

T.C.  
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
EKONOMETRİ ANABİLİM DALI  
EKONOMETRİ PROGRAMI  
YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TASARRUF VE YATIRIM ARASINDAKİ İLİŞKİNİN  
SERMAYE HAREKETLİLİĞİ ÜZERİNE ETKİLERİ**

**Emrah GÜLAY**

Danışman  
**Prof. Dr. M. Vedat PAZARLIOĞLU**

2008

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “**Tasarruf ve Yatırım Arasındaki İlişkinin Sermaye Hareketliliği Üzerine Etkileri**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.../.../...

Emrah GÜLAY

İmza

## YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI

### Öğrencinin

**Adı ve Soyadı** : Emrah GÜLAY  
**Anabilim Dalı** : Ekonometri  
**Programı** : Ekonometri  
**Tez Konusu** : Tasarruf ve Yatırım Arasındaki İlişkinin Sermaye Hareketliliği Üzerine Etkileri  
**Sınav Tarihi ve Saati** :

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün ..... tarih ve ..... sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisansüstü Yönetmeliği'nin 18. maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini ..... dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI OLDUĞUNA  O OY BİRLİĞİ  O  
DÜZELTİLMESİNE  O\* OY ÇOKLUĞU  O  
REDDİNE  O\*\*

ile karar verilmiştir.

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır.  O\*\*\*  
Öğrenci sınava gelmemiştir.  O\*\*

\* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.  
\*\* Bu halde adayın kaydı silinir.  
\*\*\* Bu halde sınav için yeni bir tarih belirlenir.

Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fulbright vb.) aday olabilir.  Evet  
Tez mevcut hali ile basılabilir.  O  
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.  O  
Tezin basımı gerekliliği yoktur.  O

### JÜRİ ÜYELERİ

### İMZA

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

.....  Başarılı  Düzeltme  Red .....

## ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

Tasarruf ve Yatırım Arasındaki İlişkinin  
Sermaye Hareketliliği Üzerine Etkileri

Emrah GÜLAY

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Ekonometri Anabilim Dalı

Ekonometri Programı

Son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarının, dünya sermaye piyasalarına olan entegrasyon derecesinin hızla artması, sermaye akımları belirleyicileri ve sermaye hareketliliğinin belirlenmesi ile ilgili yapılan çalışmaların önemini arttırmıştır. Sermaye akımları belirleyicileri, politika kararlarının alınmasına yardımcı olurken sermaye hareketliliği derecesinin bilinmesi uygulanan politikaların ülke ekonomisi üzerinde yarattığı etki gücünün belirlenmesinde kullanılmaktadır. Türkiye’de 1980 yıllarının başından itibaren finansal serbestleşme çabaları sonucu sermaye girişlerinin artması ülke ekonomisinin yeniden canlanmasına neden olmuştur. Ancak, finansal serbestleşmenin zamansız ve uygun bir ekonomik ortam oluşturulmadan başlaması aynı zamanda uygulanan politikaların da finansal serbestleşme süreci ile uyumsuz olması, ileriki yıllarda Türkiye ekonomisi içerisinde problemlerin oluşmasına neden olarak finansal krizleri ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, Türkiye’de kırılgan olan ekonomik yapının iyileştirilerek istikrarsız yapının ortadan kaldırılması için etkin politika kararlarının alınması konusu, Türkiye’nin sermaye hareketliliği derecesinin incelenmesini ve doğru bir şekilde yorumlanmasını gerektirmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye’nin sermaye hareketliliği derecesini ve Türkiye ekonomisi içerisindeki tasarruf kaynaklarının daha çok hangi tür yatırımların finansmanında kullanıldığını belirlemektir. Bu nedenle, çalışmada yurtiçi yatırım ve yurtiçi tasarruf oranları arasındaki korelasyonu temel alan

Feldstein-Horioka modeli kullanılmıştır. Bu doğrultuda, yurtiçi yatırım ve yurtiçi tasarruf oranları arasındaki uzun dönem eşbütünleşme denklemi elde edilerek elde edilen modelde yer alan tasarruf tutma katsayısı sermaye hareketliliği derecesi olarak yorumlanmıştır. Çalışmada kullanılan veriler yıllık olup, 1962–2007 dönemlerini kapsamaktadır.

Çalışmada elde edilen bulgular, Türkiye’de sermayenin hareketli olduğunu gösterirken, Türkiye ekonomisi içerisinde yer alan tasarrufların daha çok özel kesim yatırımlarının finansmanında kullanıldığı görülmektedir. Bununla birlikte, bir önceki dönemim yatırımından elde edilen karın bir sonraki dönemin yatırımlarını, o yıl yapılacak olan tasarruflardan daha çok etkilediği belirlenmiştir. Türkiye’de yaşanan krizler incelendiğinde, özellikle 2001 Şubat krizinin etkisinin ele alındığı çalışmada, tüketicinin tasarruflarında artış olmasına rağmen yatırımların azaldığı yönünde bir sonuç bulunmuştur. Aynı zamanda, Türkiye’de 1989-2007 yılları arasında tasarruf ve yatırım oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı görülmektedir.

**Anahtar Kelimeler;** 1) Tasarruf, 2) Yatırım, 3) Sermaye Hareketliliği, 4) Sınır Testi, 5) Zivot-Andrews Birim Kök Testi

## **ABSTRACT**

**Master Thesis**

### **Impacts of the Relation between Saving And Investment on Capital Mobility**

**Emrah GÜLAY**

**Dokuz Eylul University**

**Institute of Social Sciences**

**Department of Econometrics**

**Programme of Econometrics**

As the financial markets of developing countries have become more highly integrated into the global market, both the determinants of capital flows and the degree of capital mobility have gained importance. Determinants of capital flows may affect policy decision making and the degree of capital mobility may affect the strength of a policy's effects on the economy. Since 1980 capital inflows in Turkey have increased as a result of financial liberalization, hence Turkish economy has flourished. Financial crises appeared in Turkish economy because of the fact that financial liberalization started at an unseasonable time and in an inconvenient economic environment. This also increased incompatibility of politics with the financial liberalization. Thus, in order to reach efficient policy and decision making, and in order to overcome the instable structure it is required to investigate and interpret Turkey's degree of capital mobility.

The aim of this study is to find out which type of resources has been used to finance which types of investment and to identify Turkey's degree of capital mobility. Therefore, based on the correlation between the domestic saving rate and domestic investment rate Feldstein-Horioka model was employed. For this purpose, co-integration equation has been obtained between domestic saving rate and domestic investment rate, while long-run and saving retention coefficient has been interpreted as a degree of capital mobility. The data comprise the period between 1962–2007.

**Results of the study show that, presence of capital mobility in Turkey and savings into Turkish economy usually finance private investments. Nonetheless, investment profit obtained from the prior period has affected the investments of the latter period more than the savings made during the current period. Financial crises in Turkey especially 2001 February crisis express that although consumer's savings increase, investments are decreasing. In the meantime, it is observed that between saving rates and investment rates relationship disappeared from 1989 to 2007.**

**Keywords; 1) Saving, 2) Investment, 3) Capital Mobility, 4) Bounds Test, 5) Zivot-Andrews Unit Root Test**

**TASARRUF VE YATIRIM ARASINDAKİ İLİŞKİNİN SERMAYE  
HAREKETLİLİĞİ ÜZERİNE ETKİLERİ**

**Sayfa No**

YEMİN METNİ .....	ii
TUTANAK .....	iii
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	viii
KISALTMALAR .....	xi
TABLO LİSTESİ .....	xiii
GRAFİK LİSTESİ .....	xv
EK LİSTESİ .....	xvi
GİRİŞ .....	1

**BİRİNCİ BÖLÜM**

**ULUSLAR ARASI SERMAYE HAREKETLİLİĞİ DERECESİNİN  
BELİRLENMESİ VE MODELLENMESİ**

**(TEORİK ÇERÇEVE)**

1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Kapsamı.....	7
1.1.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri.....	7
1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri.....	9
1.2. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler.....	10
1.2.1. Enflasyon, Faiz Oranları ve Döviz Kurları .....	10
1.2.2. Makroekonomik Faktörler .....	12
1.2.3. Politik Faktörler .....	14
1.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri .....	15
1.3.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Özel Sermaye Hareketleri.....	16
1.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Resmi Sermaye Hareketleri.....	20
1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme ve Finansal Serbestleşme.....	22
1.5. Finansal Sermaye Hareketliliği Derecesi .....	24



1.6. Sermaye Hareketliliği Derecesinin Belirlenmesi.....	26
1.6.1.Feldstein-Horioka Hipotezi.....	28
1.6.1.1.Ülke Büyüklüğü.....	29
1.6.1.2. Milli Tasarruf ve Yatırımın İçselliği.....	31
1.6.1.3. Ticari Olmayan Mallar.....	32
1.6.1.4. Feldstein-Horioka Modeline Cari Hesap Dinamikleri Yaklaşımı	33
1.6.2. Faiz Haddi Paritesi Koşulu.....	37
1.6.2.1. Garantili Faiz Haddi Paritesi Koşulu.....	37
1.6.2.2. Garantisiz Faiz Haddi Paritesi Koşulu.....	39
1.6.2.3. Reel Faiz Haddi Paritesi.....	42
1.6.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı.....	44
1.6.4. Kar Oranı Eşitlenmesi Yaklaşımı.....	45
1.7. Feldstein-Horioka Sorunsalına Uygulanan Yöntemlerin Karşılaştırılması.....	46
1.8. Feldstein-Horioka Sorunsalına Yönelik Eleştiriler.....	47

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

2.1.Kriz Dönemlerinde Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ..	49
2.1.1.Doğu Asya Krizleri ve Arjantin Krizi'nin Tanımlanması.....	49
2.1.2.Doğu Asya Krizleri ve Arjantin Krizi'nin Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Etkileri.....	50
2.1.2.1. Doğu Asya Krizleri(1997-1998).....	52
2.1.2.2. Arjantin Krizi(2001-2002).....	57
2.1.3. Asya Krizleri İle Arjantin Krizi'nin Karşılaştırılması.....	63
2.2. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri.....	64
2.2.1. Türkiye'ye Yönelik Özel Sermaye Hareketleri.....	66
2.2.2. Türkiye'ye Yönelik Resmi Sermaye Akımları.....	70
2.3. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci.....	73

2.4. Türkiye’de 1994, 2000-2001 Krizleri .....	75
2.4.1. 1994 Krizi .....	76
2.4.2. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri .....	81

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YATIRIM VE TASARRUF ARASINDAKİ İLİŞKİ VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ DERECESİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ EKONOMETRİK UYGULAMA

3.1. Literatür Çalışması .....	86
3.2. Feldstein-Horioka Yaklaşımında Kullanılan Ekonometrik Yöntemler.....	90
3.3. Ekonometrik Model ve Yöntem.....	90
3.3.1. Durağanlığın Testinde Kullanılan Yöntemler.....	91
3.3.1.1. ADF Birim Kök Testi .....	92
3.3.1.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi .....	93
3.3.1.3. Ng-Perron Birim Kök Testi.....	95
3.3.1.4. Zivot-Andrews Birim Kök Testi .....	96
3.3.2. Eşbütünleşme Testi .....	97
3.4. Veri Seti ve Bulgular.....	102
3.4.1. Veri Seti .....	102
3.4.2. Bulgular.....	103
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME .....	122
KAYNAKLAR .....	126
EKLER.....	143

## KISALTMA LİSTESİ

ADF	:	Augmented Dickey-Fuller (Test)
AIC	:	Akaike Bilgi Kriteri
ARDL	:	Sınır Testi Yaklaşımı
CA	:	Current Account
CAB	:	Current Account Balance
CIP	:	Covered Interest Parity
DF	:	Dickey-Fuller (Testi)
DF-GLS	:	Dickey Fuller-Generalised Least Square (Test)
DPT	:	Devlet Planlama Teşkilatı
DSY	:	Doğrudan Sermaye Yatırımları
ECM	:	Error Correction Model
EKK	:	En Küçük Kareler (Yöntemi)
FDI	:	Foreign Direct Investment
F-H	:	Feldstein-Hoiroka (Yaklaşımı)
FPI	:	Foreign Portfolio Investment
GEKK	:	Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Yöntemi)
GOÜ	:	Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	:	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IFS	:	International Financial Statistics
IMF	:	International Monetary Fund
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IR	:	Investment Rate
NTR	:	Net Transfer Revenue
OECD	:	Organisation For Economic Co-Operation And Development
ÖSA	:	Özel Sermaye Akımları
PP	:	Phillips-Perron (Testi)
REER:	:	Real Effective Exchange Rate
SIC	:	Schwarz Bilgi Kriteri
SR	:	Saving Rate
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TEFE	:	Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TFV	:	Toplam Faktör Verimliliği
TL	:	Türk Lirası
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD	:	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
US	:	Amerikan Doları
YSTK	:	Yabancı Sermaye Teşvik Kanunu

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1.	Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Özel Sermaye Akımları .....	19
Tablo 1.1.	Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Resmi Sermaye Akımları .....	21
Tablo 2.	Finansal Krizler Öncesinde Makroekonomik Göstergelerdeki Değişiklikler .....	53
Tablo 2.1.	Makroekonomik Göstergeler .....	55
Tablo 2.2.	Asya Krizi Ülkelerine Yönelik Sermaye Akımları, 1990–2000 .....	56
Tablo 2.3.	Reel GSYİH Büyüme Oranı.....	57
Tablo 2.4.	Türkiye’de Makroekonomik Göstergeler.....	77
Tablo 2.5.	Türkiye’de Yurtiçi Tasarruf Oranı, İç Borç Faizi ve Reel Kur Yüzde Değişimleri .....	78
Tablo 2.6.	Türkiye’de Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Borçlar .....	82
Tablo 2.7.	Türkiye Ekonomisinin Temel Göstergeleri ve Kriz Yılları .....	85
Tablo 3.	ADF, PP ve Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları .....	104
Tablo 3.1.	Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları.....	105
Tablo 3.2.	Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi .....	107
Tablo 3.3.	Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması .....	107
Tablo 3.4.	ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları.....	108
Tablo 3.5.	Uzun Dönem İlişkinine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları.....	109
Tablo 3.6.	ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları .....	109
Tablo 3.7.	Kısa Dönem İlişkinine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları .....	110
Tablo 3.8.	Sınır Testi İçin Gecikme Katsayısının Belirlenmesi(2001 Krizi).....	111
Tablo 3.9.	Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması(2001 Krizi) .....	112
Tablo 3.10.	ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(2001 Krizi)...	112
Tablo 3.11.	Uzun Dönem İlişkinine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (2001 Krizi).....	113
Tablo 3.12.	ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları(2001 Krizi) ....	113
Tablo 3.13.	Kısa Dönem İlişkinine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (2001 Krizi).....	114

Tablo 3.14. Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi (Özel Yatırım Oranları).....	115
Tablo 3.15. Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması(Özel Yatırım Oranları) .....	115
Tablo 3.16. ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları (Özel Yatırım Oranları).....	116
Tablo 3.17. Uzun Dönem İlişkisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (Özel Yatırım Oranları).....	116
Tablo 3.18. ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları (Özel Yatırım Oranları).....	117
Tablo 3.19. Kısa Dönem İlişkisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (Özel Yatırım Oranları).....	118
Tablo 3.20. Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi(1962–1988) .....	118
Tablo 3.21. Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması(1962–1988).....	119
Tablo 3.22. ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları(1962–1988) ..	119
Tablo 3.23. Uzun Dönem İlişkisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (1962–1988) .....	120
Tablo 3.24. ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları(1962–1988) ...	120
Tablo 3.25. Kısa Dönem İlişkisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları (1962–1988).....	121

## GRAFİK LİSTESİ

### Sayfa No

Grafik 1.	Finansal Bütünleşme Ölçümlerinin Sınıflandırılması.....	27
Grafik 1.1.	Kremer ve alii(1992) Protokolü Tahmini.....	36
Grafik 2.	Tasarruflar ve Yatırım(GSYİH'daki Yüzdeler).....	58
Grafik 2.1.	Cari İşlemler Açığı ve İthalat(%GSYİH).....	59
Grafik 2.2.	Doğrudan Sermaye Yatırımları(%GSYİH).....	60
Grafik 2.3.	Net Portföy Yatırımları(%GSYİH).....	61
Grafik 2.4.	Banka Kredileri ve Diğer Yatırımlar(%GSYİH).....	62
Grafik 2.5.	Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar/1954–1979).....	67
Grafik 2.6.	Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar/1980–1990).....	68
Grafik 2.7.	Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları (Milyon Dolar/1990–2007).....	69
Grafik 2.8.	Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları(Milyon Dolar/1990–2007)..	70
Grafik 2.9.	Türkiye'ye Yönelik Kısa ve Orta-Uzun Vadeli Borç Stoku (Milyon Dolar/1980–1990).....	71
Grafik 2.10.	Türkiye'ye Yönelik Kısa ve Orta-Uzun Vadeli Borç Stoku (Milyon Dolar/1990–2006).....	72
Grafik 2.11.	Türkiye'deki Kamu Açıkları(Milyar TL/1988–1994).....	77
Grafik 2.12.	Türkiye'de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri(Milyon Dolar).....	80
Grafik 2.13.	Türkiye'de Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oran(A.O.).....	82

## EK LİSTESİ

### Sayfa No

Ek 1.	Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları (Yatırım Oranı Değişkeni İçin).....	144
Ek 2.	Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları (Tasarruf Oranı Değişkeni İçin).....	145
Ek 3.	Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları (Logaritması Alınan Yatırım ve Tasarruf Oranı Değişkenleri İçin) .	146
Ek 4.	Katsayı Sınırlama Testi(Uzun Dönem).....	146
Ek 5.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Uzun Dönem) .....	147
Ek 6.	Katsayı Sınırlama Testi(Kısa Dönem) .....	147
Ek 7.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Kısa Dönem) .....	147
Ek 8.	Katsayı Sınırlama Testi(Uzun Dönem/2001 krizi) .....	148
Ek 9.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Uzun Dönem/2001 krizi).....	148
Ek 10.	Katsayı Sınırlama Testi(Kısa Dönem/2001 Krizi).....	148
Ek 11.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Kısa Dönem/2001 Krizi) .....	148
Ek 12.	Katsayı Sınırlama Testi(Uzun Dönem/Özel Yatırımlar) .....	149
Ek 13.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Uzun Dönem/Özel Yatırımlar).....	149
Ek 14.	Katsayı Sınırlama Testi(Kısa Dönem/Özel Yatırımlar).....	149
Ek 15.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Kısa Dönem/Özel Yatırımlar) .....	150
Ek 16.	Katsayı Sınırlama Testi(Uzun Dönem/1962–1988).....	150
Ek 17.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Uzun Dönem/1962–1988).....	150
Ek 18.	Katsayı Sınırlama Testi(Kısa Dönem/1962–1988) .....	151
Ek 19.	Cusum ve Cusum Kare Testleri(Kısa Dönem/1962–1988) .....	151
Ek 20.	Uzun Dönem İlişkinin Testi(1989-2007) .....	151
Ek 21.	Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler .....	152



## 1. GİRİŞ

Yabancı yatırımcıların yüksek getiri elde etmesi amacıyla, bir ülkeden diğer ülkeye doğru hareket eden sermaye akımları günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri haline gelmiştir. Ülkelerde yaşanan finansal serbestleşme süreçleri, iletişim teknolojisi alanındaki gelişmelerin etkisi ve bilgi teknolojisindeki hızlı ilerlemeler globalleşmeyi sağlamanın yanı sıra finansal piyasalardaki işlemlerde etkinliği arttırmış ve işlem maliyetlerini azaltmıştır. Bu faktörlerin gelişmesi, Dünya da sermaye akımlarının öneminin artmasına ve sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki olumlu ve olumsuz etkilerinin tartışılmasına yol açmıştır.

