hareketleri ile enflasyon arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Ancak bahsedilen ilişkiler istatistiki olarak anlamlı değildir. Buna ek olarak model otokorelasyon içerdiğinden yapılacak tahminler etkin olmayacaktır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde Breusch-Godfrey testi sonuçları hata terimlerinin otokorelasyon içerdiğini göstermektedir. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa

sahip olup olmadıkları ARCH-LM testi ile incelenmiş ve değişen varyans probleminin olmadığı tespit edilmiştir.

Kısa vadeli sermaye akımları, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri gibi değişkenlerin teker teker enflasyon üzerindeki etkilerinin incelenebilmesi adına aşağıdaki modeller kurulmuştur;

$$ENF = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 ENF_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNKVSA_{t-i}$$

$$ENF = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 ENF_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNPORTFOY_{t-i}$$

$$ENF = a_1 + \sum_{i=1}^p b_1 ENF_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_2 LNSP_{t-i}$$

Kısa vadeli sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.29. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
ENF(-1)	0.246848	2.249037	0.0274
ENF (-2)	0.520020	5.387088	0.0000
ENF (-3)	0.093894	0.852635	0.3965
LNKVSA(-1)	0.096583	0.642809	0.5223
LNKVSA(-2)	0.033615	0.220306	0.8262
LNKVSA(-3)	0.048067	0.315693	0.7531
C	-1.247263	-0.654856	0.5145
$R^2=0.6118$ $DW=2.0650$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		5.758228	0.0047
Değişen Varyans		1.807042	0.1826

Tablo 4.29’da da görülen model tahmin sonuçlarına göre, kısa vadeli sermaye akımlarının enflasyon üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisine dair bir kanıt rastlanmamıştır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içerdiği Breusch-Godfrey test sonuçlarında anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip oldukları tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle ARCH-LM testi sonuçlarına göre modelde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Portföy yatırımlarının enflasyon üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğu olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Portföy yatırımlarının enflasyon üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.30. Portföy Yatırımlarının Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
ENF(-1)	0.221926	1.971836	0.0522
ENF (-2)	0.538008	5.458458	0.0000
ENF (-3)	0.088817	0.791456	0.4311
LNPORT(-1)	-0.129169	-0.817400	0.4162
LNPORT(-2)	0.097508	0.613247	0.5415
LNPORT(-3)	0.024843	0.157452	0.8753
C	0.325309	0.136242	0.8920
$R^2=0.6133$ $DW=2.0568$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		4.783610	0.0111
Değişen Varyans		2.836510	0.0960

Tablo 4.30’da da görülen model tahmin sonuçlarına göre, portföy yatırımlarının enflasyon üzerinde istatistiki olarak anlamlı herhangi bir etkisi tespit edilememiştir.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içerdiği Breusch-Godfrey test sonuçlarında anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip oldukları tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle ARCH-LM testi sonuçlarına göre modelde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

Sıcak para hareketlerinin enflasyon üzerindeki kısa dönemli dinamik etkilerinin VAR modeliyle incelenebilmesi için öncelikle değişkenler arasındaki en uygun gecikme

uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Değişkenler arasındaki en uygun gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre 3 bulunmuştur.

Akaike bilgi kriterine göre belirlenen en uygun gecikme uzunluğunun bir eksiği olan 3 gecikme uzunluğuna göre VAR modeli tahmin edilmiştir. Sıcak para hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkilerini gösteren VAR modeli sonuçları şu şekildedir.

Tablo 4.31. Sıcak Para Hareketlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkilerini Gösteren VAR Modeli

Değişken	Katsayı	T-istatistiği	Olasılık Değeri
ENF(-1)	0.245059	2.259665	0.0267
ENF (-2)	0.511726	5.284620	0.0000
ENF (-3)	0.074536	0.676319	0.5009
LNPORT(-1)	0.014245	0.100958	0.9198
LNPORT(-2)	0.047102	0.334468	0.7389
LNPORT(-3)	-0.185324	-1.327982	0.1881
C	1.391068	0.662500	0.5096
$R^2=0.6173$ $DW=2.0715$			
		F-istatistiği	Olasılık Değeri
Otokorelasyon		3.062425	0.0527
Değişen Varyans		1.959138	0.1654

Tablo 4.31’de de görülen model tahmin sonuçlarına göre, sıcak para hareketlerinin enflasyon üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığı kanıtlanmıştır.

VAR modelinden elde edilen hata terimlerine ilişkin tanısal test sonuçları incelendiğinde ise hata terimlerinin otokorelasyon içermediği Breusch-Godfrey test sonuçlarında anlaşılmaktadır. Ayrıca modelden elde edilen hata terimlerinin sabit varyansa sahip oldukları tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle ARCH-LM testi sonuçlarına göre modelde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

SONUÇ

Ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirmesiyle, sermayenin yoğun getirinin düşük olduğu ülkelere, kısıtlı sermayeye dolayısıyla yüksek getiriye sahip ülkelere bir sermaye akımı söz konusu olmuştur. İç tasarrufları düşük ülkelerdeki yüksek faiz oranları bu sermaye hareketlerinin arkasındaki ana nedenlerden biridir. Serbestleşme sonucu ülkeler arasında rahatça hareket edebilme fırsatı bulan sermayenin dünya genelinde en kârlı enstrümanları olarak bunları finanse edeceği, gelişmekte olan ülkelere yaşanan ödemeler dengesi krizlerini engelleyeceği ve yatırımcılar için daha uygun portföy çeşitlendirme imkanları sunacağı varsayılmıştır.