Finansal reformlar ile sermaye hareketleri üzerine serbesti getirilmesi, finansal serbestleşme olarak algılanmaktadır. Finansal serbestleşme üzerine tartışmalar ilk olarak 1970'lerin başında Mc Kinnon (1973) ve Shaw'un (1973) önderliğinde ortaya çıkmıştır. Bu görüş, finansal daralmanın ve finansal sermaye hareketleri üzerine kısıtlamalar getirmenin gerekli olduğunu savunan teorilerin aksine, finansal serbestleşmenin gelişmekte olan ülkeler için büyümeyi artırıcı bir iktisadi politika uygulaması olduğunu savunmaktadır. 1980'li yıllarda uygulanan finansal reformlar ile gelişmekte olan ülkelerde, ülke içinde mali daralmaya yol açan kontrollerin ve sınırlamaların kaldırılması, yurtdışından yurtiçine ve yurtiçinden yurtdışına sermaye hareketlerine tam serbesti tanınması ile finansal serbestleşme ve sermaye hareketleri üzerinde tam serbesti gerçekleştirilmiştir. Bu gelişme ile birlikte, gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı fonlarda son on yılda büyük artışlar gözlenmiştir. Ancak ekonomik büyüme ve refahı arttırmak için yabancı sermaye akımları üzerine getirilen serbestinin mutlaka finansal reformlar ile desteklenmesi, hatta finansal reformların ve sermaye akımlarına serbesti uygulandığı dönemde ülkenin içinde bulunduğu makroekonomik yapıda istikrar sağlamak için diğer yapısal reformların uygulanması gerekmektedir. Bu ülkelerin uyguladığı finansal reform programında etkin finansal piyasaların varlığı önem taşımaktadır. Etkin bir finansal piyasanın olmaması durumunda sermaye akımlarından istenilen fayda sağlanamamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere(GOÜ) yönelik sermaye akımı uluslararası sermaye akımının sadece bir bölümünü oluşturmaktadır. Uluslararası sermaye akımları ekonomik kalkınma amaçlı ve özel yatırımlar olmak üzere iki grupta incelenebilir. Ülkelerin ekonomik kalkınmasına yardımcı olmak için yapılan yabancı sermaye yatırımları bir ülkeye, teknolojik altyapıyı oluşturmak, lisans, patent hakkı gibi gayri maddi haklar ve hizmet sağlamak üzere gelmektedir. Aynı zamanda, devletlerin resmi kuruluşlar aracılığı ile birbirlerine sağladıkları yardımlar da kalkınma amaçlı sermaye akımları olarak değerlendirilir. Fon talep edenler ile fon arz edenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler uluslararası özel sermaye akımlarıdır. Dünya piyasalarına baktığımızda gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalardaki bütünleşmenin arttığı göze çarpmaktadır. Finansal bütünleşme, bir ülkenin finansal piyasalarının diğer ülkelerdeki veya dünyadaki piyasalara daha fazla yakınlaşmasını sağlayan bir süreç olarak tanımlanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere biri olan Türkiye’de, sermaye piyasası son yıllarda hızlı bir gelişim ve değişim sürecine girerek yüksek bir performans göstermiştir. Türkiye ekonomisinde yaşanan finansal serbestleşme, 24 Ocak 1980 kararları ile gündeme gelmiştir. İthal ikameci bir politika izleyen Türkiye alınan bu kararlar ile birlikte “İhracata yönelik sanayileşme” modelini benimseyen ülkelere katılmıştır. 1980’li yıllarda yapılan yabancı sermayenin girişimini teşvik edici düzenlemeler, kur politikaları, bankalararası para piyasalarının kurulması, açık piyasa işlemleri ve bazı vergi düzenlemeleri ile birlikte serbest piyasa mekanizmasının yerleştirilmesine yönelik ekonomik politikalar sermaye piyasasının gelişiminde etkin rol oynamıştır. Türkiye’de sermaye hareketlerindeki canlanma özellikle 1989 yılından sonra finansal serbestlik ile göze çarpmaktadır. Türkiye’ye yönelik yapılan yabancı yatırımların büyük bir bölümü kısa vadeli yabancı fonlar tarafından oluşmaktadır. Bu yatırım türü, spekülâtif nitelikli kazanç peşinde koşan ve en ufak bir olumsuzluk karşısında hızla ülkeyi terk eden istikrarsız yapıdaki fonlardan oluşmaktadır. Bu fonlar, ilgili ülkelerde enflasyonist baskı yaratabilmekte, döviz kurlarının düşmesine yol açarak, cari işlemler açığına neden olabilmekte ve ayrıca yurtiçi yatırım ve tasarruflar üzerinde olumsuz etkiler yaratabilmektedir.

Finansal pazarlar uluslararası sermaye akımının en önemli araçlarıdır. Ülke tasarrufları ve yatırımları arasındaki dengesizlik bir ülkeden diğer ülkeye reel kaynakların (mal ve hizmet) aktarımı ile finanse edilmektedir. Net uluslararası sermaye akımı da ülkelerin tasarruf ve yatırım dengesizliğinin yol açtığı ödemeler dengesi açıklarını finanse etmektedir. Uluslararası sermaye akımı ekonomik etkinliğin iyileştirilmesinde önemli bir rol oynarken ancak bu, tasarruf sahiplerinin tercihlerinin finansal pazarlar tarafından doğru değerlendirilmesi ile mümkündür. Bu yüzden, tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkinin sermaye hareketliliği üzerinde bir etkisi olduğu ve bu etkinin incelenmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'deki sermaye piyasalarının uluslararası sermaye piyasalarına olan entegrasyon derecesini belirlemektir. Finansal bütünleşmenin ölçülmesinde en etkili yollardan birisi, yurtiçi tasarruf oranları ile yurtiçi yatırım oranları arasındaki korelasyonun ölçülmesidir. Bu noktada çalışmanın da temelini oluşturan ve yurtiçi tasarruf oranları ile yurtiçi yatırım oranları arasındaki ilişkiyi ele alan Feldstein-Horioka yaklaşımı ele alınmıştır. Bütünleşme derecesi hakkında bilgi sahibi olmanın hem finansal istikrar tehditlerini önleyici hem de bir çok söz konusu olduğunda reel ekonomiye ve finansal sisteme gelecek zararları sınırlandırmaya yönelik politika kararlarının alınmasında önemli etkileri bulunmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde sermaye hareketleri türlerine, sermaye hareketlerini etkileyen faktörlere, gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketlerine, gelişmekte olan ülkelere küreselleşme ve finansal serbestleşme süreçlerine, finansal sermaye hareketliliği derecesinin yorumlanmasına, sermaye hareketliliği derecesini belirleyen yaklaşımlara, Feldstein-Horioka sorunsalına yönelik yapılan eleştirilere yer verilmiş ve uygulanan yöntemlerin avantaj ve dezavantajları incelenmiştir.

İkinci bölümde ise, kriz dönemlerinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri, Doğu Asya ve Arjantin krizlerinin tanımlanması ve karşılaştırılması, Türkiye'ye yönelik uluslararası sermaye hareketleri ve Türkiye'de yaşanan 1994, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin sermaye hareketleri üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, literatür taraması ele alınarak, Feldstein-Horioka modeli çerçevesinde Türkiye'de sermaye hareketliliği derecesi ekonometrik

olarak test edilmiş ve bulgulara yer verilmiştir. Son olarak sonuç bölümünde, elde edilen bulgular değerlendirilerek Türkiye’de sermaye hareketliliği derecesi ile ilgili bazı çıkarımlarda bulunulmuştur.

## I. BÖLÜM

### ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ DERECESİNİN BELİRLENMESİ VE MODELLENMESİ

#### (TEORİK ÇERÇEVE)

Birçok ülkenin, kendi finansal piyasalarındaki sınırlamaları kaldırması ve teknik ilerlemelerin uluslararası finansal işlemlere yardımcı olması son yıllarda finansal piyasalarda gerçekleşen uluslararası bütünleşmeyi önemli ölçüde arttırmıştır. Sermaye üzerindeki sınırlamaların kaldırılması ile ülkelere gelen sermaye akımları sonucu, o ülkenin sahip olduğu sermaye birikimi ve teknik ilerlemeler, Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) Genel Sekreteri Ruben Ricuper'nun da dediği gibi ülke ekonomisindeki büyümenin motorlarını oluşturmaktadır. Bu nedenle, uluslararası sermaye hareketleri, ülke ekonomilerini etkileyebilmekte ve bunun sonucu olarak ülkeler ortak piyasalardaki gelişmelere daha duyarlı hale gelmektedir.

1970'lerde Japonya, Birleşik Krallık, Almanya gibi önemli sanayileşmiş ülkeler, yabancı sermaye yatırımlarını çekebilmek için sermaye kontrolleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmıştır. 1980'lerin sonları ve 1990'ların başlarından itibaren Latin Amerika ve Asya gibi gelişmekte olan ülkelere fiyat serbestisi uygulaması başlamış ve finansal piyasalar serbest bırakılmıştır. Sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye hareketleri için resmi engellerin kaldırılması, uluslararası para piyasası ve finansal piyasalarda yaşanan hızlı büyüme gibi gelişmeler bize sermaye hareketlerinin eskiye göre daha fazla hareketli olduğunu göstermektedir(Ying, 1998:1).

Birçok ülkede finansal piyasaların serbestleştirilmesi sonucu, yabancı sermaye akımlarında artışlar meydana gelmiştir. Ancak, yabancı sermaye akımlarında meydana gelen bu artışın, ülkelere hem iyi hem de kötü etkileri olmaktadır. Yabancı sermayenin; ülkenin yatırımlarını finanse edebilmesi, ülkedeki ekonomik büyümeyi teşvik edebilmesi, hanehalklarının aşırı tüketimlerini düzenleyebilmesi ve yaşam standardını yükseltebilmesi gibi faktörler bize olumlu yönlerini göstermektedir. Diğer taraftan, ülkelere gelen yabancı sermaye akımlarının

istenmeyen makroekonomik etkileri de bulunmaktadır. Aşırı yabancı sermaye girişleri ülke ekonomisini paraya boğmakta ve hızlı bir parasal genişlemeye neden olmaktadır. Hızlı parasal genişleme, başlangıçta daha büyük üretim ve istihdam sağlayabilmekte ancak uzun dönemde yapısal olarak yıkıcı etkisiyle toplam üretkenliği olumsuz yönde etkileyebilmektedir<sup>1</sup>. Ayrıca, yabancı sermaye girişinin sterilize edilmemesi enflasyonun yükselmesine, yerli paranın reel değer artışına neden olmaktadır(Uygur, 2001:17). Bununla birlikte, aşırı yabancı sermaye girişleri ülkedeki cari işlemler açığının genişlemesine yol açmaktadır. Çünkü cari işlemler açığını oluşturan etkenler, ya tasarrufların azalması(tüketimin artması) ya da ülkedeki yatırımın çok hızlı bir şekilde artmasıdır. Paranın reel olarak değer kazanması bu olguyu daha da artıran bir etken hale getirmiştir. Döviz kurunda meydana gelen gelişmeler iç talebi etkileyebilir. Örneğin, 1980'lerde Türkiye'de paranın reel değer kaybettiği dönemlerde bile cari işlemler açığının olduğu görülmüştür.

Kriz dönemlerinde sermaye hareketlerinde yaşanan olumsuz değişimler, ülke parasının değerinin düşmesine ve iktisadi durgunluğa neden olmaktadır. Bunun bir örneği Meksika'da yaşanmıştır. 1994–1995 yıllarında yaşanan krizlerde peso'nun değerinde ciddi bir düşüşün olması sonucu ülkenin üretimde bulunduğu ulusal çıktı düzeyinde %10'dan fazla azalış meydana gelmiştir(Ying, 1998:1–2). Sermaye hareketlerinin Türkiye'deki gelişimi incelendiğinde 1980'lerde finansal serbestleşme süreci ile birlikte yabancı yatırımcılarda Türkiye'ye karşı güven duygusu artmış ve ülkeye yabancı sermaye yatırımları teşvik edilmiştir. Ancak, serbestleşme programının doğru zamanda uygulanmaması kırılgan bir ekonomik yapıya sahip olan Türkiye'de krizlerin oluşmasına neden olmuştur. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin nedenlerini ve etkilerini anlamak oldukça önem kazanmıştır.

Ekonomik teori, eğer sermaye uluslararası olarak hareketli ise, yatırımcıların portföylerini göreceli olarak daha fazla kar elde edeceği varlıklara sürekli olarak kaydırmasından dolayı farklı ülkelerdeki getiri oranlarının eşitleme eğiliminde

---

<sup>1</sup> Hasan Atılğan, "Parasal Anayasa".

[http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal\\_iktisat/diger\\_yazilar/atilgan-parasal-anayasa.pdf](http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/diger_yazilar/atilgan-parasal-anayasa.pdf)(25 Kasım 2007).

olacağını ifade etmektedir(Kwon, 1995:1). Ayrıca, uluslararası sermaye hareketlerinin ülkelerde uygulanan politikaların etkinliği ve ülke ekonomisinin davranışı üzerinde etkileri bulunmaktadır. Bu nedenle, ulusal ekonomiyi farklı yollardan etkileyebilen uluslararası sermaye hareketliliğinin derecesinin bilinmesi önem arz etmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri derecesinin belirlenmesi ve modellenmesinin ele alındığı bu bölümde, ilk olarak uluslararası sermaye hareketlerinin tanımı ve kapsamı üzerinde durulacak, daha sonra sermaye hareketlerini etkileyen ve yabancı yatırımcıların kararlarında önemli rol oynayan faktörler açıklanacaktır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik uluslararası sermaye hareketleri ile GOÜ'lerde yaşanan küreselleşme ve finansal serbestleşme süreçleri incelenerek, finansal sermaye hareketliliği derecesinin tanımı ve finansal sermaye hareketliliği derecesinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler ele alınacaktır.

### **1.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Tanımı ve Kapsamı**

Uluslararası sermaye akımı, bir ülkede yerleşik bir kişinin bir başka ülkedeki yerleşik kişiye fon aktarması veya ondan bir aktif satın almak üzere fon göndermesi ile ortaya çıkmaktadır(Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, 1995:34–35). Uluslararası sermaye hareketleri; özel sermaye hareketleri, resmi sermaye hareketleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları olmak üzere üç başlık altında toplanabilmektedir (Seyidoğlu, 1993:231).

#### **1.1.1. Uluslararası Özel Sermaye Hareketleri**

Ülkelere yönelik özel sermaye akımları; portföy yatırımları, banka kredileri, tahvil ihraçları ve diğer krediler şeklinde gerçekleşmektedir. Kısacası özel sermaye hareketleri, ticari koşullar altında sermayenin bir ülkeden diğerine hareketini ifade etmektedir. Fon talep edenler ile fon arz edenlerin ülkelerarası para ve sermaye piyasalarında yaptıkları işlemler de uluslararası özel sermaye akımları olarak isimlendirilmektedir(Cihan, 2005:29). Kişilerin yapmış oldukları tasarruflarını uluslararası para piyasalarında mevduat olarak bankalara yatırmaları ve bankaların da

bu kaynakları kredi olarak plase etmesi, uluslararası para piyasası işlemlerini oluşturmaktadır(Tezcanlı ve diğerleri, 1994:6). Gerek sermaye, gerek para piyasalarında mali işlemler gerçekleşmektedir. Ülke içerisindeki yerleşiklerin ellerinde bulundurdukları fonlarını belli bir gelir karşılığı fon talep edenlere aktarmasına mali işlem denilmektedir. Eğer yapılan bu işlem bir ülkedeki yerleşiklerin diğer ülkelerdeki yerleşiklere fon sağlaması şeklinde gerçekleşiyor ise uluslararası mali işlem adını alır. Para ve sermaye piyasalarında mali işlem olarak gerçekleşen, uluslararası özel sermaye hareketleri “kısa”(1 yıldan az), “orta”(1-5 yıl) ve “uzun”(5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleşmektedir.

Kısa vadeli krediler, daha düşük faiz oranları nedeniyle özellikle gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere pek çok ülke tarafından tercih edilmektedir. Kısa vadeli krediler daha çok ticaretin finansmanı amaçlı iken, orta ve uzun vadeli krediler ise geniş anlaşmalar çerçevesinde yapısal değişim ve uyum programları içerisinde verilmektedir. Özel sermaye akımlarının yardım niteliğinde olmamaları onları resmi sermaye hareketlerinden, üretime yönelik yatırım niteliğinde olmamaları doğrudan yabancı sermaye yatırımlarından ayırmaktadır(Seyidoğlu, 1993:231).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları(DSY), bir ülkede bir firmayı satın almak, yeni kurulan bir şirket için kuruluş sermayesini sağlamak veya mevcut bir şirketin sermayesini arttırmak yolu ile o ülkede bulunan şirketler tarafından diğer bir ülkede bulunan şirketlere yapılan ve kendisi ile birlikte teknoloji, işletmecilik bilgisi ve yatırımcının kontrol yetkisini de beraberinde getiren yatırımlardır(Karlık, 2001: 100).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları iyi planlanarak ve etkin bir şekilde yürütülerek yapılırsa, yatırım yapılan ev sahibi ülkenin ekonomisi üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Bunlar; üretim, istihdam, gelir, ihracat artışı, ödemeler dengesi, ekonomik gelişme ve genel refah gibi etkilerdir(Demircan, 2003:7). Ülkelerin ekonomileri üzerindeki bu olumlu etkilerden dolayı günümüzde ülkeler doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını kendi ülkelerine çekebilmek için yoğun bir çaba harcamaktadırlar. DSY, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaları için ek kaynak sağlamaktadır. Eğer DSY, ülkelerdeki sermaye birikimini arttırıyor ise



“kaynak dağılımı etkinliği”, eğer üretimi arttırıyor ise “üretim etkinliği” olarak ifade edilmektedir(Kula, 2003:143). DSY’nın en temel etkisi, ev sahibi ülkenin milli gelirine olan net katkısıdır. Aynı zamanda milli gelir etkisi ile çok yakından ilgili olarak DSY’nın ödemeler dengesi üzerinde yaratmış olduğu etki de son derece önem taşımaktadır. Bir ülkeye fabrika kurmak için, diğer ülkedeki kuruluş tarafından yatırım olarak ülkeye gelen kurucu sermayesi, ev sahibi ülkenin ödemeler bilançosuna bir defaya mahsus olarak olumlu katkılarda bulunur. Ancak yapılan doğrudan yatırım sonucunda kurulan fabrika üretime başladığı zaman gerek ihracat yoluyla, gerek ithal ikamesi şeklinde ödemeler bilançosuna katkıda bulunmaya devam eder. Bu durum, ticarete konu olan mal sektöründe yatırım yapıldığı zaman geçerli olmaktadır.

DSY’nın ülkelere yönelmesinde bazı faktörler önemli rol oynamaktadır. DSY’ nın ülkelere gitmesinde o ülkedeki siyasi istikrar bu faktörlerin başında gelmektedir. Daha önce yapılan çalışmalarda, ülkedeki siyasi istikrar ile DSY arasında negatif ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Bununla beraber, ev sahibi ülkedeki piyasa genişliği, hammadde ve pazarlara yakınlık, özellikle ucuz işgücü arzı gibi faktörler DSY’nın ekonomik teşvik unsurlarıdır. Ayrıca, ev sahibi ülkede yabancı yatırım yapacak olan yatırımcılar için hazırlanan dış yatırımlar ile ilgili mevzuatlar da yabancı yatırımcının cezbedilmesinde önemli rol oynamaktadır (Demircan, 2003:15).

### **1.1.2. Resmi Sermaye Hareketleri**

Resmi sermaye hareketleri; ekonomisi gelişmiş ülkelerin ekonomisi az gelişmiş ülkelere yaptıkları bağış ve kredi şeklindeki yardımlardır. Ülkeler, yardımı kredi şeklinde alarak gerçekleştiriyorsa o zaman devletlerarası bir borçlanma söz konusudur. Alınan krediler, cari işlemler ve sermaye hesapları açık veriyor ise bu açığı kapatma özelliğine sahiptir. Çünkü ülkeler aldıkları yardımlar ile döviz ve tasarruf açıklarını kapatarak daha yüksek bir kalkınma hızına ulaşmayı amaçlamaktadırlar(Seyidoğlu, 1999:121).

## **1.2. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler**

Ülkelerin sahip oldukları getiri ve risk düzeyleri, sermaye akımlarının o ülkelere doğru yönelmesinde veya o ülkelere çıkmasında önemli rol oynamaktadır. Sermaye hareketleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu belirtilen getiri ve risk faktörleri; çıktı düzeyi, döviz kurları, faiz oranları, enflasyon ve ülkedeki politik faktörlerdeki değişimler ile ilgilidir(Ahn, 1997:31). Bu değişkenlerin ele alınması, sermaye hareketlerinin türleri ve sermayenin getirisi üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak bir etkiye sahip olduğu için önem taşımaktadır. Aynı zamanda, günümüzde küreselleşme süreci içerisinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin tür ve boyut değiştirmesi ve sermaye girişinin söz konusu ülkelerin ekonomilerinde yaratması beklenen etkilerin incelenmesi de bu konunun gündeme alınmasında önemli bir faktördür.

### **1.2.1. Enflasyon, Faiz Oranları ve Döviz Kurları**

Bir ülkedeki yüksek enflasyon, o ülke ekonomisindeki içsel belirsizliği arttırmaktadır. Genel fiyatlar seviyesinde meydana gelen hızlı artışlar ve belirsizlikler ülke içindeki yatırımcılar kadar yabancı yatırımcılar içinde tercih edilmeyen bir durumdur(Ahn, 1997:32). Bu belirsizlik ortamı, ülke ekonomisinin geleceği hakkında tahminler yapmayı zorlaştırmakta, ülkenin yüksek ve tahmin edilemeyen bir enflasyon değerine sahip olması da ilgili ülke para biriminin yabancı para birimleri karşısında değerinin, özellikle uzun dönemli olarak tahminini belirsizleştirmektedir(Tezcanlı ve diğerleri, 1994:25). Aynı zamanda, enflasyonun ülke ekonomisinin büyümesi üzerinde yaratmış olduğu etkiler, yabancı yatırımcıların ilgili ülkeye yatırım yapması açısından önemlidir. Genellikle enflasyonun ekonomik büyüme üzerinde meydana getirdiği olumsuz etkiler, ülkelerin enflasyonu düşürmek için izlediği yanlış politikaların sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Eğer ülkelerde ekonomik büyüme hızlı bir şekilde devam ediyorsa bu durum, ilgili ülkelerde daha yüksek getiri anlamına gelmektedir. Bu yüzden, yabancı sermaye hızla gelişen ve büyüyen piyasalara akmaya devam edecektir. Borçlanma yolu ile enflasyonu baskı altına alarak büyümeyi sağlamak, kısa vadede yararlı gibi görünse de, reel ekonomik büyümeye katkı sağlamadığında uzun vadede ülkeyi krize açık hale getirmektedir.

Bu nedenle enflasyonu sermaye hareketleri ile baskı altına almaktansa, ekonomik dengeleri sağlayacak önlemler almak daha doğru olacaktır(Çağlar, 2003:151).