Teknoloji ve iletişimdeki ilerlemelerle iyiden iyiye hız kazanan sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından ekonomik büyümelerini artırmada kullanacakları bir finansman kaynağı olarak görülmüşlerdir. Gelişmekte olan ülkelere yönelen bu sermaye akımlarının bu ülkelere sermaye maliyetini düşürerek ekonomik büyümeye doğrudan katkı yapacağı öngörülmüştür.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları, bu ülkelere ulusal kaynakların (tasarruf) üzerinde harcama ve yatırım yapılabilmesine imkân sağlamışlardır. Kaynak kullanımının genişlemesi sonucunda yatırım oranının yükselmesi, ulusal tasarruflarla sağlanabilecek ekonomik büyümenin ötesinde üretim ve gelir artışı elde edilmesi dolayısıyla ekonominin daha hızlı büyümesine yol açmıştır.

Ancak bu çalışmanın konusunu oluşturan finansal sermaye girişlerinin özellikle 1990 sonrası gelişimi ve bilhassa gelişmekte olan ülkelere etkileri incelendiğinde bu akımlardan yararlanmak için ekonominin dışa açılması ve finansal piyasaların serbestleşmesinin ulusal ekonomide makroekonomik istikrarsızlık olduğu durumlarda bu istikrarsızlığı artırıcı ve derinleştirici bir rol oynayabileceği gözlemlenmiştir.

Finansal sermaye akımlarının büyük bir bölümünün faiz-kur arbitrajına dayanarak yüksek reel getiri elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine rahatlıkla kayabilen spekülasyon amaçlı sermaye biçiminde gerçekleşmesinden dolayı bu tür sermaye akımları herhangi bir nedenle ülkeden ayrılmaları ya da girişlerinin azalması durumunda, yerel ekonomiye zarar verebilecek, ulusal sermaye stokunda azalma,

ödemeler dengesinde olumsuz gelişmeler, istihdamın ve bu olumsuz gelişmelere bağlı olarak büyümenin de negatif etkilenmesi gibi sonuçlar ortaya çıkarabilirler.

Böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde de bu tür sermaye girişleri özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyümeyi destekleyen önemli bir faktör olmaktan çok makroekonomik istikrarsızlığı hızlandırıp ülkeyi bir kriz ortamına sokabilir ya da hali hazırda var olan kriz ortamının şiddetini daha da artırabilirler.

Çalışmanın literatür taraması bölümü de sermaye akımlarının bu iki yönlü ilişkisini ortaya koymaktadır. Finans literatüründe sermaye akımlarının ekonomik büyümeye olan muhtemel etkileri hakkında fikir birliği olmamakla birlikte ampirik çalışmaların ortaya koyduğu sonuçlarda bu durumla paralellik göstermektedir. Yapılan ampirik çalışmaların bazılarında sermaye girişleri ekonomik büyümeyi artırırken, bazı çalışmalar ise tam tersi sonuçlara ulaşmışlardır.

Bu çalışmanın da konusunu oluşturan finansal sermaye akımları şeklinde niteleyebileceğimiz portföy yatırımları, kısa vadeli sermaye akımları ve sıcak para hareketleri gibi sermaye akımlarının ülke ekonomilerine ve makroekonomik göstergelere etkilerini inceleyen çalışmalarda da benzer sonuçlar ortaya koyulmuştur. 1992-2013 dönemine ilişkin çeyreklik verilerin VAR yöntemiyle analiz edilmesi sonucunda portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyüme üzerinde negatif etkileri varken sıcak para hareketlerinin ekonomik büyümeyle pozitif bir ilişki içinde olduğu ortaya koyulmuştur. Finansal sermaye girişlerinin büyüme üzerinde etkisi vardır alternatif hipotezi kabul edilmiştir. Sonuçlar Baharumshah ve Thanoon'un 2006; Balkan, Biçer ve Yeldan'ın 2002 yılında yapmış oldukları çalışmaların sonuçlarıyla uyumludur.

Portföy yatırımları ve kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde saptanan bu negatif etkisinin bu tip yatırımların faiz-kur arbitrajına dayanan yatırımlar olmaları, yüksek bir mobiliteye sahip olmalarından dolayı herhangi bir ekonomik ya da politik istikrarsızlık ve muhtemel bir kriz halinde ülkeyi çok hızlı terk edebilmelerinden dolayı ülkenin içinde bulunduğu olumsuz durumu daha da kötüleştirebilmelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Yukarda da değinildiği gibi yabancı sermayenin herhangi bir nedenle ülkeden çıkması ya da girişinin azalması

durumunda, yerel ekonominin dinamizmine ve rekabetçi ortamına zarar verebilecek, ulusal sermaye stokunda ve merkez bankası döviz rezervlerinde azalma, reel döviz kurlarında ve faiz oranlarında artış, cari açığa olumsuz gelişmeler ve istihdamın olumsuz etkilenmesi gibi sonuçlar ortaya çıkabilir ve negatif unsurların ekonomiye olan muhtemel negatif etkileri daha da derinleşebilir.