Faiz oranları, yabancı yatırımcıların kararlarını etkileyen diğer önemli faktördür. Yabancı sermaye, ülkeler arasındaki faiz farklılıklarından etkilenmektedir. Ülkelerdeki faiz oranları ne kadar yüksek ise o kadar çok yabancı sermaye çekmekte ve yabancı yatırımcıları teşvik etmektedir. Eğer ülkelerdeki faiz oranları düşerse, ilgili ülkelerden sermaye kaçıışı hızlanmaktadır(Tezcanlı ve diğerleri, 1994:25).

Ülkelerdeki döviz kurlarında meydana gelen değişimin de yabancı sermayenin ülkeye girişi ve çıkışı üzerinde etkileri bulunmaktadır. Döviz kuru, bir ülkenin ulusal para biriminin yabancı para birimi cinsinden değerini ifade etmektedir. Enflasyon ülkelerinde, nominal döviz kurunun sabit tutulması reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmaktadır(Erdoğan, 2006:7). Reel döviz kurunda meydana gelen aşırı değerlenme ihracatta rekabet edilebilirliği düşürmekte ve ithalat üzerindeki sınırlamalar ile döviz kontrollerini arttırmaktadır. Bununla beraber, aşırı değerlenme sonucu sermaye kontrollerinin artması, ülkeye yatırım yapan yatırımcının özgürlüğünü kısıtlayacağı için yatırımcı elindeki mevcut sermayesini ülke dışına çıkarmak isteyecektir. Bu yüzden, reel döviz kurunda meydana gelen aşırı değerlemenin sermaye girişlerini azaltıcı, sermaye çıkışlarını ise arttırıcı yönde teşvik yapması beklenmektedir(Ahn, 1997:34).

Ülkelere yapılan sermaye akımlarının yarattığı döviz arzı, piyasalarda aynı döviz talebi karşısında ülke parasının reel olarak değer kazanmasına yol açmaktadır. Ülke parasının reel olarak değer kazanması dış ticaret dengesini ülke aleyhine bozmakta ancak ülkedeki yüksek reel faizlerin ve düşük kur ayarlamalarının teşvik ettiği sermaye akımı, dış ticaret ve cari işlemler açığını kapatmaktadır. Bu süreç, döviz kurlarına ülke parası lehinde baskı yaratmaktadır. Bu nedenle, reel döviz kurlarındaki değişikliklere hangi noktada müdahale edileceği ve bu müdahalenin sermaye girişini engellemeyerek aynı zamanda ihracatı teşvik edecek yönde olması oldukça önemlidir(Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, 1995:72–73).

### 1.2.2. Makroekonomik Faktörler

Ülkeler çeşitli sermaye kontrollerine başvurmakta ve bu sayede sermayenin ülke dışına çıkmasının yaratacağı olumsuz etkileri önlemek istemektedirler. Eğer bir ülke yüksek enflasyon problemi yaşayıp, yeterince güçlü para birimine sahip değilse yabancı sermaye, bu tür ülkelere daha güvenceli ve istikrarlı ekonomik yapıya sahip ülkelere doğru yönelmektedir. Ülkelerin ekonomik performansının iyi olması durumunda ilgili ülkenin ekonomideki piyasa hacmi genişleyecek ve bu sayede satın alma gücü yükselecektir. Bu nedenle, Gayri Safi Milli Hâsıla gibi ölçek değişkenleri sermaye akımlarının üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir(Ahn, 1997:34).

Hükümetler tarafından yapılan gereksiz ve aşırı harcamalar sonucu GSMH içerisindeki hükümet harcamalarının artan payı ekonomik büyümeye engel olmakla beraber, gelecekte vergilerde bir artışın meydana gelmesi olasılığını arttırmaktadır. Aynı zamanda bu durum, özel teşebbüslerin faaliyetlerinin desteklenmesi gibi hükümetlerin altyapıyı geliştirme isteklerini de göstermektedir. Bu iki etkiden hangisinin daha baskın olduğu hükümet harcamalarının türüne ve büyüklüğüne, hükümetin politika hedeflerine ve ekonomiyi yönetme yeteneğine bağlı olmaktadır.

Diğer bir makroekonomik faktör olan özel ve kamu sektörü bütçe açıklarının, yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkisi bulunmaktadır. Milli gelir özdeşliğini ele aldığımızda cari işlemler açığı, milli tasarruflar üzerinde milli yatırım gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Diğer bir ifade ile cari işlemler açığı; hükümetin bütçe açığı artı özel finansal açığına eşittir(özel tasarrufların üzerinde özel yatırım fazlalığı). Ülkedeki bütçe ve özel finansal açıkların her ikisi birden yurtiçindeki sermaye eksikliğini tamamlamak için ülkeye yabancı sermaye girişlerini teşvik edecektir. Bu durum, bize hükümet bütçe açıkları ile özel finansal açıkların sermaye girişleri ile pozitif bir ilişkiye sahip olduğunu ifade etmektedir. Ancak, hükümet bütçe açıklarının ülkeye giren yabancı sermaye girişi ile güçlü ve pozitif yönde bir ilişkisi olduğu tam olarak söylenememektedir. Bütçe açıkları; hükümetlerin iktidarsızlığının veya ülke ekonomisinin ve bütçesinin yönetimindeki isteksizliğinin bir göstergesidir. Bu sebeple, yabancı sermaye girişleri üzerinde, bütçe açıklarının

etkisi tam olarak net değildir. Ancak, özel finansal açıklar, ülkeye giren yabancı sermaye yatırımları üzerinde güçlü ve pozitif etkiler yaratacaktır(Ahn, 1997:35).

Yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkili olan makroekonomik faktörlerden biri de ülkenin ihracat kazançlarının yüzdesi olarak dış borçlara yaptığı ödemelerdir. Ülkedeki ihracat kazançlarının yüzdesi olarak dış borçlara yapılan ödemelerin yüksekliği, o ülkenin dış borçlarını ödemedeki bazı zorluklar yaşadığının ve uluslararası faiz oranları düzeyi veya dış ticaretteki olumsuz değişimlere karşı kırılgan bir yapısının olabileceğinin bir göstergesi olabilir. Eğer yapılan dış borç servis oranı yüksek ise, ülke için hayati önem taşıyan ithalatı sona erdirmek zorunda kalınabilmesi, ekonomik performansın kötüleşmesi olasılığı bulunmaktadır. Bunun sonucu olarak, sermaye hareketleri üzerine sınırlamalar getirilebilir. Bu durumda, yabancı sermaye yatırımı yapan yatırımcının ülke dışında elde etmiş olduğu karını kendi ülkesine geri getirmesinde zorluklar olabilmektedir. Bununla birlikte, ülkenin dış borç servis oranının yüksek olması finansal piyasalardan güvenilir biçimde borç alabileceğini işaret edebilir. Dış borç servis oranının, özel sermaye akımları üzerinde etkisi olmaktadır ve bu etki ülkeye giriş yapan sermayenin türüne göre değişiklik gösterebilmektedir(Ahn, 1997:36).

IMF kredisi de yabancı sermaye yatırımları üzerinde etkili olan makroekonomik faktörlerden biridir. Yüksek IMF kredisi değeri, ülkenin ödemeler dengesi problemlerinden rahatsız olduğunun bir göstergesidir. Ödemeler dengesinde problemler yaşayan ülkelere kredinin sağlanması ekonomik belirsizliğin ve gelecekte sermaye kontrollerinin artması olasılığının işareti olarak düşünülebilir. Bu durum, özel yabancı sermaye yatırımı yapmak isteyen yatırımcı için belirsizlik yaratacaktır. IMF kredisinin artması, ülkenin IMF'nin uyguladığı istikrar programını takip ettiğini ve problemlerini doğru bir şekilde tespit ettiğini göstermektedir. Bu durumda ise, ülke içerisine yabancı sermaye akımı teşvikleri pozitif olacaktır. Sonuç olarak, sermaye akımları ile IMF kredisi arasındaki ilişki net değildir.

Ülkelerin uyguladığı ticaret politikaları da yabancı sermaye yatırımı çekebilmek için yatırımcıları teşvik edebilir. Eğer ülke, ihracata yönelik bir politika benimsemiş ise, ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırımı türündeki yatırımlar

çekilebilir. Bu doğrultuda bir politikanın uygulanması, ihracat malı üreticileri için teşvik edici bir unsur olmaktadır. Eğer ülke ithal ikameci bir politika benimsemiş ise, bu durum ülkeye yabancı yatırımcıyı çekme yönünde teşvik edici bir rol oynamaktadır. Çünkü yabancı yatırımcılar, ülke içinde üretimde bulunabilmekte ve ürettikleri malları yurtiçi piyasalarda hükümet müdahalesi olmaksızın satabilmektedirler(Janeiro, 2005:2-37).

Ülkenin ticaret hesabında meydana gelen değişmeler, sermaye akımları üzerinde etkili olan makroekonomik faktörler arasında yer almaktadır. Ülkeler ürettikleri ihracat mallarının kısa dönemdeki finansmanını diğer ülkelerden aldıkları krediler ile sağlarken, ithalat mallarının kısa dönemdeki finansmanını aldıkları borçlar ile karşılamaktadırlar. Ülkelerin ticari hesaplarında meydana gelen dalgalanmalar ülkelerden sermaye çıkışlarını, ülkelerin sahip olduğu ticari açıklar ise sermaye girişlerini teşvik etmektedir. Bu nedenle ticari denge üzerinde meydana gelen değişimin büyüklüğünün kısa dönem sermaye akımları üzerinde önemli bir etki yaratması beklenmektedir (Willet, 1969:314–327).

### **1.2.3. Politik Faktörler**

Ülkelerde meydana gelen ayaklanmalar ve siyasi gösteriler gibi yurtiçi politik kararsızlık ülke ekonomisini altüst etmekte ve bu durum, ülkelerin gelecekte uygulayacak olduğu ekonomik politikalar ile ilgili belirsizliği arttırmaktadır. Bu faktörlerden dolayı yatırım riski artmakta ve gelecekte sermayeden beklenen getiri azalmaktadır. Bu sonuç, ülkeye daha düşük yabancı sermaye girişini ifade etmektedir(Ahn, 1997:37).

Görelî siyasi kapasite(relative political capacity), ülke yönetiminin gücünü yansıtmaktadır. Ülkenin yüksek görelî siyasi kapasitesi, ülke yönetiminin daha güçlü ve gelecekteki ekonomik politikaların daha istikrarlı olmasını sağlamaktadır. Kısacası, görelî siyasi kapasite ile yabancı özel sermaye akımları arasında pozitif bir ilişkinin olduğu ileri sürülmektedir.

### 1.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri

İkinci Dünya Savaşı sonrasında Bretton Woods konferansında görüşülerek hazırlanan dünya ekonomisi şablonu ve bu şablon doğrultusunda tasarlanan uluslararası sermaye hareketleri 1970’li yıllarda meydana gelen ekonomik kriz nedeniyle çökünce, dünya ekonomisinin yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerinin de boyutları, kaynakları ve türleri köklü değişikliklere uğramıştır. Küreselleşme sürecinde özellikle 1971 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere birçok ülke sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaları kaldırmıştır. Bu nedenle 1970’li yıllar küreselleşme açısından bir dönüm noktası sayılabilir. Küreselleşmenin en önemli etkisi finansal piyasalarda ortaya çıkmış ve teknolojik gelişimin katkısıyla birlikte hızla bütünleşen finansal piyasalar uluslararası sermaye hareketlerinin gerek kaynak, gerek hacminde değişiklik yaratmıştır(Berksoy, 1998:13).

1980’li yıllara geldiğimizde gelişmekte olan ülkelerin liberalleşme sürecine katıldığı ve çoğunda özelleştirme, piyasa ekonomisi, finansal serbestleşme ve dünya piyasasına entegrasyon gibi kavramlar, eskisine göre daha fazla ilgi görmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalardaki yabancı kuruluşların ve yabancı yatırımcıların katılım sayısının artması, net ve toplam sermaye akımlarında meydana gelen belirgin büyümeler ile uluslararası sermaye akımları daha göze çarpar hale gelmiştir. 1980’lerden sonra gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların serbestleşmesi, sermaye kontrollerinin ve sermaye piyasası üzerindeki hukuki engellerin kaldırılması bu durumu desteklemektedir.

1980’lerden sonra gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan yabancı yatırımların sayısında artışlar meydana gelmiştir. Bu artışlarda, gelişmekte olan ülkelerde oluşturulan makroekonomik reformların yarattığı olumlu ekonomik atmosferin önemli rol oynadığını söyleyebiliriz. Reformların oluşturulmasındaki gereksinim, gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını sağlayabilmesi için ülke içindeki tasarruflarının yetersiz olduğu durumlarda Ödemeler Dengesi’nde açık vermemeyi istemesinden doğmaktadır. Çünkü bunu gerçekleştirebilmek için dışarıdan yatırımlara ihtiyacı olacak ve bunu da yabancı sermaye girişi ile

sağlayacaktır. Ülkelerdeki tasarruf açıklarının neden olduğu cari işlemler dengesi açıklarını kapatmak için yabancı sermaye etken bir faktördür. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları türlerinin gelişimi incelenmiştir.

### **1.3.1. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Özel Sermaye Hareketleri**

Özel sermaye akımları(ÖSA), kendi içerisinde farklı borçlanma kaynaklarına ve kanallarına tekabül eden bir sınıflama yapısına sahip sermaye hareketi türüdür. Özel sermaye akımı banka kredileri, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları olmak üzere üç kısımda incelenebilir. Özel sermaye akımları içerisinde en önemli payı doğrudan yabancı sermaye yatırımları oluşturmaktadır. Son yıllarda, ÖSA içerisinde hızla artış gösteren diğer bir sermaye akımı türü de hisse senedi portföy yatırımlarıdır.

Tablo 1'e baktığımızda gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye hareketlerinde 1990'lı yıllarda hızlı bir artışın olduğu görülmektedir. 1990 yılında 39.6 milyar dolar düzeyinden 1996 yılında 235 milyar dolar düzeyine yükselmiş ve ÖSA içerisindeki artış kesintisiz bir trend izlemiştir. 1997 yılında yaşanan Asya krizinin piyasalarda yarattığı daraltıcı etkinin katkılarıyla gelişmekte olan ülkelere yönelik özel sermaye akımlarında ciddi bir azalışın olduğu görülmektedir. 2002 yılından itibaren GOÜ yönelik ÖSA yeniden artmaya başlayarak 2007 yılında 413 milyar dolar ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

ÖSA içerisinde önemli bir yere sahip olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları 1990 yılından itibaren sürekli artış göstermesine karşılık toplam özel sermaye akımları içerisindeki payı az da olsa azalmıştır. Doğrudan sermaye yatırımlarının 1990 yılında toplam özel sermaye akımları içerisindeki payı %54.5 iken, sermaye akımının tavan yaptığı 1996 yılında %47.3'e gerilemiştir. Özellikle Asya krizinden sonra doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında meydana gelen azalışın başlıca nedenlerinden biri de şirket evlilikleri ve satın almaların azalması olarak görülmektedir(Demircan, 2003:13). Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının özel sermaye akımları içerisindeki payları küçük marjlarda bazı yıllara göre azalmış



olmasına rağmen genel anlamda DSY, bu tür sermaye girişlerinin yaklaşık yarısından fazlasını oluşturmaktadır.

Doğrudan yabancı sermaye hareketlerinin hacminde dönemsel etkilere bağlı olarak düşüşler ortaya çıkmaktadır(Demircan, 2003:20). Bu etkiler önem sırasına göre;

- Amerikan ekonomisinin genişlemesi ya da daralması
- Küresel ya da bölgesel ticaret hareketleri
- Japonya’da yaşanan ekonomik daralma
- Orta Doğu Krizi
- Enerji fiyatlarındaki hareketler
- Arjantin krizinin bölgesel etkileri olarak sıralanmaktadır.

Bunun sonucu olarak, ülkeler kendi içerisinde politika kararları alırken veya oluştururken uluslararası ekonomik ve politik gelişmeleri dikkatle izlemeli ve buna göre hareket etmelidir.

ÖSA içerisinde hızla yükselen bir başka sermaye türü ise hisse senedi portföy yatırımlarıdır. 1990’lı yılların başında portföy yatırımları, GOÜ borsalarında kapalı uçlu ülke fonlarının yerini almıştır. Düzenleyici sınırlamaların kaldırılması ile birlikte GOÜ gelişmiş sermaye pazarlarına daha etkin bir şekilde yönelmiştir. 1990 yılında 3.99 milyar dolar iken, 1996 yılında 94.4 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. Portföy yatırımlarının özel sermaye içerisindeki payı da 1990 yılında %10 iken, 1996 yılında %40 oranına yükselmiştir. Son yıllarda özellikle portföy yatırımlarında meydana gelen artışın en önemli nedeni, finansal küreselleşmenin bir yandan ülkelerin gelişmiş piyasalara girebilmesine olanak sağlaması, diğer taraftan ise gelişmiş ülkelerin mevcut tasarruflarını kar sağlamak amacı ile yeni oluşan piyasalarda değerlendirme isteğidir.

DSY'nın portföy yatırımlarına göre özel sermaye akımları içerisindeki payının daha büyük olmasının başlıca sebebi portföy yatırım türünün likititesi yüksek bir sermaye türü olması ve ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk veya piyasalarda meydana gelen gerginlik sonucu kolayca ülkeyi terk ederek krizlere neden olmasıdır. 1997 Asya krizi ile birlikte gerçekleşen portföy yatırımlarının miktarında bir azalmanın olduğu görülmektedir. Bu durum, portföy yatırımları aracılığı ile ülkelere sermaye girişlerinin hızlanması, o ülkelerin sermaye piyasalarındaki olumlu gelişmelerle bağlantılıdır.

**Tablo 1: Gelişmekte Olan Piyasalara Yönelik Özel Sermaye Akımları (Milyar Dolar)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Gelişmekte Olan Piyasalar</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	39.596	130.4	123.876	156.73	131.09	161.16	235.3	207.2	75.41	87.768	99.49	73.48	74.29	150	231.8	236.7	162.1	413.01
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	21.606	36.35	35.913	52.923	79.385	94.765	111.4	144.2	154.4	172.82	167.7	181	149.5	159	178.5	251.3	235.5	289.44
Portföy yatırımları	3.991	40.47	53.381	92.435	108.06	38.694	94.4	47.32	36.81	64.929	22.55	-78.6	-91.7	-11.3	12.95	26.43	-125	6.76
Diğer özel sermaye yatırımları	14.043	53.39	34.408	11.157	-55.9	27.374	29.53	15.9	-115.6	-149.68	-90.9	-29.2	15.7	1.156	38.62	-43.2	50.17	115.27
<b>Afrika</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	2.341	1.567	3.241	-0.633	4.403	7.427	2.404	8.187	9.045	8.906	1.625	7.114	5.363	6.987	17.23	26.47	17.34	42.084
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	1.884	2.73	0.298	1.708	2.053	1.7	3.458	7.673	6.365	8.607	7.757	23.19	13.53	17.25	16.76	24.17	20.38	27.125
Portföy yatırımları	-0.191	0.729	2.51	1.213	3.846	3.615	3.224	7.431	4.276	9.114	-1.76	-7.93	-1.58	-0.52	5.334	3.716	17.92	11.69
Diğer özel sermaye yatırımları	0.648	-1.89	0.433	-3.554	-1.496	2.112	-4.279	-6.92	-1.596	-8.815	-4.38	-8.14	-6.58	-9.74	-4.866	-1.41	-21	3.269
<b>Asya</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	12.306	38.38	25.364	52.363	66.885	97.418	121.4	52.52	-50.86	-2.894	5.89	23.34	24.42	65.29	146.8	83.33	40.54	157.19
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	9.442	17.76	18.084	32.91	44.673	51.004	53.4	57.43	57.2	71.357	60.79	53.11	53.37	70.22	66.86	107	102	97.677
Portföy yatırımları	-1.733	1.913	12.801	25.725	20.369	23.185	31.79	7.285	8.883	54.085	19.72	-50.1	-60	7.931	11.84	-13.5	-121	-26.66
Diğer özel sermaye yatırımları	4.597	18.72	-5.521	-6.273	1.843	23.229	36.26	-12.2	-116.9	-128.34	-74.6	20.33	31.07	-12.9	68.13	-10.2	59.28	86.168
<b>Orta Doğu</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	3.485	79.7	37.732	21.05	19.158	6.416	7.582	19.17	13.13	-4.723	-8.9	-6.95	-20.7	1.744	-22.08	-24.5	-28.1	-10.55
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	2.284	1.168	1.367	4.605	4.63	3.745	3.381	7.792	9.459	4.202	4.943	12.33	9.555	17.7	10.11	18.07	17.91	24.119
Portföy yatırımları	2.41	19.53	11.365	6.775	7.206	3.136	12.46	-3.45	-3.061	-8.454	0.078	-13.3	-16.9	-14.9	-14.71	-10.7	-15.7	-3.563
Diğer özel sermaye yatırımları	-1.209	59	25	9.669	7.322	-0.466	-8.255	14.82	6.732	-0.47	-13.9	-5.93	-13.4	-1.07	-17.49	-31.9	-30.3	-31.11
<b>Western Hemisphere</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	14.87	23.3	52.564	64.52	50.71	19.15	80.5	96.2	77.3	50.75	62.4	39.1	11.5	22.2	14.54	35.3	9.91	83.75
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	6.823	11.5	13.25	8.867	23.8	25.25	39.5	57.7	62.19	66.11	70.2	68.4	49	36.3	48.56	50.4	28	71.93
Portföy yatırımları	2.96	17.9	24.443	50.13	72.52	2.343	45.7	31	28.05	4.862	1.48	-7.64	-14.9	-10.2	-15.8	28.1	-13.7	19.45
Diğer özel sermaye yatırımları	5.084	-6.11	14.871	5.523	-45.6	-8.45	-4.68	7.56	-12.9	-20.23	-9.25	-21.6	-22.6	-3.85	-18.2	-43.1	-4.41	-7.63
<b>Avrupa</b>																		
Toplam net özel sermaye yatırımları	6.597	-12.6	4.975	19.424	-10.06	30.753	23.31	31.12	26.79	35.73	38.5	10.86	53.76	53.75	75.26	116.1	122.4	140.54
Net Doğrudan yabancı yatırımlar	1.173	3.193	2.914	4.833	4.229	13.064	11.67	13.58	19.22	22.545	24.03	24.02	24.08	17.47	36.21	51.68	67.18	68.585
Portföy yatırımları	0.545	0.378	2.262	8.589	4.123	6.415	1.269	5.078	-1.336	5.322	3.038	0.401	1.706	6.443	26.27	18.89	7.685	5.847
Diğer özel sermaye yatırımları	4.923	-16.3	-0.375	5.792	-17.96	10.944	10.47	12.62	9.142	8.164	11.28	-13.8	27.2	28.69	11.07	43.44	46.55	64.57

Kaynak: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2007.

### 1.3.2. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Resmi Sermaye Hareketleri

Resmi sermaye hareketlerini resmi kalkınma yardımları, tek ve çift taraflı olmak üzere resmi krediler oluşturmaktadır. Resmi kalkınma yardımları IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşlar tarafından ülkelere yapılan yardımları kapsamaktadır. 1980–1989 yılları arasında genel olarak 43 milyar dolar düzeyinde seyreden resmi kaynaklı bağış ve krediler, Körfez savaşının yaşandığı 1990–1992 yılları arasında hızlı bir şekilde artış göstermiştir.

1998–2004 yılları arası incelendiğinde, 1997 Asya krizi sonrasındaki yılda gelişmekte olan ülkelere yapılan resmi sermaye akımları yüksek düzeyde gerçekleşmiştir. Bunu izleyen yıllarda bu değer azaldığı görülmektedir. Bunun altında yatan nedenlerden biri de iki taraflı yardım anlaşmalarının artmasına karşılık, ülkelere verilen kredilerdeki azalışların boyutlarının büyük olmasıdır. 1998–2004 yılları arası iki taraflı yardım anlaşmalarına baktığımızda en büyük yardımı Sahra Altı Afrika ülkesinin aldığı görülmektedir. 1998 yılında resmi sermaye akımlarının %95'i iki taraflı yardım anlaşmalarından sağlanan sermaye iken, 2004 yılına gelindiğinde bu oranın %96 düzeyine ulaştığı görülmektedir. Bazı ülkelerin özel pazarlara daha çok girerek resmi finansman taleplerini kısması, resmi yardımların daha düşük gelirli ülkelere yönelmesi olanağını vermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin tümünü değerlendirdiğimizde, gerçekleşen resmi sermaye akımlarında 1998 yılı hariç diğer yıllarda iki taraflı yardım anlaşmaları payının resmi kredilere göre daha yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Resmi kredilerinin yardımlara göre daha fazla oranda gerçekleştiği 1998 yılında en fazla kredi verilen ülke 14.7 milyar dolar ile Doğu Asya ve Pasifik ülkeleridir. Bunu 10.9 milyar dolar ile Latin Amerika ve Karayip ülkeleri izlemektedir.

**Tablo 1.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Resmi Sermaye Akımları(Milyar Dolar)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	61.1	42.4	23.1	55.4	38.2	31.5	21.5	-18.9
Resmi Krediler	34.3	13.9	-5.7	27.5	5.5	-12.4	-28.6	-71.5
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	26.8	28.5	28.8	27.9	32.7	43.9	50.1	52.6
<b>Doğu Asya ve Pasifik</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	17.2	15	9.4	5.4	-5.4	-4.6	-2.7	0.8
Resmi Krediler	14.7	12.5	6.9	3.2	-7.9	-7.4	-5.4	-1.9
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	2.5	2.5	2.5	2.2	2.5	2.8	2.7	2.7
<b>Avrupa ve Orta Asya</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	12.8	7.7	8.6	9.4	11.2	1.8	-0.2	-21.2
Resmi Krediler	7.4	-0.5	0	2.3	2.7	-6.8	-10.5	-30.9
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	5.4	8.2	8.6	7.1	8.5	8.6	10.3	9.7
<b>Latin Amerika ve Karayipler</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	14.1	4.5	-8.6	23.6	15.7	7.9	-5.6	-33.3
Resmi Krediler	10.9	1.6	-11.1	20.4	12.9	4.9	-10.5	-36.5
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	3.2	2.9	2.5	3.2	2.8	3	4.9	3.2
<b>Orta Doğu ve Kuzey Afrika</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	1.9	0.1	0.4	1	-0.1	1.1	0.4	1.7
Resmi Krediler	-1.6	-2.6	-2.7	-1.2	-2.5	-2.5	-4.1	-2.4
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	3.5	2.7	3.1	2.2	2.4	3.6	4.5	4.1
<b>Güney Afrika</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	4.5	4.8	2.5	5.4	0.1	2.1	4.5	7.9
Resmi Krediler	2.4	2.5	0.4	2.2	-2.4	-1.8	1	3.4
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	2.1	2.3	2.1	3.2	2.5	3.9	3.5	4.5
<b>Sahra Altı Afrika</b>								
Net Resmi Sermaye Akımları	10.6	10.3	10.8	10.6	16.7	23.2	25.1	25.2
Resmi Krediler	0.5	0.4	0.8	0.6	2.7	1.2	0.9	-3.2
İki Taraflı Yardım Anlaşmaları	10.1	9.9	10	10	14	22	24.2	28.4

\*Not: İki taraflı yardımlara Teknik İşbirliği Hibeleri dâhil edilmemiştir. Kaynak: IMF

#### 1.4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Küreselleşme ve Finansal Serbestleşme

Uluslararası finansal serbestleşme süreci son 30 yıldan fazla bir süredir artmaktadır. Sanayileşmiş ülkeler kendi sermaye hesaplarını daha erken serbestleştirme çabasına girerken, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hesaplarını serbestleştirme süreci oldukça yavaş kalmıştır. Bununla birlikte, birçok ülkenin özel uluslararası finansal işleri 1990'ların başlarına kadar belirli bir artış göstermemiştir(IMF, 2001).

Son 10 yıldır Dünya ekonomisinde göze çarpan en belirgin özelliklerden biri; doğrudan yabancı yatırımlardaki büyüme veya çokuluslu şirketlerin gelişmekte olan ülkelerde kendi varlıklarını kontrol etmesi ve üretim faaliyetlerini yönetmesi için yatırım yapmasıdır. Bu nedenle, çokuluslu şirketler dünya ekonomisinin liberalleşmesi kapsamında küreselleşme sürecinde önemli bir rol oynamaktadır. Bunun sonucu olarak, 1990'larda dünyanın her yerinde sınır ötesi birleşimler ve devralmalar artış göstermiştir. 1980'lere göre 1990'larda şirket birleşmeleri veya devralma faaliyetleri, gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlar için önemli bir araç haline gelmiştir.

Birçok kişi, küreselleşmeyi uluslararası yabancı sermaye akımlarına yönelik engellerin kaldırılması ile ilişkilendirirken, bazıları ise farklı faktörlerin küreselleşmeyi meydana getirdiğini savunmaktadırlar. Bu faktörler; mal ticaretinin artması, teknolojik değişim, işgücü hareketliliğindeki büyüme, teknolojinin yayılımı ve yurtiçi piyasaların serbestleştirilmesidir. Sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere karşılıklı ülkelerarası finansal bağlantının artması uluslararası finansal piyasaların serbestleştirilmesi ile ilişkilendirilmektedir(Kyaw, 2003:3).

Finansal serbestleşme kavramı, modern ekonomistlerin yanında yeni-yapısalcılar (Neo-structuralist) tarafından da eleştirilmektedir(Buffis, 1984:305–322; Khosaka, 1984:420–452; Lim, 1987:45–61; Morisset, 1993:133–150). Çünkü finansal serbestleşme kavramı; tam bilgi, tam rekabet piyasası ve kurum dışı analizler hakkında kesin varsayımlar içermektedir. Yeni yapısalcılar, serbest piyasaların, bankaların izleme ve ödünç vermesi üzerinde enformasyonel avantajları

olduğu konusunda tartışmaktadış. Enformel(kayıt dışı) piyasa, başarılı ölçek ekonomileri ve küçük kesimlerdeki bilgiden yararlanmayı başarmaktadır. Serbestleşmeyi ne sürenlerin tartıştığı bir konu da, enformel piyasaların yerel şoklardan zarar gördüğüdür. Modern ekonomistler, serbestleşmeyi son bankacılık krizleri ve para birimindeki dalgalanmanın nedeni olarak görmektedir.

Finansal serbestleşme süreci ilk olarak dış ticaret serbestleşmesi ile başlamış, her çeşit sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve daha önceleri arz ve talebe göre belirlenen piyasalardaki finansal varlık fiyatlarının serbestçe belirlenmesi ile devam etmiştir. 1980'lerde borç ve kaynak sıkıntısına düşen birçok gelişmekte olan ülke finansal serbestleşmeden etkilenererek bu süreci kendi ülkelerinde uygulamaya geçirmiştir. Başlangıçta finansal serbestleşmenin ekonomi üzerinde pozitif etkileri olduğu görülmüştür. Ancak, 1997 Asya krizinden sonra birçok ekonomistin de tartıştığı konu, ekonomi üzerindeki bu pozitif etkinin srdrlemeyeceğidir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin finansal sisteminin yapısal problemlerinden meydana gelen olumsuz etkilerden dolayı, sermaye hesaplarındaki sermaye giriş ve çıkışının yarattığı yıkıcı etkilerin ele alınması gerekmektedir.

Ülkelerin finansal sistemindeki kurumsal ve yapısal farklılıklar, farklı finansal serbestleşme politikaları uygulamalarının ana nedenini oluşturmaktadır. Yatırım, tasarruf ve büyüme yoluyla finansal serbestleşme politikaları üzerine üç farklı yaklaşım bulunmaktadır(Ural, 2003:10-14).

- McKinnon ve Shaw Yaklaşımı
- Yeni Yapısalcı Yaklaşımı
- Yeni Keynesyen Yaklaşımı

McKinnon ve Shaw yaklaşımına göre, finansal serbestleşme politikaları; tasarrufları arttıracak ve bu da yatırımları teşvik ederek ekonomik büyümeyi sağlayacaktır. Yeni yapısalcı ve yeni keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşme politikaları; tasarruf ve yatırımları azaltarak düşük bir ekonomik büyüme sağlayacaktır.

Son 10 yılda GOÜ, kendi içlerinde finansal reformlar hazırlamakta ve bu hazırlanan reformlar serbestleşmenin yanı sıra yaratıcılık, özelleştirme, deregülasyon ve uluslararasılaşma gibi özelliklerden en az birini içermektedir.

Bu özelliklerin bir bölümü veya tamamını taşıyan finansal reformların içeriğini şunlar oluşturmaktadır(Uzunoğlu, Alkin ve Gürlesel, 1995:43);

- Ülkelerarası sermaye hareketleri ve finansal işlemlere getirilen sınırlamaların azaltılması ve kaldırılması,
- Mevcut finansal ürünlerin çeşitlendirilmesi veya yeni finansal ürünlerin yaratılması ve yeni pazarların kurulması,
- Finansal piyasalarda kamu müdahalesinin azaltılarak denetim ve gözetimin arttırılması,
- Uluslararası finansal pazarlar ile bütünleşmenin sağlanması,
- Finansal sektörde faaliyet gösteren kamu kuruluşlarını özelleştirerek yerli ve yabancı finansal kuruluşların sektöre girişinin sağlanması,
- Finansal kurumlar arasındaki farklılaşmanın azaltılması, yeni finansal kurumların kurulması ve böylece bankaların hem kendisi hem diğer bankalar ile olan rekabet gücünün artırılması,
- Mevduat ve kredi faizlerinin belirlenmesine getirilen serbesti ve kredi tavanlarının kaldırılması ile tasarrufların hareketinin ve kredilerin dağılımının serbest pazar koşulları içinde oluşması.

Ülkelerde uygulanan finansal serbestleşme süreçleri, ülkelere yönelik gerçekleşen uluslararası sermaye hareketlerinin artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, ülkelerin sahip olduğu ulusal sermayelerinin uluslararası olarak hareketli olup olmadığını belirleyen sermaye hareketliliği derecesinin tanımlanması ve belirlenmesi önemli hale gelmiştir.

### **1.5. Finansal Sermaye Hareketliliği Derecesi**

Belirli bir alan veya farklı iki alan arasındaki finansal araçların fiyat dağılımından dolayı, sermaye hareketliliği sermaye hareketleri derecesi olarak



yorumlanabilmektedir. Daha geniş kapsamda ele alındığında, sermaye hareketliliği; piyasa bütünleşmesi kavramları ile farklı finansal araçlar arasındaki yüksek ikame edilebilirlik durumunu içermektedir. Ülkelerin sahip olduğu finansal sermaye hareketliliği derecesi, o ülkenin ulusal sermayesinin uluslararası olarak hareketli olup olmadığı hakkında bize bilgi vermektedir(Ahn, 1997:19).

Sermaye hareketliliği derecesi, sadece piyasa bütünleşmesini sağlamaz aynı zamanda yurtiçinde uygulanan para ve mali politikaların etkinliği üzerinde de birçok etkiye sahiptir. Bu nedenle, sermaye hareketliliği derecesinin bilinmesi ülkeler açısından oldukça önemlidir(Leachman, 1990:23).

Politik tavsiyeler ve yapılan ekonomik analizlerin çoğu, ülkenin tasarruf oranlarında meydana gelen artışta uzun dönem ekonomik büyümenin olmadığı konusuna odaklanmıştır. Ülkelerin daha fazla tasarrufta bulunabilmeleri için dışarıdan daha çok yabancı sermaye yatırımına izin vermeleri gerekmektedir. Yatırımlar, uzun dönemde toplumun üretkenlik yeteneğini arttırmakta ve yaşam standartlarını yükseltmektedir. Bunu başarmak için, ülkede uygulanan kamu politikası; hanehalklarının ve şirketlerin özel tasarruflarının artırılması ve özel sektör tasarrufunun ülke dışında yatırım olarak değerlendirilerek kamu sektörü açığının önlenmesine yönelik tedbirler üzerinde durmalıdır. Aynı zamanda, ülkede uygulanan vergi politikaları ve finansal düzenlemeler; tasarrufu teşvik edici, tüketimi ise caydırıcı yönde bir eğilime yönlendirmelidir. Bunun dışında, devlet kendi yaptığı harcamaları sınırlandırmalı veya denk bütçe ya da bütçe fazlasını sağlamak için vergi oranlarını arttırmalıdır(Blecker, 1997:173).

Yatırım, ulusun beşeri üretkenliğinin ve doğal kaynaklarının arttırılmasında önemli bir rol oynamaktadır. Eğer ülke, kronik bir dış borç probleminden kaçınmak istiyorsa uzun dönemde yurtiçi yatırımları, milli tasarruflar ile finanse etmelidir. Çünkü bir ülkedeki sermaye birikiminin normal kaynağı milli tasarruftur. Ancak, açık bir ekonomide yurtiçi yatırımlarının bir kısmı yurtdışındaki tasarruflar ile de finanse edilebilmektedir. Bu nedenle, yurtiçi yatırım ile milli tasarruf birbirinden bağımsız olarak hareket edebilmektedir. Bununla birlikte, dünyada mali piyasaların artan bütünleşme derecesi, sermaye piyasalarında uygulanan genel kısıtlayıcı

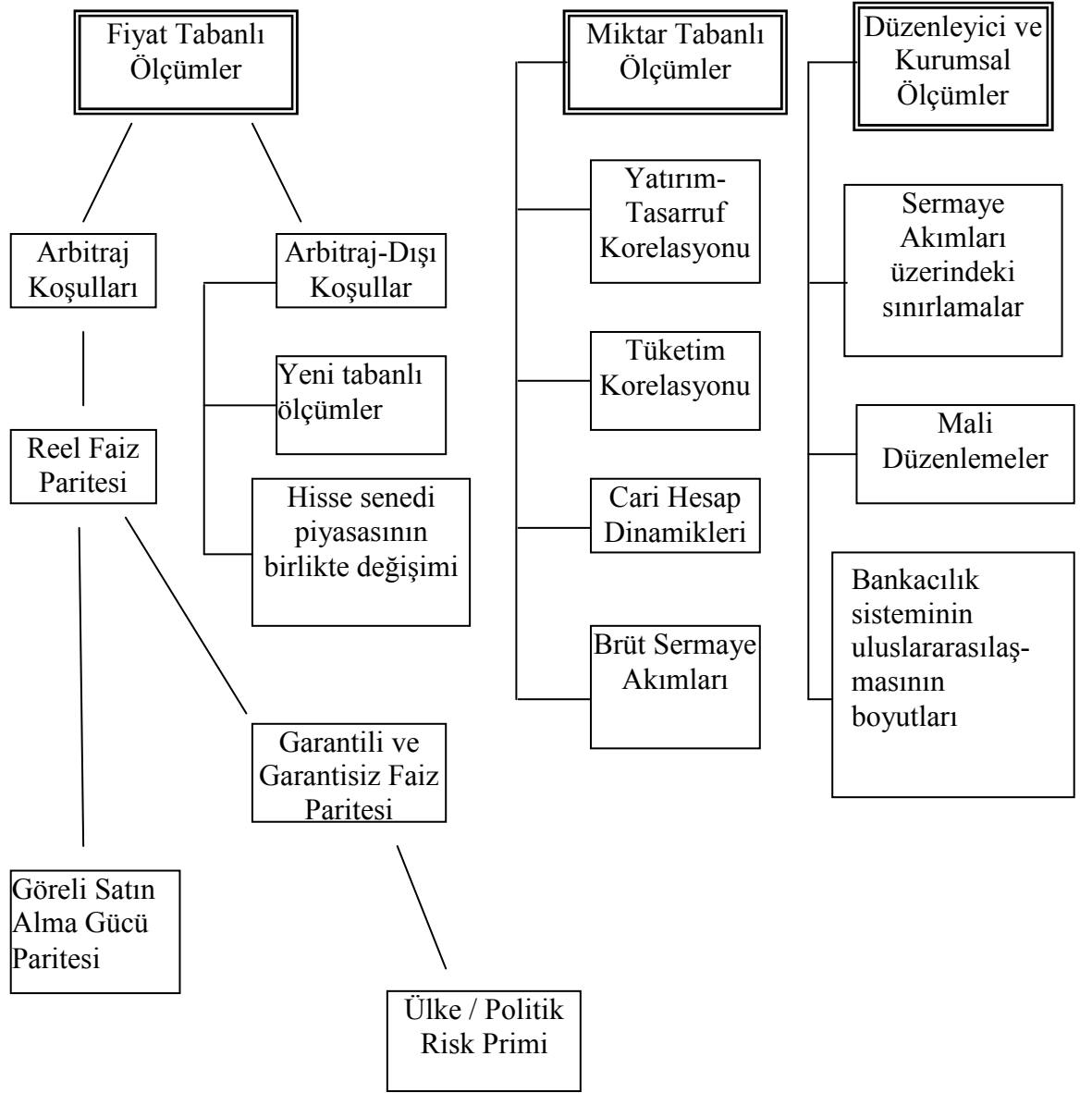
şartların ortadan kaldırılması yatırım ve tasarrufun birlikte hareket ettiği konusunda tartışmalara neden olmuştur.(Levy, 1995:1).

Sermaye hareketliliğinin derecesinin bilinmesi, tasarruftaki değişimlerin yatırımdaki değişimler ile ilişkili olup olmadığını ortaya koyması açısından önemlidir. Böyle bir ilişki söz konusu ise, bütçe açıklarında meydana gelen azalma dış dengeyi iyileştirmek yerine yatırımların artmasını sağlayacaktır. Ayrıca, standart Mundell-Fleming modeli çerçevesinde formüle edildiği gibi, dış denge ve yatırım üzerindeki para politikasının etkileri sermaye hareketliliği derecesine önemli ölçüde bağlıdır. Bunun dışında, doğrudan doğruya tasarrufu(veya yatırımı) etkilemeksizin yatırımları(veya tasarrufları) etkilemek amaçlı tasarlanan vergi politikası sermaye hareketliliği derecesine bağlı ekonominin uluslararası rekabet gücünü iyileştirmekte veya kötüleştirmektedir(Levy, 2000:100–102).

### **1.6. Sermaye Hareketliliği Derecesinin Belirlenmesi**

Sermaye hareketliliği derecesinin belirlenmesine yönelik literatürde çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır(bknz: Grafik 1). En çok kullanılan ve tercih edilen, yatırım-tasarruf korelasyonu yaklaşımıdır. Bu bölümde, aynı zamanda literatürde geniş yer bulan ve sermaye hareketliliği derecesinin belirlenmesinde kullanılan faiz haddi paritesi koşulu, portföy dengesi ve kar oranı eşitlenmesi yaklaşımları da ele alınıp incelenmiştir.