Finansal sermaye girişlerinin reel kur endeksi üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı olmamakla birlikte kısa vadeli sermaye akımları için negatif, portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri için ise pozitif etkiler söz konusudur. Reel döviz kurunun yükselmesi TL'nin değer kazandığını, reel döviz kurunun düşmesi ise TL'nin değer kaybettiğini göstermektedir. Ülkeye yönelen portföy yatırımları ve sıcak para hareketleri şeklindeki sermaye akımlarının istatistiki olarak anlamlı olmamakla birlikte TL'nin değerini artırıcı yönde bir etkiye sahip olduğuna dair işaretler vardır. Ibarra (2011); Combes vd. (2011); Jongwanich ve Kohpaiboon (2013); Balkan, Biçer ve Yeldan (2002); Berument ve Dinçer (2004); Çimenoglu ve Yentürk (2005); Şengönül (2007) tarafından yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

TL'nin değerinin artması ithalatı daha cazip bir hale getirirken ihracat yapan işletmelerin maliyetlerinde bir artış söz konusu olacak bu da ülkenin dış ticarete rekabetçiliğini kaybetmesi anlamına gelecektir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi sonucu ülkenin dış ticarete rekabetçiliğini kaybetmesi sermaye akımlarının en olumsuz sonuçlarından biridir. Dış ticaret dengesinin ithalat lehine bozulması cari açık üzerinde de olumsuz bir etki yapacak ve cari açığın artmasına yol açacaktır.

Merkez bankası fiyat istikrarını korumak adına piyasanın döviz talebine döviz ihaleleri açmak suretiyle cevap vermeye çalışacak bunun yeterli olmadığı durumlarda ülkeye daha fazla yabancı sermaye çekmek adına faiz artırım kararı verecektir. Sonuç olarak TL'nin aşırı değerlenmesi merkez bankası rezervlerinde bir düşüşe neden olacak, ülkede reel faizler artacak ve ekonomik istikrar bundan olumsuz bir şekilde etkilenecektir. Artan reel faizler sonucu yatırım maliyetlerinin artması sonucu yatırımların iptal edilmesi veya ertelenmesi istihdam ve dolayısıyla işsizlik üzerinde de bir baskı unsuru oluşturacaktır.

Yurtiçi tasarrufları istenilen büyüme hızına ulaşmak için yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler yüksek faiz oranlarıyla tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarruflarını çekebileceklerdir. Uluslararası sermaye akımlarının arkasındaki en önemli itici güç gelişmekte olan ülkelerle gelişmiş ülkeler arasındaki faiz oranları farklarıdır. Gelişmekte olan ülkelere yönelecek sermaye akımlarıyla bu ülkelerde faiz oranları uzun vadede düşecek ve faiz oranları eşitlenecektir.

Ancak, sermaye girişlerinin GOÜ'lerdeki faiz oranlarını düşürmek bir yana yükseltebileceğini öne süren görüşler de mevcuttur. Bu görüşlere göre, GOÜ'lerde sermaye girişlerinin faiz oranları üzerindeki etkisi, ekonomideki diğer etkenlerle birleşerek ortaya çıkmaktadır ve bu sebeple daha karmaşık bir konudur. GOÜ'lere yönelik sermaye girişleri, bütünüyle tasarruf açığını finanse etmeye yönelmemekte, daha çok marjinal tüketim eğilimini artırmaya yönelik gelişmektedir. Böyle bir durumda kişilerin gelirleri içinde tüketimden vazgeçtikleri payı artmamakla birlikte, faiz oranlarında herhangi bir geri çekilme de meydana gelmemektedir. GOÜ'lere yönelen sermaye akımlarıyla birlikte faiz oranlarının düşmeyebileceğini işaret eden başka bir husus da GOÜ'lerde iktisadi karar vericilerinin, yabancı fonları yurtiçine çekmek için yüksek faiz haddi politikası uygulamasıdır.

Yapılan analizler sonucunda devlet iç borçlanma senetlerine yapılan yabancı portföy yatırımlarının bir gecikmeli değerlerinin devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları üzerinde negatif bir etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Sabit getirili portföy yatırımları şeklinde gelen uluslararası sermaye akımları devlet iç borçlanma senetleri faiz oranlarını düşürmüştür. Finansal sermaye girişlerinin faiz oranları üzerinde etkisi vardır hipotezi kabul edilmiştir. Ulaşılan sonuç Çeviş ve Kadılar (2001); Berument ve Dinçer (2004) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla örtüşmektedir.

2000'li yılların başından itibaren Türkiye'de yaşanan siyasi istikrar ve güçlü ekonomi dönemi uluslararası piyasalarda ülkeye duyulan güveni artırmıştır. Bu dönemde daha önceki dönemlere oranla göreceli olarak da daha istikrarlı bir şekilde yaşanan pozitif büyüme oranları ve Türkiye piyasalarının 2008 finansal krizinde uluslararası piyasalardan pozitif olarak ayrışması da bu güven ortamını daha da pekiştirmiştir. Bu dönemde ülkeye giren sermaye akımları bir artış trendi izlerken tüm bu olumlu gelişimlerin sonucu olarak da devlet iç borçlanma senetleri faiz oranları

giderek azalmıştır. Sonuç olarak finansal sermaye girişleriyle ülkede doğal para arzında bir artış, bu durum sonucunda da finansal sermaye ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki söz konusu olmuş, yapılan analizler de bu negatif ilişkiyi kanıtlamıştır.