Sermaye hareketliliği derecesini belirleyen birçok yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler Grafik 1’de sınıflandırılmıştır. Sınıflamada yer alan yöntemlerden, Reel Faiz Haddi Paritesi, Garantili Faiz Haddi Paritesi, Garantisiz Faiz Haddi Paritesi, Portföy Dengesi Yaklaşımı, Kar Oranı Eşitlemesi Yaklaşımı, Tasarruf-Yatırım Korelasyonu ve Cari Hesap Dinamikleri Yaklaşımı literatürde en çok kullanılan yöntemler olmasından dolayı ilerleyen bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.



**Grafik 1: Finansal Bütünleşme Ölçümlerinin Sınıflandırılması**

Kaynak: Keil, Phalaplewan, Rajan ve Willet(2005).

### 1.6.1. Feldstein-Horioka Hipotezi

Yatırım ve tasarruf arasındaki korelasyonun sermaye hareketliliği derecesine karşılık geldiği ilk defa Feldstein-Horioka(1980) tarafından ortaya konmuştur. Feldstein-Horioka'ya göre, tam sermaye hareketliliğinde olan bir ülkenin uzun dönemdeki tasarruf ve yatırım arasındaki korelasyon derecesi oldukça düşük olacaktır. Eğer, tasarruf tutma katsayısı sifıra eşitse, o zaman tam sermaye hareketliliğinden söz edilebilmektedir. Tam sermaye hareketliliği yoksa, yatırım-tasarruf korelasyonunun değeri bire yakın çıkmaktadır(Bayoumi, 1997:30).

Feldstein-Horioka'nın ele aldığı model aşağıdaki gibidir.

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta(S/Y)_i \quad (1.1)$$

Burada, I: yurtiçi yatırım, Y: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla ve S: Yurtiçi tasarrufu temsil etmektedir ve i: ülkeye ait altsimge indeksidir. Modelde yer alan  $\beta$  katsayısının "0" a eşit olması ülkede tam sermaye hareketliliği olduğuna işaret ederken,  $\beta$  katsayısının "1" e eşit olması ise sermayenin hareketsiz olduğunu göstermektedir. Feldstein-Horioka, 15 sanayileşmiş ülkeyi örneklem olarak seçerek 1960–1974 dönemi için tasarruf tutma katsayısını  $\beta = 0.89$ (standart hatası=0.07) olarak hesaplamışlardır. Bu değer, ele alınan sanayileşmiş ülkeler için, sermaye hareketsizliğini ifade ettiğini belirtmişlerdir.

Feldstein(1983)'te örneklem hacmini büyüterek 1974–1979 dönemleri için yeniden sermaye hareketliliği derecesini hesaplamıştır. 1970'lerde uluslararası sermaye akımlarında önemli artışlar olmasına karşın önceki 15 yılı kapsayan döneme göre tam sermaye hareketliliğinin olduğunu destekleyen bir sonuç bulanamamıştır.

Feldstein-Bacchetta(1991), 1980–1986 dönemleri için tasarruf tutma katsayısını 0.79 olarak hesaplamışlardır<sup>2</sup>. Bu sonuç, 1960'larda 0.91, 1970'lerde 0.86 olarak hesaplanan değerden daha küçüktür. Tasarruf tutma katsayısında meydana

---

<sup>2</sup> Tasarruf tutma katsayısı 9 EEC ülkesi için yurtiçi tasarruf ve yatırım oranları kullanarak hesaplanmıştır.

gelen düşüğe rağmen bu değer oldukça yüksektir ancak istatistiksel olarak anlamlı olduğu için sermaye hareketliliğinin varlığını desteklemektedir(Kwon, 1995:12-13).

Feldstein-Horioka hipotezine iki farklı eleştiri yapılmıştır. Bunlardan ilki, farklı yöntemler(Maming, 1993; Leachman, 1991) ve farklı veri seti(Sinn, 1992; Taylor, 1994:4) kullanıldığında iki seri arasında zayıf bir ilişkinin ortaya çıktığıdır. İkincisi, yatırım ve tasarruf arasındaki yüksek korelasyon derecesine farklı yorumlamalar getirilmesidir(Kwon, 1995:13).

Tam sermaye hareketliliğinde bile yatırım ve korelasyonun birbiri ile ilişkili olabileceği tartışılmaktadır. Feldstein-Horioka, yatay-kesit çalışması yaparken, diğerleri zaman serisi yaklaşımı kullanmışlar ve farklı sonuçlar elde etmişlerdir. Ayrıca, gelir büyüme hızı(Obsfeld, 1986) veya ticarete konu olmayan tüketim mallarının varlığı(Murphy, 1986; Wong, 1990) yatırım ve tasarrufu aynı anda etkileyebilmektedir. Ülke büyüklüğü, milli tasarruf ve yatırım içsellliği ve ticari olmayan mallar gibi faktörler ülkelerdeki tasarruf ve yatırım arasındaki korelasyonun derecesini etkilemektedir.

#### **1.6.1.1. Ülke Büyüklüğü**

Murphy(1984)'te yaptığı çalışma ile ülke büyüklüğünün sermaye hareketliliği derecesini etkilediğini ortaya koymuştur. 17 OECD ülkesini ele aldığı çalışmasında ülkeleri iki gruba ayırmıştır. En çok gelişmiş 7 ülkeyi ele alarak yaptığı çalışmada tasarruf tutma katsayısını 0.98 olarak hesaplamıştır. Ancak, daha az gelişmiş 10 ülke için tasarruf tutma katsayısını 0.59 olarak bulmuştur. Bu nedenle, her iki ülke grubu için tasarruf ve yatırım arasındaki ilişkinin aynı olduğunu söyleyen hipotezi %5 önem düzeyinde reddetmiştir.

Bir ülke yeterince gelişmiş ise, dünya finansal piyasa koşullarını etkileyebilmektedir. Bu ülkelerde, milli tasarruflarda meydana gelen düşüş, ülkenin faiz oranlarının yükselmesine ve böylece dünyanın her bir yerinde yatırımları kendisine çekerek diğer ülkelere yapılan yatırımların azalmasına neden olabilmektedir. Bu durum, gelişmiş ülkelerin milli tasarruflarının ülke içerisinde

kaldığını ve sermayenin hareketsiz olduğunu göstermektedir. Ancak, yurtiçi tasarruflar düştüğünde yurtiçi yatırımlar da düşer sonucunu çıkarmak hatalı olacaktır. Eğer, az gelişmiş ülkelerde, gelişmiş ülkelerdeki kadar faiz oranlarında yükseliş ve yatırımlarda düşüş meydana gelirse o zaman o ülkede sermaye hareketliliği düşük olacaktır yorumu yapılamamaktadır. Bu nedenle, sanayileşmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksek yatırım-tasarruf korelasyonu katsayısı elde edilebilir(Kwon, 1995:14–15).

Baxter ve Crucini(1993), büyük ülkelerdeki yatırım ve tasarruf korelasyonunu, küçük ülkelerdeki korelasyona göre daha büyük bulmuştur. Büyük ülkelerin yatırım ve tasarruflarında meydana gelen değişiklikler dünya faiz oranlarını etkilemektedir. Bu nedenle, büyük ülkelerin milli tasarruflarında meydana gelen artış dünya faiz oranlarının azalmasına neden olduğundan tüm ülkelerin yatırımları artmaktadır. Bu sonuç, tasarruf-yatırım korelasyonunun büyük ülkelerde daha yüksek eğilim göstermesinin nedenidir(Kim, 1999:3).

Yatay kesit çalışmalarında, ele alınan ülke gruplarının sermaye hareketliliği derecesine olan etkileri aşağıdaki alt başlıklar ile özetlenmiştir<sup>3</sup>.

- *Büyük Ülke Etkisi:* Gelişmiş ülkeler, dünyadaki yatırım ve tasarrufları etkilemekte veya kendi yatırım ve tasarruflarını finanse etmek için dış kaynağa gereksinim duymamaktadır. Yapılan çalışmalar, büyük ülkelerin ele alınmasının sonuçlara etki ettiğini göstermiştir. Büyük ekonomilere sahip ülkeler, küçük ekonomilere sahip ülkelere göre daha yüksek bir eğim katsayısına sahiptir.
- *Avrupa Birliği Etkisi:* Avrupa Birliği ülkeleri kendi aralarında yüksek sermaye hareketliliği derecesine sahip olmalıdır. Feldstein-Bacchetta, net yatırımları ele alarak yaptığı çalışmasında bu sonucu doğrulamıştır. 1980'lerde tasarruf tutma katsayısı tahmininde hızlı bir azalış görünmektedir. Ancak, aynı örnek brüt yatırımlar ile yapıldığı

---

<sup>3</sup> Feldstien-Horioka Puzzle,  
<http://userhome.brooklyn.cuny.edu/economics/muctum/GC/F-H%20puzzle.doc>(1 Ocak 2008).

zaman benzer sonuçlar bulunamamıştır. Katsayı, Avrupa Birliği'ne üye olmayan ülkelere göre daha yavaş bir azalış göstermiştir.

- *Gelişmekte Olan Ülkelerin Etkisi:* OECD ülkeleri için elde edilen tasarruf tutma katsayısı, gelişmekte olan ülkelere göre daha yüksektir(Doley, Frankel ve Mathieson, 1987; Mamingi, 1994).
- *Uluslararası Etkiler:* Ülkedeki bölgeler için test yapıldığı zaman, elde edilen katsayı anlamsız olarak bulunmuştur. Bayoumi ve Rose (1993)'te İngiltere, Dekle(1996)'da Japonya içindeki bölgeleri ele alarak sermaye hareketliliği derecesini incelemişler ve tasarruf tutma katsayısını anlamsız olarak bulmuşlardır.

### 1.6.1.2. Milli Tasarruf ve Yatırımın İçselliği

Ülkeye yatırım yapılmasını belirleyen faktörler, milli tasarruf ile ilişkisiz olduğunda ekonometrik bir problem yaşanmayacaktır. Ancak, sermaye maliyeti gibi yatırım oranını etkileyen herhangi bir ekonomik değişken, muhtemelen milli tasarruf oranı ile ilişkili olacaktır. Bu faktörler; gelir, popülasyon büyüme hızı, gelir düzeyi, reel ücretler ve üretkenlik büyüme oranı gibi değişkenler olabilmektedir.

Obstfeld(1985) göre, basit bir yaşam döngüsü modeli; tasarruf ve yatırım oranlarının her ikisini birden etkileyen ortak faktör olarak popülasyon büyüme hızını ortaya koyabilmektedir. Bu iki oran, ilişkisiz olsa bile birlikte hareket etme eğilimindedir. Küçük açık bir ekonomiyi ele alarak tüketicilerin yaşam döngüsünü iki döneme ayırdığımızı düşünelim. Bunlardan ilki, çalıştıkları dönem, ikincisi ise emekli oldukları dönemdir. Şirket, belirli fiyatlar ve faiz oranında ürün çıktılarını sağlarken, herhangi bir tüketici hayat boyunca elde edeceği faydayı maksimize etmektedir(Amorntum, 2003:5).

$$\underset{C_t, C_{t-1}}{\text{Max}} u(C_t) + \beta u(C_{t-1}) \text{ buda } C_t + \frac{C_{t-1}}{(1+r^*)} \leq w \quad (1.2)$$

$$\underset{K_t, L_t}{\text{Max}} F(K_t, L_t) - (r^* + \delta)K_t - wL_t \quad (1.3)$$

burada  $u$  : uygun fayda fonksiyonunu,  $C_t$  : t dönemdeki tüketimi,  $\beta$  : zaman tercihi oranını,  $F$  : üretim fonksiyonunu,  $K_t$  : sermayeyi,  $L_t$  : iş gücünü,  $r^*$  : dünya faiz oranını,  $\delta$  : amortisman oranını ve  $w$  : ücreti göstermektedir. Denklem(1.2)' de  $u$  'nun logaritmik biçimi ele alınmıştır.  $\beta$  ise  $1/(1+r^*)$  'ye eşittir ve üretim fonksiyonu; ölçeğe bağlı sabit verim ile Cobb-Douglas biçimindedir. Popülasyon büyüme oranı “n” olarak gösterilsin. Ürün çıktısı için ayrılan sermaye payını “ $\alpha$ ” olarak belirleyelim. Tasarruf sadece, çıktı ve tüketim arasındaki farka eşit olacaktır. Yatırım ise, yakın dönemler arasındaki sermaye farkıdır. Denge durumunda, ürün başına tasarruflar  $n(1-\alpha)[(1+n)(2+r^*)]$  , ürün başına yatırım ise  $n\alpha/(r^* + \delta)$  olacaktır. Popülasyon büyüme oranı “n” arttığı zaman her ikisinde artmakta olduğu görülmektedir. Bu sonuç, tam sermaye hareketliliğinin olmadığı durumda bile bize yatırım ve tasarruf oranlarının birbiri ile birlikte ilişkili olabileceğini göstermektedir. F-H yaklaşımında, bu örnekteki popülasyon büyüme hızı gibi yatırım ve tasarrufu etkileyen ortak faktörler hesaba katılmamıştır.

### 1.6.1.3. Ticari Olmayan Mallar

Murphy(1986), yatırım ve tasarruf korelasyonunda meydana gelen değişikliklerden sonraki beklenmeyen üretkenlik bozukluğunun ticarete konu olan ve olmayan mal sektörlerindeki göreceli sermaye-işgücü faktör yoğunluklarına bağlı olduğunu göstermiştir. Herhangi bir sektörde pozitif üretkenlik şoku meydana gelirse, ticarete konu olmayan mal sektörü sermaye yoğun olduğunda tasarruf ve yatırım birlikte hareket etme eğiliminde olacaktır.

Wong(1990), tam sermaye hareketliliğinin karşılaştığı bağımlı ekonomilerde yatırım ve tasarruf arasında pozitif korelasyon olduğunu göstermeyi denemiştir. Ancak, bu varsayımlar ticarete konu olan ve olmayan mallar arasında farklı faktör yoğunlukları için güvenilir değildir. Feldstein-Horioka'nın ortaya koyduğu yatırım ve tasarruf regresyonuna dayanan sermaye hareketliliği derecesini yeniden incelemiş ve ticarete konu olmayan malların varlığının, kuvvetli yatırım-tasarruf korelasyonları için etkili olabileceğini söylemiştir. Yurtiçi yerleşikler, ticarete konu olmayan mallara ek olarak ticarete konu olan malları tükettiği sürece,



tasarruf oranlarındaki artış, gelecek dönemlerdeki tüketimlerinde ve servetlerinde artış meydana getirecektir(Kwon, 1995:20–21).

#### 1.6.1.4. Feldstein-Horioka Modeline Cari Hesap Dinamikleri Yaklaşımı

Uluslararası ticari politikalar, ihracat ve ithalatın niteliğinden başka, cari hesap dengesi dinamikleri, tasarruflar ve yatırım hakkında ekonomik aktörlerin kararlarını yansıtmaktadır. Milli gelir ve ödemeler dengesi hesaplarından yola çıktığımızda, cari hesap dengesi tasarruf ve yatırım arasındaki farka eşittir. Milli hesap özdeşliğine göre, Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla, toplam harcamalara aynı zamanda özel sektör tasarrufu, net vergi geliri ve net transfer ödemelerinin toplamına eşittir.

$$Y = C + I + \Delta inv + G + X - M = C + S^{pr} + T + NTP \quad (1.4)$$

burada,  $Y$  : Gayri Safi Yurtiçi Hasılayı,  $C$  : tüketimi,  $I$  : yurtiçi yatırımı,  $\Delta inv$  : stoklardaki değişimi,  $G$  : hükümet harcamalarını,  $(X - M)$  : Net ihracatı,  $S^{pr}$  : özel sektör tasarruflarını,  $T$  : net vergi gelirini ve  $NTP$  : net transfer ödemelerini göstermektedir.

Aynı zamanda, cari hesap dengesi<sup>4</sup> aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$CAB = S - I \quad (1.5)$$

Denklem(1.1)'de denklem(1.5)'i yerine koyarak düzenlediğimizde;

$$(CAB/Y)_i = -\alpha + (1 - \beta)(S/Y)_i + u_i \quad (1.6)$$

olarak elde edilir. Eğer  $CAB/Y$ , durağan bir seri ise ve milli tasarruf oranları( $S/Y$ ) durağan seri değilse o zaman tasarruf tutma katsayısı( $\beta$ ) “1”e eşit olmalıdır. Tasarruf tutma katsayısının bir olması, milli tasarruf oranındaki değişimler ile

---

<sup>4</sup>  $C + S^{pr} + T + NTP = C + I + \Delta inv + G + X - M \Rightarrow S^{pr} + T - G = I + \Delta inv + X - M - NTP \Rightarrow$

$(S^{pub} = T - G) S^{pr} + S^{pub} = I + \Delta inv + X - M - NTP \Rightarrow S - I = X - M + NTR \Rightarrow S - I = CAB$

Not:  $S^{pub}$  : Kamu sektörü tasarrufu, CAB: Cari hesap dengesi, NTR: Net transfer gelirleri.

ülkenin uluslararası ödemelerindeki değişimler arasında bir ilişki olmadığını ifade etmektedir. Aynı zamanda,  $CAB/Y$ 'nin ve milli tasarruf oranlarının durağan seriler olması, ülke ekonomisi ile uluslararası sermaye piyasalarının bağlantılı olduğunu göstermektedir. Bu durum, yurtiçi yatırımların milli tasarruflar tarafından finanse edildiğini işaret etmektedir. Buna karşılık, cari hesap dengesi ve milli tasarrufların durağan seriler olmaması tasarruf tutma katsayısının birden farklı olduğunu söylemektedir. Bu yüzden, yatırım ve tasarruf oranları arasında uzun dönemli kuvvetli bir ilişki söz konusu değildir. Bu sonuca göre, ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına bağlantılı olduğu söylenebilmektedir(Mastroiannis, 2007:94).

Feldstein-Horioka modelinde yer alan değişkenlerin durağan olmamasından dolayı zaman serisi analizine dayanan önemli çalışmalardaki ana düşünce; yatırım ve tasarruf oranları arasında uzun dönemli bir ilişkinin(eşbütünleşme) olabileceğidir. Bu ilişkiyi, Sinn(1992), uzun dönem borç ödeme gücü kısıtının(long-run solvency constraint)<sup>5</sup> gerçekleştirilmesini söyleyen çalışmasında tanımlamıştır.

Taylor(2002), yaptığı çalışmasında dönemlerarası bütçe kısıtı ve cari hesabın durağanlığı arasındaki bağıntıyı göstermiştir. Tasarruf ve yatırım oranlarının bütünleşme derecesi ve GSYİH'daki cari hesap oranının bütünleşme derecesini Dickey-Fuller yöntemi ile test etmiştir. Son olarak, Vektör hata düzeltme yöntemi ile aşağıdaki modeli tahminlemiştir.

$$\begin{pmatrix} \Delta SR_t \\ \Delta IR_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_s \\ \alpha_i \end{pmatrix} + \sum_{j=1}^p \begin{pmatrix} \beta_{j,s,s} & \beta_{j,s,i} \\ \beta_{j,i,s} & \beta_{j,i,i} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \Delta SR_{t-j} \\ \Delta IR_{t-j} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \gamma_s \\ \gamma_i \end{pmatrix} CAR_{t-1} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{s,t} \\ \varepsilon_{i,t} \end{pmatrix} \quad (1.7)$$

burada SR: tasarrufların GSYİH'daki oranı, IR: yatırımların GSYİH'daki oranı ve CAR: cari hesabın GSYİH'daki oranıdır.  $\varepsilon_{s,t}$  ve  $\varepsilon_{i,t}$  beyaz gürültü olarak adlandırılmaktadır.

Yukarıdaki model aynı zamanda aşağıdaki gibi yazılabilmektedir.