Sermaye hareketlerinin, ekonominin dış ticaret dengesi üzerindeki etkisi kambiyo politikaları aracılığıyla oluşmaktadır. Sermaye girişleriyle birlikte ülkede döviz arzı artmakta bunun sonucu olarak da yerli para yabancı paralar karşısında revüle olmaktadır. Yerli paranın değerinin artmasının en büyük etkisi ise ithalatın artması ve buna bağlı olarak net ihracatın azalması olacaktır. Yerli paranın yabancı paralar karşısında değer kazanmasına bağlı olarak bir taraftan ihraç mallarının fiyatı yabancı malların fiyatlarına göre yükselmekte diğer yandan ithal malların fiyatları ucuzlamaktadır. İthal malların fiyatlarında yaşanan bu ucuzlamaya bağlı olarak yurt içi talebin bir bölümü ithal mallara kaymakta ve bu yüzden dış ticaret açıkları yükselmektedir.

Finansal sermaye girişleri ile cari açık arasındaki ilişkiyi incelediğimiz VAR modeli sonuçlarına göre kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları şeklinde Türkiye'ye giren uluslararası sermayenin cari açığı artırdığı ortaya çıkmıştır. Finansal sermaye girişlerinin cari açık üzerinde etkisi vardır hipotezi kabul edilmiştir. Balkan, Biçer ve Yeldan 2002 yılında yapmış olduğu çalışmada benzer sonuçlara ulaşmıştır. Yukarda da belirtildiği üzere teoriye uygun olarak finansal sermaye girişleri sonucu TL'nin değerinde ortaya çıkan muhtemel bir artış tüketim malları ithalatını artırmış ve aynı zamanda dış piyasalarda ihraç mallarının fiyatını artırmış ve ülke dış ticareti bu durumdan olumsuz etkilenmiş olabilir. Bu durum sonucunda ithalatın ihracatı karşılama oranı da giderek azalacak ve bu da cari açığa negatif olarak yansımaktır. Ülkeye giren sermaye akımları ihracata yönelik yatırımlara kanalize edilebilirse ilerleyen dönemlerde ihracatın artmasıyla dış ticaret açığı ve dolayısıyla cari açık azaltılabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Akdi, Y., (2010), *Zaman Serileri Analizi*, Ankara, Gazi Kitabevi
- Alpar, C.,(1980), *Çokuluslu Şirketler ve Ekonomik Kalkınma*, 3. Baskı, Ankara, Turhan Kitabevi.
- Arıkan, D., (2006), *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*, İstanbul, Arıkan Basım Yayın Dağıtım Ltd.
- Aslan, N., (1997), *Uluslararası Özel Sermaye Akımları*, İstanbul, Türkmen Kitabevi.
- Batmaz, N. – Tekeli S., (2009), *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)*, Denizli, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Berksoy, T. – Saltoğlu, B., (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul, İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Bozkurt, Y. Hilal, (2013), *Zaman Serileri Analizi*, Kocaeli, Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Candemir, A., (2006) *Dünyada Doğrudan Sermaye Yatırımları ve Etkileyen Faktörler*, İstanbul, Yased Yayınları.
- Cardoso, Eliana A., - Dornbusch R., (1989) “Foreign Private Capital Flows”, Hollis, T. Chenery, - Srinivasan N., *Handbook of Development Economics*, İçinde, Elsevier, New York.
- Çelik, İ., (2012), *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama*, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları.
- Dikmen, N., (2009), *Ekonometri Temel Kavramlar ve Uygulamalar*, Ankara, Nobel Yayınları.
- Erdoğan, A., (2012), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye Örneği*, Ankara, Nobel Yayınları.
- Ertürk, E., (1994), *Döviz Ekonomisi*, İstanbul, Der Yayınları.
- Felderer, B. - Homburg, S., (2010), *Makro İktisat ve Yeni Makro İktisat*, çevirenler: Osman Aydoğuş, Oğuzhan Altay, Ankara, Efil Yayınevi.
- Frank, I., (1980), *Foreign Enterprise in Developing Countries*, Baltimore The John Hopkins University Pres.
- Gujarati, N. Damodar, (2010), *Temel Ekonometri*, İstanbul, Literatür Yayınları.
- IMF, (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6)*.
- İçöz, C., (1995), *Küresel Makro İktisat*, Ankara, Gazi Üniversitesi Yayınevi.
- Johnson, D. – Turner C., (2007), *International Business Themes and Issues in the Modern Global Economy*, New York, Routledge Taylor & Francis Group.