<sup>5</sup> Birçok çalışma, yatırım ve tasarruf oranlarının birinci dereceden bütünleşik olduğu göstermiştir. Ancak, cari işlem hesabının GSYİH'daki oranı(CAR), tasarruf oranları ile yatırım oranları arasındaki farka eşittir. CAR =SR-IR. Uzun dönem borç ödeme gücü kısıtı CAR'ın durağan olması gerektiğini ifade etmektedir. Bu nedenle, SR ve IR birinci dereceden bütünleşik serilerdir.

$$\Delta CAR_t = \alpha_{ca} + \sum_{j=1}^p (\beta_{j,s,s} - \beta_{j,i,s}; \beta_{j,s,i} - \beta_{j,i,i}) \begin{pmatrix} \Delta SR_{t-j} \\ \Delta IR_{t-j} \end{pmatrix} + \gamma_{ca} CAR_{t-1} + \varepsilon_{ca,t} \quad (1.8)$$

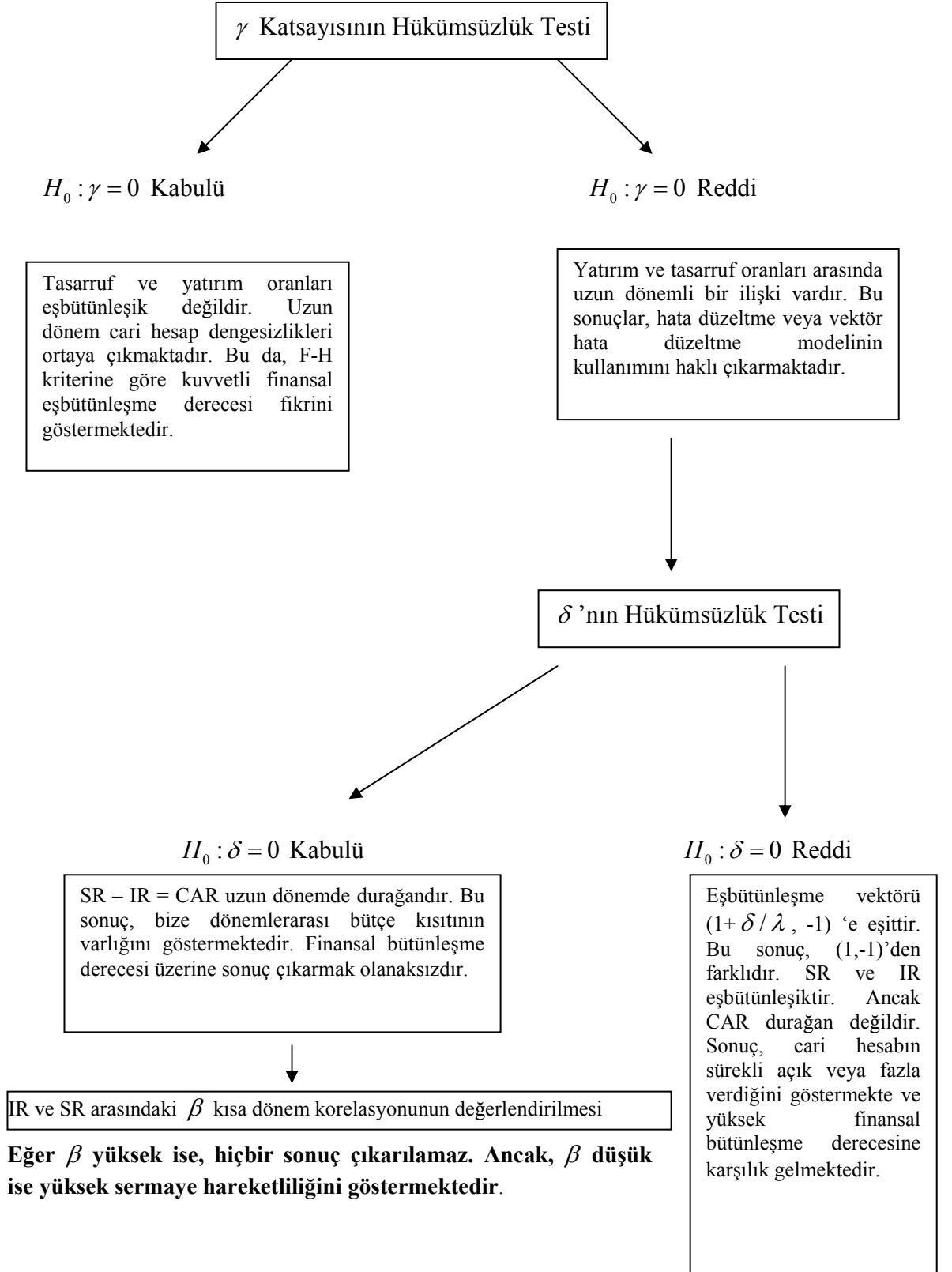
burada,  $\alpha_{ca} = \alpha_s - \alpha_i$ ;  $\gamma_{ca} = \gamma_s - \gamma_i$  ve  $\varepsilon_{ca} = \varepsilon_s - \varepsilon_i$  dir.

Cari hesabın uzun dönemli uyarlama hızı  $\gamma_{ca}$  'ya eşittir. Bu değer göreceli olarak, yatırım( $\gamma_i$ ) ve tasarruf( $\gamma_s$ ) oranlarının uyarlama hızlarına bağlıdır. Burada,  $\gamma_{ca}$  'nın yüksek değeri yatırım ve tasarruf korelasyonunun “1”e yakın tahminine denk gelirken tam tersi,  $\gamma_{ca}$  'nın düşük değeri yatırım ve tasarruf korelasyonunun “0”a yakın tahminine denk gelmektedir. Bu sonuç, modelde yer alan değişkenler arasındaki eşbütünleşme bağıntısına rağmen finansal bütünleşme derecesinin belirlenmesinin iyi bir göstergesi olarak F-H yaklaşımı ile uyumludur.

Jansen(1996)'da aşağıdaki modeli ele alarak değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisini test etmiş ve Engle ve Granger iki aşamalı yöntemine göre hata düzeltme modelini tahminlemiştir.

$$\Delta IR_t = \alpha + \beta \Delta SR_t + \gamma (SR_{t-1} - IR_{t-1}) + \delta SR_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1.9)$$

Jansen yaptığı çalışmasında, Kremers ve alii(1992)'nin önceden tanımladığı hata düzeltme modelindeki  $\gamma$  katsayısının hükümsüzlüğünün doğrudan testini önerdiği protokolü takip etmiştir. Jansen'nin kullandığı yaklaşım aşağıdaki gibi özetlenmektedir(Cooray, 2002:8).



**Grafik 1.1:** Kremer ve alii(1992) Protokolü Tahmini

## 1.6.2. Faiz Haddi Paritesi Koşulu

Frankel(1991:4) ve Blundell-Wignall ve Browne(1991:8), Feldstein-Horioka hipotezine ek olarak uluslararası sermaye hareketliliğine farklı tanımlar ve ölçümler önermiştir. Bu ölçümler üç başlıkta ele alınmıştır. (1) Garantili faiz haddi paritesi(covered interest parity) (2) Garantisiz faiz haddi paritesi(covered interest party) (3) Reel faiz haddi paritesi(real interest parity).

### 1.6.2.1. Garantili Faiz Haddi Paritesi

Garantili faiz haddi paritesi  $E_t s_{t+n} = f_{t+n}$  ile ifade edilmektedir. Burada,  $f_{t+n}$ : gelecek içindeki n dönemde vadeli döviz kurunu temsil etmektedir. Risk primi yokluğunda ise aşağıdaki denklem elde edilmektedir.

$$R_t = R_t^f + (f_{t+n} - s_t) \quad (1.10)$$

burada,  $R_t$ : yurtiçi faiz oranını,  $R_t^f$ : dış faiz oranını ve  $s_t$ : spot döviz kurunu(spot rate)<sup>6</sup> temsil etmektedir. Garantili faiz haddi paritesine göre; spot döviz kuru ile vadeli döviz kuru arasındaki fark, ulusal para birimlerinde ölçülmüş benzer varlıklar arasındaki faiz farklılığına eşit olacaktır(Keil ve diğerleri, 2005:8)

Garantili faiz haddi paritesini ölçmek için iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan ilki garantili faiz haddi paritesi farklılığıdır. Bu yöntemin testinde,  $H_0 = R_t - R_t^f - (f_{t+n} - s_t) = 0$  yokluk hipotezi farkın sıfır olduğunu söylemektedir. Eğer, garantili faiz paritesi farklılığı sıfıra eşit ise finansal piyasaların iyi bütünleşmiş olduğunu göstermektedir. Ancak, garantili faiz paritesi farklılığı sıfırdan küçük ise yurtiçi varlıkların getiri oranı yurtdışı varlıkların getiri oranından daha düşüktür. Bu durum, ülkeden dışarıya doğru sermaye çıkışı olduğunu göstermektedir. Ters durum söz konusu ise, garantili faiz paritesi farklılığı sıfırdan büyük olduğunda, o zaman ülkeye sermaye girişleri olacaktır(Huang ve Guo, 2006:7). İkinci olarak CIP testi

---

<sup>6</sup>Yabancı paranın yerli para cinsinden cari veya nominal fiyatıdır(Kibritçioğlu, 1996).

yöntemi ise aşağıdaki regresyon denklemini önermektedir. Bu model, piyasa etkinliğinin test edilmesi açısından önem taşımaktadır.

$$R_t = \alpha + \beta(R_t^f + f_{t+n} - s) + \varepsilon_t \quad (1.11)$$

Bu denklem için oluşturulan yokluk hipotezi  $H_0 : \alpha = 0; \beta = 1$  geçerliliğini test etmektedir(Keil ve diğerleri, 2005:9). Modelde yer alan,  $\varepsilon_t$  beyaz gürültü olarak adlandırılmaktadır.  $H_0$  hipotezin kabul edilmesi, yani sabit katsayının sıfıra ve eğim katsayısının bire eşit olması döviz piyasalarında, iki piyasa arasındaki fiyat farklılığından yararlanmak amacıyla finansal varlıkların fiyatının yüksek olduğu yerde satılarak ekstra kar sağlama fırsatının olamayacağını göstermektedir (Napolitano, 2000:8).

Garantili faiz haddi paritesi koşulu üzerine birçok çalışma bulunmaktadır. Bunlardan bazıları sanayileşmiş ülkeler, bazıları ise gelişmekte olan ülkeler için yapılmış çalışmalardır. Çalışmalarda elde edilen bulgular; gelişmekte olan ekonomilerin yeterince likit vadeli döviz piyasalarına sahip olmadığı veya vadeli döviz kuru ile ilgili verilere kolayca ulaşamadığını göstermektedir. Frankel(1992)'e göre; sermaye kontrolleri, işlem maliyetleri ve enformasyon maliyeti gibi ulusal engeller tamamen bütünleşmiş piyasalar için garantili faiz paritesi farklılığından sapmalara neden olmaktadır. Aynı zamanda, iç ve dış faiz oranlarındaki sapmalar ile faiz haddi paritesi koşulundaki sapmalar sermaye hareketliliği derecesini etkilemektedir.

*İç ve dış faiz oranlarında meydana gelen sapmalar:* Farklı ülkeler veya finans merkezlerinde, aynı parabirimi üzerindeki nominal faiz oranları arasındaki ilişki uluslararası sermaye hareketliliğinin en önemli göstergelerinden biridir. Eğer dünya sermaye piyasası(world capital market), yatırımcıları dünya yatırım fırsatları ile ilgili eşit olarak bilgilendirirse, iç ve dış faiz oranları hemen hemen birlikte hareket edecek ve aralarında fazla fark olmayacaktır. İç ve dış faiz oranları arasındaki büyük faiz farklılığı, yerli ve yabancı varlık getirilerinin aynı olmamasından kaynaklanmaktadır (Ying, 1998:8–9).

Faiz Paritesi Koşulundan Sapmalar: Finansal piyasaların yapısını belirleyen işlem maliyetlerinin ve aynı zamanda politik riskin<sup>7</sup> olmaması durumunda, farklı parabirimlerindeki getiri oranları ortak parabirimi ile ifade edildiğinde eşitlenmektedir. Bu nedenle, farklı ülkelerdeki finansal piyasalar eğer bütünleşik ise bu piyasalarda aynı temerrüt riskini(same risk of default) taşıyan ve aynı vadeli(same maturity) menkul değerler üzerindeki faiz oranları yaklaşık olarak birbirine eşit olacaktır. Bu riske karşı sigorta veya karşılık maliyetinin düzenlenmesi, menkul değer çıkarıldığı parabiriminin değerini düşürebilmektedir(Ying, 1996:9).

### 1.6.2.2. Garantisiz Faiz Haddi Paritesi

Garantisiz faiz paritesine göre; iki ülke arasındaki faiz farklılığı, döviz kurunda beklenen değişime ortalama olarak eşit olmalıdır. Aksi takdirde, arbitraj olanağı nedeniyle ülkelerarası sermaye hareketli olacak, döviz kuru ve/veya faiz oranındaki değişimler sonucunda beklenen getiriler eşitlenecektir. Risk priminin<sup>8</sup> sıfır olarak kabul edildiği garantisiz faiz paritesi, döviz kurunda beklenen değişikliklere göre faiz oranları ile ilişki kurmakta ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir(Franke ve diğerleri, 2002:12).

$$\left( \frac{1+i}{1+i^*} \right)^k = \frac{1}{S_t} E_t [S_{t+k}] \quad (1.12)$$

burada,  $i$  : yurtiçi faiz oranı,  $i^*$  : yurtdışı faiz oranı ve  $S_t$  : spot döviz kurunu göstermektedir. Denklem(1.12)'yi sadece bir dönem için ve logaritmasını alarak yazarsak;

$$E_t [s_{t+1}] - s_t = i_t - i_t^* \quad (1.13)$$

<sup>7</sup> Politik risk, politik koşullardaki değişmelerin menkul kıymetlerin getirilerinde meydana getireceği değişiklikleri tanımlamakta kullanılan bir risk türüdür. Politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkabilir( Türk Forum, "Risk Nedir? Risk Derecelendirme ve Başlıca Riskler, <http://www.turkforum.net/showthread.php?t=295918>(2 Kasım 2008)).

<sup>8</sup> Aktiflerin beklenen getirisi ile riski içermeyen faiz oranı arasındaki farktır.

denklemleri elde edilmektedir. Logaritması alınmış döviz kurundaki beklenen değişim, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranları farkına eşit olmaktadır. Örneğin, İngiltere'deki faiz oranlarının Amerika'daki faiz oranlarından yüksek olduğu varsayalım. Eğer, pound dolar karşısında değer kaybederse garantisiz faiz paritesi bu durumda sabit kalacaktır. Döviz kurunda beklenen değişikliklerin tahmini için dört ayrı tanımlama kullanılmaktadır(Keil ve diğerleri, 2005:10).

- i. Tam Öngörü(perfect foresight):  $E_t [s_{t+k} - s_t] = s_{t+k} - s_t$
- ii. Geleceğe Yönelik Beklentiler(extrapolative expectations):  $E_t [s_{t+k} - s_t] = s_t - s_{t-k}$
- iii. Sabit Beklentiler(static expectations):  $E_t [s_{t+k} - s_t] = 0$
- iv. Araştırma Verisi(survey data):  $E_t [s_{t+k} - s_t] = s_{t+k}^{survey} - s_t$

burada,  $s_{t+k}^{survey}$  : piyasa katılımcılarına yapılan anket sonucundan elde edilen, beklenen spot döviz kuru değeridir. Yukarıda yer alan her bir tanımlamanın avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Geleceğe yönelik beklentiler tanımlamasının kullanılması, döviz kurunda beklenen değişimlerin gözlenememesi problemini gidermenin bir yoludur. Alternatif olarak sabit beklentiler hipotezi, döviz kurlarının tesadüfi hareket ettiği düşüncesine dayanmaktadır. Yapılan çalışmalarda araştırma verisi genellikle zor elde edilmektedir. Monetary Authority of Singapore(1999:21); Asya ekonomileri için Tayland, Endonezya, Malezya ve Filipinlerde yaptığı çalışmasında, piyasa katılımcılarının gelecek için tahminde bulunurlarken çoğunlukla spot döviz kurundaki en son gerçekleşen değişimlere odaklandığı sonucunu çıkarmıştır.

Risk priminin sıfır olduğu durumda, garantisiz faiz paritesi farklılığı aşağıdaki gibi yazılabilmektedir.

$$UID_t = i_t - i_t^* - \Delta e_{t+k}^e \quad (1.14)$$

burada,  $i$  : yurtiçi faiz oranını,  $i^*$  : yurtdışı faiz oranını ve  $\Delta e_{t+k}^e$  : spot döviz kurunda beklenen değişimi göstermektedir. Eğer bu fark sıfırdan büyük ise, yurtiçi varlıklar



üzerindeki beklenen getiri oranı yurtdışı varlıklarınkinden daha yüksek olacaktır. Bunun sonucu olarak, ev sahibi ülkeye sermaye girişleri meydana gelecektir. Negatif olduğunda ise ev sahibi ülkeden sermaye çıkışları yaşanacaktır(Cavoli ve diğerleri, 2004:10).

Literatürde, garantisiz faiz haddi paritesi koşulunun testinde en çok kullanılan tahmin modeli aşağıdaki gibidir:

$$\Delta e_{t+k}^e = \alpha + \beta(i_t - i_t^*) + \varepsilon_t \quad (1.15)$$

veya

$$\Delta e_{t+k}^e = \alpha + \beta(i_t - i_t^*) - c\phi + \varepsilon_t \quad (1.16)$$

burada,  $\phi$ : yurtiçi ve yurtdışı yatırımlar arasındaki kredi riski farkının, yurtiçi faiz oranı üzerindeki risk primi ile ilişkilendirildiğini ifade etmektedir. Yurtiçi ve yurtdışı yatırımlar aynı parabiriminde ifade edildiğinde, yurtiçi ve yurtdışı yatırımlar arasındaki kredi faiz oranları farkı eşit olmalıdır(Rowland, 2002:6-7).

Burada,  $\alpha$ ,  $\beta$  ve  $c$  regresyon katsayılarıdır.  $\varepsilon_t$ : hata terimidir(tahmini hata). Modelde yer alan “ $\alpha$ ” katsayısı sıfıra, “ $\beta$ ” katsayısı bire ve “ $c$ ” katsayısı ise yaklaşık olarak eksi bire eşit olmalıdır. Denklem(1.15), farklı riskteki yatırımlar için tahmin edildiğinde,  $\alpha$  katsayısı risk farkını yansıtmakta ve bu nedenle sıfıra eşit olmamaktadır. Örneğin yurtiçi yatırımlar yurtdışı yatırımlara göre daha yüksek kredi riski taşıyorsa, o zaman “ $\alpha$ ” katsayısı negatif olacaktır.

Modelde yer alan  $\beta$  katsayısının yorumu ise aşağıdaki gibidir(Mehl ve Cappiello, 2007:9).

- Eğer  $\beta = 1$  ise; tahvil getirisi farklılıkları(bond yield differentials), gelecekte para hareketlerini birebir açıklamaktadır.
- Eğer  $\beta = 0$  ise; gelecekteki para hareketlerinin bugünkü tahvil getirisi farklılıkları ile ilişkili olmadığını ifade etmektedir.

- $\beta < 0$  ise; tahvil getirisi farklılıkları, gelecekteki para hareketlerinin sistematik olarak yanlış doğrultuda olduğunu açıklamaktadır.

### 1.6.2.3. Reel Faiz Haddi Paritesi

Bretton-Woods dönemi sona erdiğinden bu yana, özellikle sanayileşmiş ülkeler arasında, uluslararası sermaye piyasaları daha fazla bütünleşik hale gelmiştir. Bütünleşmiş finansal piyasalarda; yurtiçi yatırımcılar yurtdışı piyasalardan aynı şekilde yurtdışındaki yatırımcılarda yurtiçi piyasalardan varlıklar satın alabilmektedir. Bu nedenle, eşit risk ve likiditeli varlıklar, aynı beklenen getiriye sahip olmalıdır. Bu durum, temel reel faiz paritesinin önerisidir ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir(Pipatchaipoom ve Norrbin, 2006:2).

$$r_t^e = r_t^{e*} \quad (1.17)$$

burada,  $r_t^e$  ve  $r_t^{e*}$  yurtiçi ve yurtdışında beklenen reel faiz oranlarıdır. Yapılan çalışmalardan bazıları reel faiz paritesinin testini reddederken, eşbütünleşme testi kullanılarak yapılan diğer çalışmalar reel faiz paritesi koşulunun geçerliliğini desteklemiştir. Yurtiçi ve yurtdışı reel faiz oranları arasındaki bağlantı, beklenen enflasyona dayanmaktadır. Bu durum, reel faiz paritesinin testi ve tahmininde probleme yol açmaktadır. Nominal faiz oranı ile gelecekte enflasyonun beklenen oranı arasındaki farka eşit olan beklenen reel faiz oranları, ekonomik aktörlerin enflasyonist beklentilerine bağlı olmaktadır. Enflasyonist beklentiler ile ilgili farklı varsayımlar, reel faiz paritesi hipotezinin geçerliliği ile ilgili farklı sonuçlar ortaya çıkarabilmektedir. Aynı zamanda, ülkelerarası reel faiz oranlarının eşitlenmemesinin nedeni; işlem maliyetleri, enformasyon asimetrisi ve vergi uygulaması gibi farklılıklardan kaynaklanmaktadır(Chung ve diğerleri, 2001:2).

Ekonomik birimlerin beklentilerinin rasyonel olması ve aynı zamanda sermaye ve ticari akımlar üzerinde engellerin olmaması durumunda, ülkelerarası reel faiz oranları birbiri ile eşitlenmiş olmalıdır.

$$r - r^* = (i - i^* - fd) + (fd - \Delta s^e) + (\Delta s^e - \Delta p^e - \Delta p^{e*}) \quad (1.18)$$

burada,  $i$  ve  $i^*$  yurtiçi ve yurtdışı nominal faiz oranlarını,  $\Delta p^e$  ve  $\Delta p^{e*}$  beklenen yurtiçi ve yurtdışı enflasyonu,  $fd$  yurtiçi parabirimi üzerindeki vadeli kur iskontosunu<sup>9</sup> göstermektedir.  $\Delta s^e$  ise yurtiçi parabirimi değerinde beklenen değer kaybıdır.