- Johnson, D. - Turner, C., (2004), *International Business Themes and Issues in the Modern Global Economy*, Taylor & Francis e- Library.
- Karluk, S. Rıdvan, (2009), *Uluslararası ekonomi: teori politika*, İstanbul, Beta Yayınları.
- Kaya, Y. Türker, (1998), *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*, Ankara, DPT Yayınları.
- Kutlar, A., (2005), *Uygulamalı Ekonometri*, Ankara, Nobel Yayınları.
- Moosa, A. Imad, (2002), *Foreign direct investment, Theory, Evidence and Practice*, New York, Palgrave Publishers Ltd.
- Mucuk, M., (2011), *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları*, Konya, Çizgi Kitabevi.
- OECD, (2008), *Benchmark Definition Of Foreign Direct Investment Fourth Edition*.
- Özsoylu, Ahmet, F., (2011), *Türkiye Ekonomisi*, Adana, Karahan Kitabevi.
- Paya, M. Merih, (2001), *Makro İktisat*, İstanbul, Filiz Kitabevi.
- Razin, A. – Sadka E., (2007), *Foreign direct investment : analysis of aggregate flows*, Princeton University Press.
- Seyidoğlu, H., (1999), *Uluslararası iktisat Teori, Politika ve Uygulama*, İstanbul, Güzem Can Yayınevi.
- Seyidoğlu, H., (2003), *Uluslararası Finans*, İstanbul, Güzem Can Yayınevi.
- Şahin, H., (2007), *Türkiye Ekonomisi*, Bursa, Ezgi Kitabevi.
- Tarı, R., (2010), *Ekonometri*, Kocaeli, Umuttepe Yayınları.
- Tecer, M., (2005), *Türkiye Ekonomisi*, Ankara, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, Ankara.
- Tezcanlı vd., (1994), *Uluslararası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye*, İstanbul, İMKB Borsası Araştırma Yayınları.
- UNCTAD (1998), *World Investment Report Trends and Determinants*, Geneva.
- UNCTAD (2006), *Developing Countries Are Beginning To Promote Outward FDI*, UNCTAD Investment Brief Number 4, Geneva.
- Ünsal, M. Erdal, (2005), *Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi*, Ankara, İmaj Yayınevi.
- World Bank, (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries, the Road to Financial Integration*, Oxford University Press.
- Yentürk, N. – Çimenoglu, A., (2003), “Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi”, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler, İçinde*, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yentürk, N.- Uluengin, B., (2003), “Yurtiçine Sermaye Akışının Derneşik Harcama Kategorileri Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği”, *Körlerin Yürüyüşü: Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler, İçinde*, İstanbul, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Makaleler:

- Ağcaer, A.,(2003), “Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Aizenman, J.- Riera-Crichton, D.,(2008) “Real Exchange Rate and International Reserves in an Era of Growing Financial and Trade Integration”, *The Review of Economics and Statistics*, c.40, S.4.
- Aklan, N. Adanur, - Nargeleçekenler, M.,“Para Politikalarının Banka Kredi Kanalı Üzerindeki Etkileri”, *G.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, S.39.
- Aklan, N. Adanur, (2007) “Kriz Sonrası Süreçte Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Döviz Piyasası Müdahalelerinin Etkinliği”, *Akdeniz İ.İ.B.F. Dergisi*, S.13.
- Arellano, C. - Mendoza, G. Enrique, (2002), ” Credit Frictions and ‘Sudden Stops’ In Small Open Economies: An Equilibrium Business Cycle Framework For Emerging Markets Crises”, *NBER Working Paper*, S.8880.
- Baharumshah, A.Z. - Thanoon, M. A.,(2006). “Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries”, *China Economic Review*, S.17.
- Bailliu, J. N.,(2000), “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, *Bank of Canada Working Paper*, S.1.
- Bakardzhieva, D. – Ben, S. – Kamar, B., (2010), “The Impact of Capital and Foreign Exchange Flows on the Competitiveness of Developing Countries”, *IMF Working Paper*, S.154.
- Bartram, Sohnke M. - Dufey, G., (2001), “International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework” *Financial Markets, Institutions & Instruments*, c.10, S.3.
- Bekaert, G. – Harvey, C. R. - Lundblad, C., (2005), “Does financial liberalization spur growth?” *Journal of Financial Economics*, c.77.
- Bekaert, G. – Harvey, R. Campbell, (1998), “Capital Flows and The Behavior of Emerging Market Equity Returns”, *NBER Working Papers*, S.6669.
- Berument, H. – Dinçer, N., (2004), “Do Capital Flows Improve Macroeconomic Performance in Emerging Markets? The Turkish Experience”, *Emerging Markets Finance & Trade*, c. 40, S.4.
- Calvo, A. Guillermo, - Mendoza, G. Enrique, (1997), “Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets”, *Institute for Empirical Macroeconomics Federal Reserve Bank of Minneapolis Discussion Paper*, S.120.
- Calvo, A. Guillermo, (1998a), “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, c. 1, S.1.
- Calvo, G. - Leiderman, L. - Reinhart, C., (1996), “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects”, *Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper*, S.302.

- Calvo, G. - Leiderman, L., - Reinhart, C., (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, c. 40, S.1.
- Candemir, A., (2007), "Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme ve İstihdam Üzerindeki Etkileri", *TİSK İşveren Dergisi*, c.8, S.45.
- Chanda, A., (2005), "The influence of capital controls on long run growth: Where and how much?", *Journal of Development Economics*, c. 77, S.2.
- Chudnovsky, D., - Lopez A., (2002), "The Strategies of Multinationanl Companies in 1990s Argentina", *Cepal Review*, S.72.
- Chuhan, P. - Claessens, S., - Mamingi, N., (1993), "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America The Role of Global and Country Factors", *World Bank Policy Research Working Paper*, S. 1160.
- Claessens, S. - Mamingi, N., (1993), "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America The Role of Global and Country Factors", *Journal of Development Economics*, c.55.
- Combes, J. - Kinda, T., - Plane, P., (2011), "Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate", *IMF Working Paper*, African Department, WP/11/9.
- Contessi, S. – Weinberger A., (2009), "Foreign Direct Investment, Productivity and Country Growth: An Overview", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 91 (2).
- Çeviş, I. – Kadılar, C., (2001), "The Analysis of the Short-term Capital Movements by Using the VAR Model: The Case of Turkey", *The Pakistan Development Review*, c. 40, S.3.
- Çimenoglu, A. – Yentürk, N., (2005), "Effects of International Capital Inflows on the Turkish Economy", *Emerging Markets Finance & Trade*, c. 41, S.1.
- Çulha, A. Ali, (2006), "A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey", *Central Bank Review*, S.2.
- Dasgupta D. - Ratha D., (1999), "What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? and How Does Official Lending Respond?", *Development Economics Prospects Group World Bank*.
- Desai, A. Mihir, - Foley, C. Fritz, - Hines, R. James Jr, (2002), "International Joint Ventures And The Boundaries Of The Firm", *NBER Working Paper*, S.5.
- Dooley, P. Michael, (1997), "A Model of Crises in Emerging Markets", *NBER Working Paper*, S.6300.
- Dunning, John H., (1996), "Re-Evaluating The Benefits of Foreign Direct Investment", *UNCTAD/ITE/IIT*, c. 3, S.1.
- Durham, J. Benson, (2004), "Absorptive Capacity and Effects Of Foreign Direct investment and Equity Foreign Portfolio investment On Economic Growth", *European Economic Review*, S.48.

- Edison, vd., (2002), "International Financial Integration and Economic Growth", *NBER Working Paper*, S.9164.
- Edwards, S., (2007), "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Behavior: Theory and Evidence from Developing Countries", *Institute for International Economics*.
- Erdoğan, S., (2001), "Küresel Mali Reform ve Tobin Vergisi", *Mülkiye Dergisi*, c.25, S.229.
- Fernandez-Arias E. - Montiel, Peter J. (1995), "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries Prospects and Policy Response", *Policy Research Working Paper*, 1473.
- Fernandez-Arias E. - Montiel, Peter J. (1996), "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, c. 10, S.1.
- Ferreira, M.A. – Laux, P.A., (2008), "Portfolio Flows, Volatility and Growth", *Journal of International Money and Finance*, c. 28.
- Gamra, S. Ben, (2008), "Does Financial Liberalization Matter for Emerging East Asian Economies Growth? Some new evidence", *International Review of Economics and Finance*, c. 18
- Goldstein I., Razin A., (2002), "An Information – Based Trade Off Between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment: Volatility, Transparency and Welfare", *NBER Working Paper*, No: 9426.
- Gruben, C. William, - McLeod, D., (1998), "Capital Flows, Savings and Growth in the 1990s", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, c. 38, S.3.
- Harzing, A., (2002), "Acquisitions Versus Greenfield Investments: International Strategy And Management of Entry Modes", *Strategic Management Journal*, S.23.
- Hatırlı, A. Selim – Öztürk, E. – Aktaş, A. Rıza, (2008), "Fındık Piyasasında Fiyat Geçirgenliğinin Analizi", *Akdeniz Üniversitesi Ziraat Fakültesi Dergisi*, c.21, S.1.
- Henhart, J. - Park, Y., (1993), "Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States", *Management Science*, c. 39, S.9.
- Hoggart, G. - Sterne, G., (1997), "Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses", *Centre for Central Banking Studies*, S.14.
- Ibarra, A. Carlos, (2011), "Capital Flows and Real Exchange Rate Appreciation in Mexico", *World Development*, c. 39, S.12.
- İnsel, A. - Sungur, N., (2003), "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV", *Turkish Economic Association Discussion Paper*, S. 8.
- Jongwanich, J. – Kohpaiboon, A., (2013), "Capital flows and real exchange rates in emerging Asian countries", *Journal of Asian Economics*, S.24.

- Kar M. – Kara, M. Akif, - Kaplan, M., (2004), “Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri”, *K.S.Ü. Sosyal Bilimler Dergisi*, c. 1, S.1.
- Karaca, C. – Abasız, T., (2007), “Gelir ve Bölge Ayrımına Göre Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Analiz”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, c. 11, S.1.
- Karataş, H. - Söylemez, A. Orçun, (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, *Türkiye İş Bankası Raporu*.
- Kıran,B., (2007), “Kısa ve uzun Vadeli Sermaye Hareketleri İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, c. 22, S.1.
- Kim, Y., (2000), “Causes of Capital Flows In Developing Countries”, *Journal of International Money and Finance*, S.19.
- Kogut, B., - Singh, H., (1988), “The Effect of National Culture on The Choice of Entry Mode”, *Journal of International Business Studies*, c. 19, s.3.
- Kohli, R. (2003), “Capital Flows and Domestic Financial Sector in India”, *Economic and Political Weekly*, c. 38, S. 8.
- Kojima, K., (1973), “A Macroeconomic Approach to Foreign Direct Investment”, *Hitotsubashi Journal of Economics*, c. 14, S.1.
- Laureti, L. - Postiglione, L.,(2005), “The Effect of Capital Inflows on the Economic Growth in the Med Area”, *Journal of Policy Modeling*, S.27.
- Lee, I. - Shin, J. H., (2008).”Financial Liberalization, Crises, and, Economic Growth”, *Asian Economic Papers*, c.7, S.1.
- Lopez-Mejia, A., (1999), “Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences”, and Policy Responses, *IMF Working Paper*, 99/17.
- Magalhaes, M. – Africano, A., (2007), “A Panel Analysis of the FDI Impact on International Trade”, *Faculdade De Economia Universidade Do Porto (FEB) Working Papers*, No: 235.
- Maxwell, O. – Morrissey, O.- Lloyd, T., (2004), “Real Exchange Rate Response To Capital Inflows: A Dynamic Analysis For Ghana” *CREDIT Research Paper*, S.04/12.
- Mc Lean, B. – Shrestha, S., (2002), “International Financial Liberalization and Economic Growth”, *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper*, S.3.
- McKinnon, I. Ronald, - Pill, H.,(1996) “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome, Takatoshi, I. - Krueger, A., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, İçinde, NBER – Ease, C.5.
- Mendoza, G. Enrique, (2001), “Credit Prices and Crashes: Business Cycles with A Sudden Stop”, *NBER Working Paper*, S.8338.
- Meurer, R., (2011), “Measuring the Impact of Financial Flows on Macroeconomic Variables: The Case of Brazil after the 2008 Crisis”, *Universidade Federal do Paraná, Department of Economics Working Paper*, S.117
- Meyer, E. Klaus, - Estrin, S., (1999), “Entry Mode Choice in Emerging Markets: Greenfield, Acquisition, and Brownfield”, *CEES Working Paper*, S.19.