İlk terim  $(i - i^* - fd)$ , garantili faiz paritesi farkını, ikinci terim kur riskini ve üçüncü terim de kurda beklenen reel değer kaybını göstermektedir. İfade ettiklerimizin hepsi kur riskini(currency premium) oluşturmaktadır. Bu yüzden, reel faiz haddi paritesinin sabit olması için, sadece garantisiz faiz haddi paritesinin değil aynı zamanda önceden tahmin edilmiş satın alma gücü paritesinin  $(\Delta s^e = \Delta p^e - \Delta p^{e*})$  de sabit olması gerekmektedir. Frankel(1981)'e göre, satın alma gücü paritesinin önceden tahmininde başarısız olunması, reel faiz paritesinin başarısızlığını açıklayabilmektedir. Kurda beklenen değer kaybının var olması durumunda, ortak parabirimi ile ifade edildiğinde, faiz oranları uluslararası olarak eşitlense bile reel faiz oranlarında büyük farklılıklar olmaktadır(Kwon, 1995:25). Bu durum, yatırımcıları arbitraj<sup>10</sup> için teşvik etmemektedir. Çünkü yurtiçi reel faiz oranlarını, dünya reel faiz oranlarına bağlayıcı bir güç bulunmamakta ve bu yüzden, herhangi bir ülkenin mili tasarruflarında meydana gelen açıklığı, tamamen yurtdışından borç alarak finanse etme beklentisi sonucu çıkarılmamaktadır. Frankel(1991), reel faiz haddi paritesi koşulunun, finansal bütünleşme derecesinin iyi bir ölçüsü olmadığını söylemektedir. Örneğin, 1980'lerde çok sıkı bir sermaye kontrolüne sahip olan Fransa'nın, reel faiz farkı değişkenliği ölçütüne göre, 1980'lerden önce sermaye hesaplarının serbestleştirildiğini açıklayan Japonya'dan daha yüksek sermaye hareketliliği derecesine sahip olduğu görünmektedir.

<sup>9</sup> Vadeli kurun, anında teslim kurundan düşük olması durumundaki negatif farka vadeli kur iskontosu denmektedir.

<sup>10</sup> Döviz piyasasındaki ya da ülkeler arasındaki faiz oranlarındaki farktan yararlanmak üzere fonların kısa vadeli ve hızlı hareketlerini ifade eden bir terimdir.

### 1.6.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Finansal piyasalarda yaşanan finansal serbestleşme ve sermaye kontrolü üzerindeki uygulamaların daha esnek hale gelmesinin sonucu sermaye hareketliliğinin giderek artmakta olduğu birçok araştırmacı tarafından ortaya konulmaktadır. Sonuç olarak, sermaye hareketliliği kapsamında; portföy teorisi, eksik sermaye hareketliliği varsayımı ve fiyatlar genel düzeyindeki düşüşlerin, mal ve hizmet harcamalarını arttırması şeklinde ortaya çıkan zenginlik etkisi tartışılmaktadır.

Parasal sektöre portföy denge yaklaşımı; ilk olarak, kapalı ekonomi için Metzler(1951) ve Tobin(1969) tarafından geliştirilmiş ve açık ekonomi için Kouri ve Porter(1974), Kouri(1976) ve Branson(1977) tarafından genişletilmiştir. Portföy denge modeli, yurtiçi ve yurtdışı varlıklar arasında iç servet tahsisi üzerine odaklanmaktadır. Toplam servet, finansal varlıklar seti olarak tanımlanmaktadır. Bu varlıkların herhangi birinin talebinde meydana gelen artış, portföydeki diğer varlıkların toplamında meydana gelecek eşdeğer net azalış ile dengelenmelidir(Levine, 2006:40).

Yatırımcıların döviz kuru değişimleri beklentileri konusu üzerine veri elde edilmesinin zorluğunu aşmak için, portföy dengesi yaklaşımı testi kullanılmaktadır. Portföy dengesi yaklaşımı, döviz kurunda beklenen değer kaybının sıfır olduğunu varsaymakta ve yurtiçi ve yurtdışı varlık arzı ile döviz kuru düzeyi arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Ancak, Taylor(1995); yapılan bu çalışmaların çoğunun, istatistiksel olarak anlamsız katsayılar ve hata terimlerinde otokorelasyon probleminin olmasından dolayı kötü sonuçlara sahip olduğunu tahmin etmektedir.

Risk primi içeren portföy dengesi yaklaşımına göre; dolara bağlı varlıkların arzı diğer varlıklara göre artarsa, dolara bağlı varlıkların getiri oranı, diğer parabirimine bağlı varlıkların getiri oranı ile karşılaştırıldığında daha yüksek olmalıdır. Portföy dengesi yaklaşımındaki temel varsayım, modelde yer alan risk primi, yurtiçi ve yurtdışı varlıkların eksik ikame edilebilirlik varsayımına uygun

olarak; beklenen yurtiçi değer kaybı ve yurtiçi-yurtdışı faiz farkını göz önünde tutmaktadır(Taylor, 1995:30).

#### 1.6.4. Kar Oranı Eşitlenmesi Yaklaşımı

Uluslararası sermaye hareketliliğinin olası bir ölçütü de, kar oranı eşitlenmesi yaklaşımıdır. Sermayenin; kar oranının düşük olduğu sektörlerden, kar oranının yüksek olduğu sektörlerle doğru hareket edecek olması, kar oranı eşitlenmesi yaklaşımının uluslararası sermaye hareketliliğinin bir ölçütü olmasını doğrulamaktadır. Ancak, uluslararası sermaye hareketlerine, kar arayışından başka faktörler de neden olabilmektedir. Bu faktörlerden bazıları; Spekülasyon<sup>11</sup> ve Hedging<sup>12</sup> tir. Vadeli döviz piyasalarındaki spekülasyon, sermaye akımlarını teşvik etmektedir. İkinci kısım faktörler ise, güven problemi ile ilişkilidir. Örneğin, bir ülkenin aşırı borç yükü veya büyük ticari açıklıklar gibi dış yükümlülükleri arttığında, güven problemi önemli olabilmekte ve olağandışı uluslararası sermaye hareketine sebebiyet verebilmektedir. Üçüncü kısım faktörler, döviz kurunun değerinin düşmesi tahminlerini içermektedir. Döviz kurunun değerinin düşmesi tahminleri, bazı para sahiplerinin değer kaybından kaçınmak için diğer parabirimindeki paraları satın almasına neden olabilmektedir. Sonuç olarak, siyasi istikrarsızlık, sermaye kaçıışı olarak adlandırılan ani sermaye hareketlerini doğurabilmektedir. Siyasi karışıklık, devrim tehlikesi(threat of revolution), kötü ekonomik performans ve spekülatif hırslar(speculative greed) gibi etmenlerin sermaye kaçışlarını teşvik ettiği söylenmektedir. Ancak, eğer bu faktörler geçici bir etkiye sahip ise, “kar oranı hala uzun dönemde eşitlenme eğiliminde olmalıdır” ifadesinin tartışması devam etmektedir(Kwon, 1995:6).

Soğuk savaş dönemi sonrası, karlılık üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda; kar oranı, birkaç yolla tanımlanmış ve çeşitli ölçümlerin birleşimi olarak düşünülmüştür. Bunlardan biri Karl Marx’a ait kar oranı denklemdir. Karl Marx, kar oranını aşağıdaki gibi tanımlamıştır.

<sup>11</sup> Spekülasyon, ileride oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kazanç sağlamaktır.

<sup>12</sup> Ekonominin araçlarından biri olan Hedging; bugünden gelecekteki fiyat riskine karşı korunma anlamına gelmektedir. Diğer bir tanımda, nakit piyasada bulunulan bir pozisyondan oluşan riskleri, diğer piyasalarda pozisyon olarak korunmadır.

$$r = s / (c + v) \quad (1.19)$$

burada,  $s$  : artık değer,  $c$  : sabit sermaye ve  $v$  : değişken sermaye olarak ifade edilmiştir. Sermayenin organik bileşimi  $c/v$  oranıdır.  $s/v$  ise sömürme oranını göstermektedir. Bu durumda denklem aşağıdaki gibi yazılabilmektedir(Cottrell ve Cockshott, 2007:2–3).

$$r = \frac{s/v}{(c/v)+1} \quad (1.20)$$

Sermayenin organik bileşiminde meydana gelen bir artış, daha düşük bir kar oranı sağlarken, sömürme oranında meydana gelen artış ise daha yüksek bir kar oranı elde edilmesini sağlamaktadır.

### 1.7. Feldstein-Horioka Sorunsalına Uygulanan Yöntemlerin Karşılaştırılması

Literatürde yapılan birçok çalışmada, F-H yaklaşımına farklı analiz yöntemleri uygulanmıştır. Çalışmaların bazılarında, çapraz-kesit yaklaşımı kullanılırken bazılarında ise zaman serisi yaklaşımı kullanılmıştır. Ancak, zaman serisi yaklaşımının, diğer yaklaşım türüne göre avantajları olduğu ileri sürülmektedir. Bu avantajlar aşağıdaki gibi dört başlık altında toplanabilmektedir(Mamingi, 1997:607–608):

- Çapraz-kesit yaklaşımından elde edilen sonuçların yorumu oldukça zor olmaktadır. Çünkü sermaye hareketliliği tahminleri, belirli bir zamanda türetilmektedir. Bu yaklaşım aynı zamanda, tasarruftaki artışın ne kadarının yurtiçi yatırım olarak sonuçlanacağı sorusunun cevaplanmasını zorlaştırmaktadır. Ayrıca, yatırım ve tasarruf oranlarının uzun dönem ortalamalarının kullanılması, sermaye hareketliliği korelasyonunun artması yönünde yanlı tahminine yol açmaktadır.
- Farklı ülkeler için sermaye hareketliliği tahminlerinin; etkin bir şekilde eşitliği, çapraz-kesit modellerinde olduğu gibi sağlanamamaktadır. Sermaye kontrolleri

ve ülke büyüklüklerindeki farklılıklar gibi nedenlerden, sermaye hareketliliğinin bir ülkeden diğerine değişmesi beklenmektedir.

- Tasarruf ve yatırım arasındaki ilişki, gerçekte uzun dönemli bir ilişki olduğu için zaman serisi yaklaşımını kullanmak daha doğru olmaktadır(Gundlach ve Sinn, 1992:618).
- Yatırım-tasarruf korelasyonu ve verilerin niteliği arasındaki olası ilişki sorunun çözümü için zaman serisi yaklaşımının kullanılması daha uygun bir çerçevedir.

Feldstein-Horioka tarafından ortaya koyulan tasarruf ve yatırım korelasyonu tam olarak aşağıdaki ifadeleri;

- Tek bir ülkenin zamanla, finansal olarak dünya sermaye piyasası ile bütünleşip bütünleşmediğini(zaman serisi yaklaşımı),
- Bir grup ülkenin zamanın belli bir noktasında, dünya sermaye piyasalarına finansal olarak açık olup olmadığını(çapraz-kesit yaklaşımı)

cevaplamaktadır. Bu nedenle, Feldstein-Horioka regresyonuna uygulanan zaman serisi ve çapraz kesit yaklaşımlarının, en azından sermaye hareketliliği yorumunda benzerlik gösterdiği ifade edilmektedir.

### **1.8. Feldstein-Horioka Sorunsalına Yönelik Eleştiriler**

Literatürde, yatırım ve tasarruf korelasyonunu sermaye hareketliliği derecesinin bir ölçümü olarak alan Feldstein-Horioka yaklaşımına üç yönde itiraz edilmektedir(Hoffmann, 2004:114–115).

- *Kalıcı Şoklar*: Küçük açık bir ekonomide, yeterince kalıcı olan toplam faktör verimliliği<sup>13</sup> şokları, tam sermaye hareketliliğinde bile yatırım ve tasarruf arasında pozitif bir ilişki yaratabilmektedir(Obstfeld, 1986:29, 1993:55; Mendoza, 1991:798).

---

<sup>13</sup> Genel olarak bir üretim yerinde belirli bir zaman aralığında yaratılan çıktıların, bunları yaratmak için sağlanan girdilere oranı ile ifade edilmektedir(Bknz: Mehmet Uygun, Yaşar Kasap, Adanan Konuk (2007), Tunçbilek Bölgesi Kömür Madenciliğinde Uygulanan İşletme Yöntemlerinin Verimlilik Analizi, *Madencilik*, 46, 1, 25–32).

- *Genel Şoklar*: Genel şoklara karşılık olarak, cari hesap ve yatırım-tasarrufun birlikte hareketi aracılığı ile tüketim dalgalanmaları için bir cevap bulunamamaktadır.
- *Tasarruf ve Yatırımın Durağan Olmaması*: Eğer toplam faktör verimliliği (TFV) şokları sürekli ise, TFV birinci dereceden bütünleşik olmaktadır. TFV'nin durağan olmaması; çıktıdaki, tüketimdeki, yatırım ve tasarruftaki durağansızlığın da nedenidir. Sonuç olarak, yatırım ve tasarruf eşbütünleşmiştir ve Feldstein-Horioka tarafından önerilen regresyon modeli sermaye hareketliliği ile ilgili bir yorumda bulunamamaktadır. Çünkü regresyon, bu iki seri arasındaki muhtemel ilişkiyi ortadan kaldırmaktadır (Coakley ve diğerleri, 1996:620).

Feldstein-Horioka yaklaşımı literatürde en çok tartışılan konu olmasına karşın en çok kullanılan yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, Feldstein ve Horioka'nın tasarruf ve yatırımların birbiri ile olan ilişkisi için önerdiği regresyon modeli yukarıda da söz ettiğimiz üzere, bu iki serinin durağan olmaması sebebiyle yanlış sonuçlara imkan vermektedir. Bu noktada, yapılması gereken en doğru çözüm F-H yaklaşımının ele alınması, ancak iki serinin durağan olmadığı gösterilerek, uzun dönemli bir ilişkinin var olması nedeniyle regresyon yerine zaman serisi analizinin kullanılmasıdır.



## II. BÖLÜM

### SERMAYE HAREKETLERİNİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE VE TÜRKİYE'DEKİ GELİŞİMİ

Sermaye hareketlerinin gelişimini ele aldığımız bu bölümde, ilk olarak kriz dönemlerinde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri ele alınacaktır. Daha sonra, Doğu Asya ve Arjantin krizleri tanımlanarak bu krizlerin gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketleri üzerinde yarattığı etkiler incelenecektir. Ayrıca, Türkiye'ye yönelik gerçekleşen uluslararası sermaye hareketlerine ve Türkiye'de yaşanan finansal serbestleşme süreçlerine değinilerek, 1994, 2000 Şubat ve 2001 krizlerinin sermaye hareketleri üzerindeki etkileri açıklanacaktır.

#### 2.1. Kriz Dönemlerinde Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri

Bu bölümde, konuya genel bir giriş yapılarak Doğu Asya krizleri ile Arjantin krizi'nin hangi türde krizler olduğuna ve birbirlerinden nasıl ayrıldığına yönelik açıklamalara yer verilmiştir. Daha sonraki bölümde ise, Doğu Asya krizleri ile Arjantin krizi'nin gelişmekte olan ülkelerde yarattığı etkilere değinilmiştir.

##### 2.1.1. Doğu Asya Krizleri ve Arjantin Krizi'nin Tanımlanması

Son 10 yıllık zaman diliminde meydana gelen ve birbirini izleyen finansal krizler, daha önce oluşan krizlere göre büyük boyutlarda meydana gelmiştir(Bustelo, 2000:229–251). Ancak, bu krizler birbirleri ile anlamlı ve ortak özellikler göstermektedirler. Bu nedenle, meydana gelen krizlerin benzerliklerini ve farklılıklarını ortaya koyarak, analiz edilmesi üzerinde durulması gerekmektedir.

Aynı zamanda, yapılacak olan karşılaştırmalı analizler gelecek yıllarda karşılaşılabilecek krizleri önlemek için de yardımcı olacaktır. Krizlerin tekrarını önlemek için doğrudan doğruya ulusal ve uluslararası ölçümler üzerindeki olası sonuçları elde etmek amacıyla yapılan bazı çalışmalar(Bustelo, 2004:3) finansal krizleri incelemiştir.

Bu durum, 1997–1998 yıllarında meydana gelen doğu Asya krizleri ile 2001–2002 yıllarında meydana gelen Arjantin krizinin karşılaştırılması konusunu da oldukça çekici bir konu haline getirmektedir. Ancak, bu karşılaştırma şimdiye kadar yapılan az sayıdaki araştırmalar ile sınırlı kalmıştır.<sup>14</sup> Literatür araştırması yapıldığında, daha çok 1994–1995 yıllarında meydana gelen Meksika krizleri ile Doğu Asya krizlerinin karşılaştırıldığı görülmektedir.

Ayrıca, Doğu Asya krizleri ile Arjantin krizi arasındaki karşılaştırma, Arjantin krizinin basite indirgenmiş analizlere maruz kalmasından dolayı ek bir ilgi uyandırmıştır. Örneğin, Arjantin krizinin, oldukça genişleyen mali politika ve gereğinden fazla esnek olmayan döviz kuru rejimi arasındaki uyumsuzluğun bir sonucu olduğu ileri sürülmektedir ve bu nedenle birinci tür kriz jenerasyonu<sup>15</sup> olarak isimlendirilmektedir. Bu sınıfa girmesinden dolayı da tahmin edilebilir ve kaçınılmaz bir krizdir. Ancak, Doğu Asya krizi ikinci jenerasyon krizi<sup>16</sup> veya hatta üçüncü jenerasyon krizi<sup>17</sup> olarak tanımlanmaktadır. Ancak, yapılan çalışmalar Arjantin krizinin birinci jenerasyon krizi olarak nitelendirilemeyeceğini çünkü Doğu Asya krizleri ile birlikte birkaç önemli benzerlik gösterdiğini ortaya koymaktadır.

### **2.1.2. Doğu Asya Krizleri ve Arjantin Krizi'nin Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Etkileri**

Son yılda yükselen ekonomilerde meydana gelen belli başlı finansal krizler(Meksika 1994–1995, Doğu Asya 1997–1998, Türkiye 2000–2001 ve Arjantin 2001–2002) ortak bir mekanizma ortaya koymaktadır. Tüm bu krizler, Meksika, Doğu Asya ve Türkiye de yumuşak hedeflenen nominal döviz kuru ya da Arjantin piyasalarında daha sert olarak hedeflenen nominal döviz kuru kapsamında, sermaye girişlerindeki önemli büyüme ile tetiklenmektedir. Bu çeşit bir çapalanmış döviz kuru rejiminin kabul edilmesi için temel nedenler: (1) Enflasyon ile mücadele

---

<sup>14</sup> Rajan, 2002:116-117..

<sup>15</sup> Doğru seçilmemiş makroekonomik politikaların bir sonucudur. Paranın reel olarak aşırı değerlenmesi, cari işlemler bilançosunda giderek artan açıkların oluşması ve rezervlerde meydana gelen hızlı düşüşler ile birlikte öngörülebilir.

<sup>16</sup> Bu krizler; kendi kendini besleyen beklentiler, sürü davranışı ve bulaşma sebebiyle ortaya çıkmaktadır.

<sup>17</sup> Hükümet ile sermayesi büyük olan işletmeler arasındaki ilişkilerin sakıncalı olduğunu ve krize neden olduğu ifade edilmektedir.

edilecek olması veya (2) daha fazla yabancı sermaye çekme arzusudur. Gerçekte, çapa işlemi döviz kuru temelli dezenflasyona<sup>18</sup>(Exchange rate-based stabilization) izin vermektedir. Bunun dışında, eğer çapa; faiz oranlarındaki büyük farklılık ve finansal açıklık ile bağdaştırılmışsa, bu durum algılanan kur riskini ortadan kaldırmakta ya da azaltmaktadır ki, bu durum da sermaye girişlerini teşvik etmektedir.

Sözü edilen krizler ortak bir mekanizma yapısına sahip olsa bile bu krizleri, ortaya çıkışında birbirinden ayıran bazı önemli nedenler bulunmaktadır. Bu nedenler<sup>19</sup>;

- Krizlerden önce uygulanan döviz kuru politikası: Meksika, Türkiye ve Doğu Asya’da daha yumuşak iken, Arjantin de daha sert bir politika uygulanmaktadır.
- Krizlerden önce uygulanan para politikası: Türkiye ve Meksika’da genişlemeci para politikası<sup>20</sup>, Arjantin’de daraltıcı para politikası<sup>21</sup> ve Doğu Asya’da önleyici para politikası uygulanmaktadır.
- Krizleri tetikleyen bazı süreçler bulunmaktadır: Meksika’daki aşırı tüketim, Doğu Asya’da aşırı yatırım, Türkiye’de enflasyonun birden yükselmesi ve Arjantin’de vadesi gelen borç miktarıdır.
- Sermaye girişlerinin yapısı: Giriş yapan sermaye türü; Meksika, Türkiye ve Arjantin’de çoğunlukla portföy yatırımları ve Doğu Asya’da çoğunlukla banka kredileri şeklindedir.
- Dış borçların bileşimi: Meksika, Türkiye ve Arjantin’de kamu borçları hâkimken, Doğu Asya’da çoğunlukla özel borçlar hâkimdir.

---

<sup>18</sup> Sert olmayan deflasyonist önlemlerle enflasyonun sınırlandırılmaya çalışılmasıdır.

<sup>19</sup> Pablo Bustelo, “Capital Flows and Financial Crises: A comparative Analysis of East Asia(1997–98) and Argentina(2001–02)”, Working Paper, No:017, 2004, 229–251.

<sup>20</sup> Parasal büyüklüklerin ve ekonomideki likiditenin daha hızlı genişlemesini ve faiz oranlarının düşmesini sağlamaya yönelik para politikasına genişlemeci para politikası denir.

<sup>21</sup> Para arzındaki artışı yavaşlatmayı, hatta para arzını daraltmayı ve faiz oranlarının yükselmesini sağlamaya dönük para politikasına da daraltıcı para politikası denmektedir.

### 2.1.2.1. Doğu Asya Krizleri(1997–1998)

1960'lı yıllardan sonra gelişmeye başlayan ve kriz öncesine kadar olan süre içerisinde gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan sermaye akımlarının yaklaşık olarak yarısını kendine çeken ve Asya-5 olarak da adlandırılan Tayland, Malezya, Endonezya, Filipin ve Güney Kore gibi ülkeler 1997–1998 yıllarında meydana gelen Doğu Asya krizlerinden oldukça etkilenmişlerdir.