- Meyer, E. Klaus, - Estrin, S., (2001), "Brownfield Entry in Emerging Markets", *Journal of International Business Studies*, c. 32, S.3.
- Mishkin, S. Frederic, (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper Series*, S.5600.
- Mody, A. - Murshid, A., (2002). "Growing up with capital Flows", *IMF Working Paper*, S.75.
- Mody, A. - Taylor, P. Mark, - Kim J., (2001), "Modelling Fundamentals for Forecasting Capital Flows to Emerging Markets", *International Journal of Finance and Economics*, S.6.
- Mohanty, M. S. - Turner, P., (2005), "Intervention: What are the Domestic Consequences?", *BIS Papers*, S.24.
- Neumann, R. M. – Penl, R. – Tanku, A., (2009), "Volatility of Capital and Financial Liberalization: Do Specific Flows Respond Differently?", *International Review of Economics and Finance*, S.18.
- Newbury, W. - Zeira, Y., (1997), "Generic Differences between Equity International Joint Ventures (EIJVs), International Acquisitions (IAs) and International Greenfield Investments (IGIs): Implications for Parent Companies", *Journal of World Business*, c. 32, S.2.
- Ó Huallacháin, B., - Reid, N., (1997), "Acquisition versus Greenfield Investment: The Location and Growth of Japanese Manufacturers in the United States", *Regional Studies*, 31:4.
- Örnek, İ., (2008), "Yabancı Sermaye Akımlarının Yurtiçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği", *Ankara Üniversitesi S.B.F. Dergisi*, 63-2.
- Öztürk, N. - Bayraktar, Y., (2010), "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, c. 11, S.1.
- Papanek, Gustav F., (1973), "Aid, Foreign Private Investment, Savings, and Growth in Less Developed Countries", *Journal of Political Economy*, c. 81, S.1.
- Perspective*. Background paper for "World Economic and Social Survey 2006", *Overseas Development Institute*, United Kingdom.
- Quinn, D., (1997), "The Correlates of Change in International Financial Regulation", *American Political Science Review*, 91(3).
- Raff, H., - Ryan, M., - Stahler F., (2009), "The Choice Of Market Entry Mode: Greenfield Investment, M&A and Joint Venture", *International Review of Economics and Finance*, 18.
- Reinhart, C. - Calvo, G. - Leiderman, L., (1994), "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *MPRA Paper*, S.13902
- Reisen, H. - Soto, M., (2001), "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?", *International Finance*, c. 4, S.1.

- Saborowski, C., (2011), “Can financial development cure the Dutch disease?”, *International Journal of Finance & Economics*, c. 16, S.3
- Selimata, S., (2003), “Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri”, *Active Dergisi*, S.32.
- Soto, M., (2003), “Taxing capital flows: an empirical comparative analysis”, *Journal of Development Economics*, c.72.
- Söylemez, O. Arif, - Yılmaz, A., (2012), “Türkiye Ekonomisinde Finansal Serbestleşme Döneminde Uluslararası Sermaye Girişi-Büyüme İlişkisi”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, c. 33, S.2.
- Söylemez, O. Arif, (2004),” Uluslararası Finans Üzerine Tartışmalar ve Türkiye’nin Finansal Serbestleşme Deneyimi”, *Stratejik Öngörü*, S.123.
- Sula, O. - Willett, D. Thomas, (2009), “The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets”, *Emerging Markets Review*, S.10.
- Şengönül, A. – Altıok, M. – Gürbüz, R., (2007), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, *İktisat İşletme ve Finans*, c.22, S.252.
- Turan, Z., (2011), “Sıcak Para Akımlarının Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkisi”, *Mevzuat Dergisi*, S.165.
- Uçan, O. – Öztürk, Ö., (2010), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri ile Döviz Kuru İlişkisi: Türkiye Örneği”, *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, c.19, S.3.
- Üzümcüoğlu, Ö., (2000), “Finansal Kararlara Genel Denge Yaklaşımı”, *Hazine Dergisi*, S.13.
- Vergil, H. - Karaca, C., (2010), “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi”, *Ege Akademik Bakış*, c.10, S.4.
- Yentürk, N., (1997), “Finansal Serbestlik Ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkileri”, *Ekonomik Yaklaşım*, c.8, S.27.
- Yıldırım, N. – Taştan, H., (2009), “Capital Flows and Economic Growth Across Spectral Frequencies: Evidence From Turkey”, *Turkish Economic Association Discussion Paper*, S.2.

Tezler

- İnandım, Ş., (2005), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri İle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Keskin, N., (2008), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Örneği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İzmir.
- Özdemir, A., (2013), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Etkileri: Türkiye Örneği (2003-2012)”, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Isparta.

- Savul, D., (2007), “Sıcak Para Hareketlerinin IMKB’ye Etkisi ve Yıllar İtibariyle Analizi”, Marmara Üniversitesi, Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul.
- Şimşek, A. Rıza, (2007), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri Ve Türkiye Ekonomisine Etkileri”, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir.
- Şirin, Z. Ertunç, (2005), “Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Vergi Rejimi Karsısındaki Durumu”, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul.
- Tanören, D., (2009), “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri: Türkiye Örneği”, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Adana.
- Yar, F., (2008) “Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Tobin Vergisi Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İzmir.

İnternet Kaynakları

- Büyüksahin, B., (2003), “Döviz Kurları ve Döviz Piyasaları”, http://www.buyuksahin.com/files/Courses/undergraduate/International_Finance/CS_3.pdf (12.02.2014).
- Gökçen, A., (2009), “Yabancı Sermaye Yatırımları”, www.varanhaber.com, (3.10.2012)
- Sekirin, E., (2010), “Difference between FDI & Portfolio Investment”, www.ehow.com, (01/10/2010).
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Yabancı Sermaye Raporu (2005), http://www.ekonomi.gov.tr/upload/F9F9E37F-D8D3-8566-4520EA084722EBD0/2004_Rapor.pdf (30.3.2014).
- TCMB, (2005), Para Politikası Raporu 2005 –I, www.tcmb.gov.tr/research/parapol/ppr-nisan2005.php (30.3.2014).
- TCMB, *Sabit Getirili Menkul Kıymetler*, <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr>, (15.02.2014)
- Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/DISILISKILER/32sayilikarar.htm>, (18.3.2014).
- Yaşar, S., (2012), “Zenginlik 2012’de Nasıl El Değiştiriyor”, <http://www.sabah.com.tr>, (15.02.2014)

Bildiriler

- Balkan, E. - Biçer, F. Gül, - Yeldan, A. Erinç, (2002), "Patterns of Financial Capital Flows and Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy", *METU International Conference on Economics*, VI, Ankara.
- Calvo, A. Guillermo, (1998b), "Balance of Payments Crises in Emerging Markets Large Capital Inflows and Sovereign Governments", *NBER Conference on Currency Crises*, Cambridge.
- Dani Rodrik, D. - Velasco, A., (1999), "Short-Term Capital Flows", *World Bank ABCDE Conference*.
- Ekinci, A., (2011), "Sermaye Hareketleri Büyüme İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği", *EconAnadolu 2011*, Eskişehir.
- Özgen, F. Başkan, (1998), "Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finans Piyasaları", *Globalleşme Sürecinde Türkiye'de Finans Piyasalarının Gelişimi, Ege Maliye Bölümleri Araştırma Görevlileri Sempozyumu*, Dokuz Eylül Üniversitesi İzmir.

ÖZ GEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler :

Adı ve Soyadı : Tayfun YILMAZ
 Doğum Yeri ve Yılı : ANTALYA 1984
 Medeni Hali : Evli

Eğitim Durumu :

Lisans Öğrenimi : (2003-2008) Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü
 Yüksek Lisans Öğrenimi : (2008-2010) Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finans

Yabancı Dil(ler) ve Düzeyi:

: İngilizce, 68,75(ÜDS)

İş Deneyimi :

: (2008 / ---) Araştırma Görevlisi, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Bucak Zeliha Tolunay Uygulamalı Teknoloji ve İşletmecilik Yüksekokulu

Bilimsel Yayınlar ve Çalışmalar:

- YILMAZ Tayfun, ALPARSLAN A. Murat (2010). Kriz Dönemlerinde Ücret Sistemi Değişim Gereği. Vizyoner Dergisi, 2(1), 107-120.
- GENÇTÜRK Mehmet, DALĞAR Hüseyin, YILMAZ Tayfun (2011). Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Kararlarına Etkileri: İMKB’de İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma. Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi, 12(1), 187-207.
- KALAYCI Şeref, YILMAZ Tayfun (2011). Sigorta Sektöründe Rasyo Analizi Yöntemi ile Finansal Yapının İncelenmesi ve İMKB’de İşlem Gören Sigorta Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 48(559), 59-79.
- GENÇTÜRK Mehmet, KARAMAN Nagihan, YILMAZ Tayfun (2011). KOBİ’ler İçin Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Değerlendirilmesi ve Muhasebe Meslek Mensuplarının Farkındalık Düzeylerinin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Araştırma. Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 48(551), 59-77.
- İBİCİOĞLU Hasan, ÖZDAŞLI Kürşat, DALĞAR Hüseyin, YILMAZ Tayfun (2013). Muhasebe Meslek Mensuplarının İçsel ve Dışsal Motivasyon Düzeylerinin Tespitine Yönelik Bir Araştırma. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 5(9), 93-105.