Doğu Asya krizi, Tayland'da döviz krizi olarak başlamış ve kısa süre içerisinde çevre ülkelere yayılmıştır. Bu durumdan kimi ülkeler çok etkilenirken kimileri az etkilenmiştir. Yaşanan bu kriz, bu ülkelerin(Tayland, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Güney Kore gibi) ve dünyadaki birçok ülkenin reel ekonomik aktivitelerinin kötüleşmesine neden olmuştur.

Asya krizine neden olan belli başlı sebepler ele alındığında bunlardan ilki; finansal açıklıktır. Gelişmekte olan ülkelerde, Amerikan dolarına döviz çıpası uygulanmış ve düşük faiz oranları ile birlikte ülkelere geniş miktarda sermaye girişleri olmuştur. Bunların çoğunluğunu da kısa dönemli banka kredileri oluşturmaktadır. Diğer taraftan, bu sermaye girişleri para biriminin reel artışını tetikletmektedir. Para birimindeki reel artışın nedeni; 1995'ten beri Amerikan dolarının değerindeki artıştan ve enflasyon oranlarındaki önemli farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Para biriminde diğer paralara oranla meydana gelen artış daha düşük ihracat büyüme oranı doğurmakta ve sonuçta cari işlemler açığı artmaktadır(Bustelo, 2004:7).

Asya krizinin ikinci bir nedeni ise, bankacılık sistemi kötüye giderken etkin bir düzenleme ve gözetim olmaksızın yapılan finansal deregülasyondur ki bu da finansal kırılganlığın ana nedenini oluşturmaktadır.

Asya-5 ülkelerinde kriz öncesinde bazı problemlerin yaşandığı görülmektedir<sup>22</sup>. Cari işlemler açığı sorunu tüm ülkelerde problem olarak karşımıza

---

<sup>22</sup> Güven Delice (2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Sayı:20, 57–81.

çıkılmaktadır. Düşük yurtiçi tasarruf oranı ve büyük ticari açık sorunu sadece Filipinlerde görülmektedir.

**Tablo 2: Finansal Krizler Öncesinde Makroekonomik Göstergelerdeki Değişiklikler**

Makroekonomik Göstergeler	Ülkeler(Asya-5)				
	Tayland	Malezya	Endonezya	Filipinler	Kore
Reel döviz kuru baskısı	X	X	X	X	
GSYİH artış oranındaki düşüş	X				
Yüksek enflasyon oranı	X		X	X	X
Faiz oranı farklılığının yüksek olması	X	X		X	X
Faiz oranı farklılığındaki artış		X		X	
Yüksek reel faiz oranı			X		X
Düşük yurtiçi tasarruf oranı				X	
Büyük ticari açık				X	
Büyük cari işlemler açığı	X	X	X	X	X
FPI'nın FDI' ya oranının yüksekliği	X	X		X	X
Kısa vadeli dış borçların yüksekliği	X				X
ABD doları cinsinden borcun yüksekliği	X				X
Emlak alımlarının sabit yatırımlara oranına yüksekliği	X	X	X	X	

Not: FPI: Yabancı portföy yatırımı, FDI: Yabancı doğrudan yatırım.

Kriz öncesi makroekonomik göstergelerdeki olumsuzluklar bize krizin habercisi olarak yardımcı olabilmektedirler. Her ne kadar, bu göstergeler ön bilgi sahibi olmamızda bize yardımcı olsa da gerçekte ülkelerdeki kredi risk değerlendirmelerin etkinliği, finansal araç portföylerinin gelişmişliği ve finansal sektör ve politikacılar arasındaki yakın ilişkiler gibi finansal sektöre ilişkin göstergeler de kriz habercisi olarak değerlendirmelerde yardımcı olmaktadır.

Makroekonomik göstergeler incelendiğinde; Tayland'da, cari hesap (GSYİH'daki yüzdesi) değerinin 1994 yılında %-5.41 den 1996 yılında %-7.89 düzeyine gerilediği görülmektedir. Aynı zamanda, ihracat büyüme oranı, 1993-1995 yılları arasında ortalama %20.11 iken, 1996 yılında %1.91 oranına düşmüştür.

Bununla birlikte, mali denge(GSYİH'daki yüzdesi) değerinde de anlamlı azalış olduğu belirlenmiştir. 1995 yılında %3.01 iken, 1996 yılında bu oranın %0.94'e düştüğü görülmektedir. Tüm bu göstergeler, Tayland'ın yaklaşan krize karşı savunmasız olduğunu işaret etmekte ve yaklaşan krizin habercisi olmaktadır. Krizden

etkilenen diğ er Endonezya, Filipinler, Malezya ve Kore gibi Asya ÷lkelerinin de makroekonomik göstergelerinde benzer durumların yaş andığı na dikkat çekilmektedir (bknz: Tablo 2.1).

Asya krizinin ortaya çıkmasındaki üçüncü bir neden; 1997 ve 1998 yıllarındaki yabancı sermaye akımlarının yönünde meydana gelen ani değı şimlerdir. Bu nedenle Asya-5 ÷lkeleri için gerçekleş en yabancı sermaye akımlarının boyutu incelenmiştir. Asya ÷lkelerinde tasarruf oranları yüksek olmasına karş ın bu ÷lkelerdeki yatırım talepleri daha fazla olduğ undan meydana gelen bu aç ığı kapatmada dış finansmana gereksinim duyulmuştur. Bunun sonucu olarak, sermaye girişi, yapılan finansal reformlar ile teş vik edilmiş ve kriz olayı yaşanmadan önce dünyanın geri kalan ÷lkelerinde gör÷lmemiş bir oranda bu ÷lkelere sermaye girişi gerçekleşmiştir.

Tablo 2.2, Malezya'ya diğ er ÷lkelere göre daha fazla doğ rudan yabancı sermaye girişi yapıldığı nı göstermektedir. Portföy yatırımları aç ısından incelendiğinde ise giriş yapan sermaye akımı kriz yıllarında negatif olarak gerçekleşmiştir. Krizden en çok etkilenen ÷lkelerden biri olan Endonezya'da krizin patlak verdiğı yıla kadar olan zaman diliminde portföy yatırımları pozitif iken, krizin başlaması ile birbirini izleyen dört yılda portföy çıkışlarının ÷lke'ye girişinden daha fazla olduğ u gör÷lmektedir. Asya krizlerinden en çok etkilenen diğ er bir ÷lke de Filipinler olmuştur. Kriz döneminde doğ rudan yabancı sermaye yatırımlarında artış ve portföy yatırımlarında azalış meydana gelen ve ekonomisi oldukça etkilenen Tayland ise diğ er bir Asya ÷lkesi olarak karş ımıza çıkmaktadır.

Banka kredisi ve diğ er yatırımlar şeklinde gerçekleş en sermaye akımlarında da ÷lkelerin kendi içlerinde farklılıklar gör÷lmektedir. Özellikle Tayland da, 1997-2000 yılları arasında banka kredisi ve diğ er yatırımlar şeklinde gerçekleş en sermaye akımları negatif olarak kaydedilmiştir. Asya ÷lkelerinde, farklı türde sermaye girişlerinin olması ÷lkelerde uygulanan finansal serbestleş me ve sermaye kontrollerinin farklılığını yansıtmaktadır.

**Tablo 2.1: Makroekonomik Göstergeler**

<b>Makroekonomik Değişkenler</b>	1993	1994	1995	1996
<b>CA(%GSYİH)</b>				
Tayland	-4.90	-5.41	-7.88	-7.89
Kore	0.29	-0.96	-1.73	-4.41
Endonezya	-1.45	-1.67	-3.34	-3.41
Filipinler	-5.54	-4.56	-4.49	-4.77
Malezya	-4.47	-6.05	-9.78	-4.8
<b>İhracat(%)</b>				
Tayland	13.36	22.15	24.82	-1.91
Kore	7.31	16.75	30.25	3.72
Endonezya	7.88	9.31	13.39	9.68
Filipinler	15.78	18.53	29.36	17.78
Malezya	15.72	24.74	25.85	5.93
<b>İthalat(%)</b>				
Tayland	12.35	18.44	31.85	0.62
Kore	2.48	22.13	32.02	11.26
Endonezya	3.71	12.95	27.03	5.66
Filipinler	21.2	21.23	24.38	22.22
Malezya	14.32	30.55	31.52	0.1
<b>Mali Denge (%GSYİH)</b>				
Tayland	1.89	2.69	3.01	0.94
Kore	-	-	0.33	0.26
Endonezya	0.61	0.94	2.22	1.16
Filipinler	-1.48	1.07	0.59	0.29
Malezya	0.21	2.26	0.84	0.72
<b>REER (1996=100)</b>				
Tayland	-	8.99	9.24	5.90
Kore	5.49	8.25	8.92	6.75
Endonezya	-	7.54	8.22	7.82
Filipinler	2.12	4.39	4.68	5.85
Malezya	9.90	9.21	9.83	10.0
<b>Enflasyon(%)</b>				
Tayland	3.31	5.08	5.79	5.83
Kore	4.79	6.27	4.45	4.92
Endonezya	9.69	8.52	9.43	7.97
Filipinler	6.88	8.36	8.03	9.01
Malezya	3.56	4.94	4.06	3.49

Not: REER: Reel efektif döviz kuru indeksi(1996=100)  
[ $\frac{\text{indeks}(t)}{\text{indeks}(t-1)} - 1$ ]\*100 formülüne dayanmaktadır.  
Kaynak: Klein ve Shabbir, 2006.

**Tablo 2.2: Asya Krizi Ülkelerine Yönelik Sermaye Akımları, 1990–2000(Milyon Dolar)**

Sermaye Akımları	1990-1994*	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Sermaye Akımları	1990-1994*	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Endonezya</i>								<i>Filipinler</i>							
FDI giriş	1693	4346	6194	2702	-356	-2745	-4550	FDI giriş	826	1478	1517	826	2287	573	2029
FDI çıkış	193	603	600	151	44	72	150	FDI çıkış	135	399	182	145	160	-59	-95
FDI (net)	1500	3743	5594	2551	-400	-2817	-4700	FDI (net)	691	1079	1335	681	2127	632	2124
Portföy Akımları(net)	1098	4100	5005	-3558	-1878	-1792	-1909	Portföy Akımları(net)	63	1190	5317	71	-928	4816	-236
Banka kredisi ve diğer(net)	2561	2416	-758	-117	-2270	126	-1420	Banka kredisi ve diğer(net)	2561	3040	3291	344	-309	-2292	1493
Toplam(net)	5158	10259	9841	-1123	-4548	-4483	-8029	Toplam(net)	3316	5309	9943	1096	890	3156	3381
<i>Kore</i>								<i>Tayland</i>							
FDI giriş	819	1776	2326	2053	5412	9333	9283	FDI giriş	1948	2068	2336	3746	6940	5724	3366
FDI çıkış	1501	3551	4671	3438	4739	4197	4998	FDI çıkış	236	885	932	389	130	373	-23
FDI (net)	-682	-1775	-2345	-1385	673	5136	4285	FDI (net)	1712	1183	1404	3357	6810	5351	3389
Portföy Akımları(net)	5110	11711	15102	9917	-1224	9190	12177	Portföy Akımları(net)	1748	4082	3545	4353	-41	816	-706
Banka kredisi ve diğer(net)	1782	7459	1778	-18848	736	1215	-5757	Banka kredisi ve diğer(net)	7139	16644	14538	-24585	-21223	-15531	-6989
Toplam(net)	6211	17395	14535	10316	185	15541	10704	Toplam(net)	10599	21909	19487	-16875	-14454	9364	-4306
<i>Malezya</i>								<i>Genel Toplam(5 Asya Ülkesi)</i>							
FDI giriş	17330	26874	12048	7680	7504	8463	9178	FDI giriş	22616	36542	24421	17007	21787	21348	19306
FDI çıkış	11986	19269	4121	1686	2255	3572	3622	FDI çıkış	10051	24707	10506	5809	7328	8155	8652
FDI (net)	5343	7605	7927	5994	5249	4891	5556	FDI (net)	8565	11835	13915	11198	14459	13193	10654
Portföy Akımları(net)	4396	2226	3498	-7021	-353	264	-2294	Portföy Akımları(net)	12416	23309	32467	3762	-4424	13294	7032
Banka kredisi ve diğer(net)	2657	4456	2300	2698	-2936	-2021	-992	Banka kredisi ve diğer(net)	16700	34015	21149	-40508	-26002	-18503	-13665
Toplam(net)	23697	14287	13724	1671	1960	3135	2271	Toplam(net)	37681	69159	67530	-25547	-15967	7985	4021

Not: \*Yıllık ortalama. FDI: Doğrudan yabancı yatırım.

Kaynak: Athukorala, 2003.



### 2.1.2.2. Arjantin Krizi(2001–2002)

2001 Aralık'ta, devlet borçlarının ödenmemesi ve 2002 Ocak ayında sabit döviz kurunun terk edilmesinin tetiklediği Arjantin'deki finansal kriz tamamen etkisini göstermiştir. Arjantin para birimi olan Peso'nun satın alma gücü, bu yılın ilk dokuz ayında %350 den daha fazla değer kaybetmiş ve 1999–2001 yılları arasındaki deflasyondan sonra 2002 yılında enflasyon oranı %25.9'a ulaşmıştır. 1998 yılına kadar Arjantin'deki GSYİH büyüme oranı tatmin edici seviyede iken, 1999 yılında büyük ölçüde yavaşlama göstermiştir. Bunun en büyük nedenlerinden biri de Rusya krizini takiben sermaye akımlarında meydana gelen azalmadır. Arjantin ülkesi iktisadi durgunluk içerisine girerken bölgedeki diğer ülkelerde iyileşmeler görülmektedir.

**Tablo 2.3: Reel GSYİH Büyüme Oranı(Yüzdeler)**

Ülkeler/Yıllar	1981–1990	1991–1997	1998	1999	2000–2001
Arjantin	-1.3	6.7	3.9	-3.4	-2.1
Bolivya	-0.4	4.3	5.5	0.6	1.5
Brezilya	2.3	3.1	0.2	0.8	3.1
Şili	4.0	8.3	3.9	-1.1	4.3
Kolombiya	3.4	4.0	0.5	-4.3	2.2
Kosta Rika	2.4	4.9	8.4	8.2	1.3
Ekvador	2.1	3.2	0.4	-7.3	3.9
Meksika	1.5	2.9	4.9	3.8	3.3
Peru	0.0	5.3	-0.4	1.4	1.9
Venezuela	0.3	3.4	0.2	-6.1	3.3

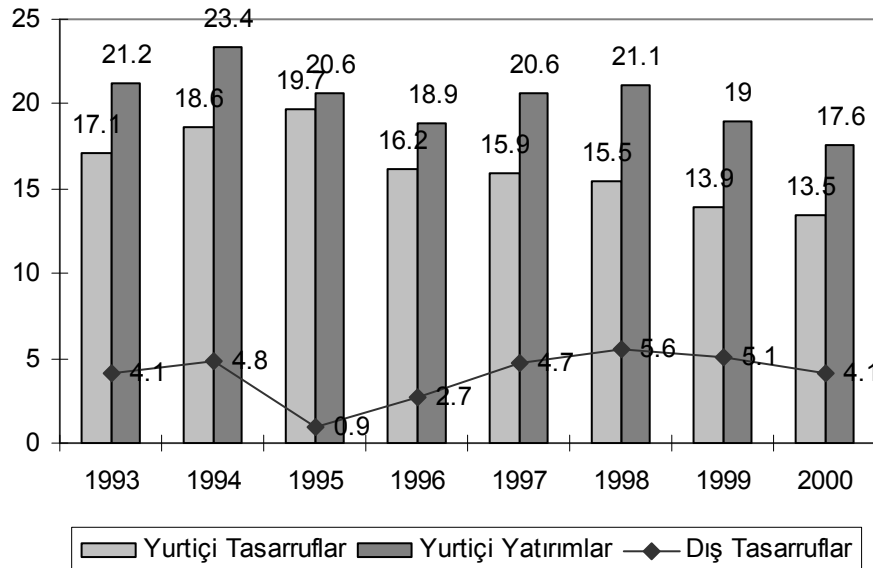
Not: Dünya Kalkınma Bankası Veri Tabanı.

Arjantin krizinin sebepleri yaygın olarak tartışılan bir konudur. Sebepler ile ilgili temel olarak üç yorum söylenebilir. İlk olarak vurgulanan, katı döviz kuru rejimi ile düşünülmeden tasarlanmış maliye politikaları arasındaki uyumsuzluktur (Bustelo, 2004:9). Bunun için Arjantin krizi aslında birinci tür jenerasyon krizidir. İkinci yorum, 1998 Ağustos'undaki Rusya krizinden sonra uluslararası sermaye piyasalarındaki “ani duruş” üzerinde durmaktadır(Calvo, Izquierdo ve Talvi, 2003:1–50). Ani duruş ifadesi; sermaye girişlerinde meydana gelen ani kesilmeler, ödemeler dengesi krizi ve ekonomik büyümede yüksek oranda gerileme hali olarak tanımlanmaktadır. Üçüncü yorum ise, ülkede uygulanan uygunsuz döviz kuru

rejimini sorumlu tutmaktadır(Haussman ve Velasco, 2002:53; Perry ve Serven, 2003:4).

Arjantin krizi sadece ekonomik değil, aynı zamanda politik ve toplumsal olgununda yer aldığı karışık bir durumdur. 2001 yılında başlayan krizin nedenini tam anlamıyla anlayabilmek için sadece ayrıntılı ekonomik kalkınma analizleri değil aynı zamanda ekonomik politikanın uygulanmasını ve politika tercihlerini etkileyen sosyal ve politik kalkınma analizlerine gereksinim duyulmaktadır.

Arjantin krizinin en önemli sebeplerinden biri de kronik düşük yurtiçi tasarruflardır. Yurtiçi tasarruf düzeyinin düşük olması sebebiyle, Arjantin yurtiçindeki yatırımların bir bölümünü finanse etmek için dış tasarruflara gereksinim duymaktadır. Diğer ülkeler ile karşılaştırma yapıldığında Arjantin’de yurtiçi tasarrufların oldukça düşük olduğu görülmektedir. Örneğin; Güney Doğu Asya’da yurtiçi tasarruflar GSYİH’nın %30’nu aşmaktadır. Orta ve Doğu Avrupa’daki yüksek piyasalara sahip ülkelerin yurtiçi tasarrufları GSYİH’nın dörtte birine karşılık gelmektedir(Jonas, 2002:18). Arjantin’de GSYİH’daki tasarruf ve yatırımların yüzdesi aşağıda verilmektedir.

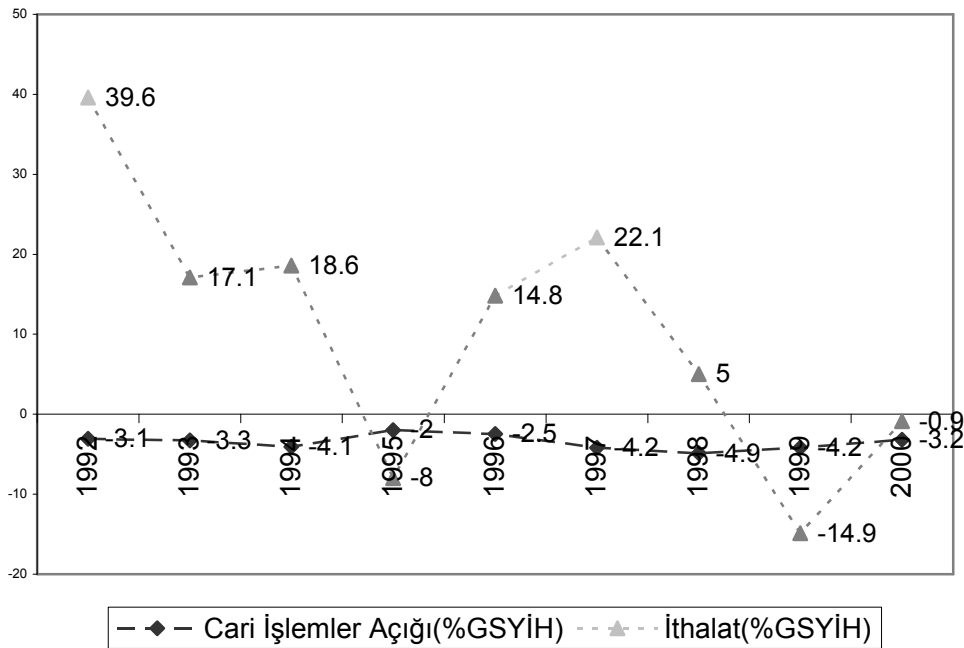


**Grafik 2: Tasarruflar ve Yatırım( GSYİH’deki yüzdelik)**

Kaynak: The Economist Intelligence Unit Argentina Country Reports, 1996 and 2001.

1990’larda gerçekleşen düşük tasarrufların başlıca sebepleri; tarih boyunca süre gelen yüksek enflasyon oranları, tekrarlanan banka krizleri, mevduatların haczedilmesi(confiscation of deposits) ve bunların değerinde meydana gelen erozyon gibi faktörler yurtiçi tasarrufların düşük düzeyde kalmasına katkıda bulunmuştur<sup>23</sup>.

Arjantin krizi için yapılan analitik analizler 1992–1998 yılları arasındaki periyodu kapsamaktadır. Çünkü 1999 yılında ekonomi zaten iktisadi durgunluk içerisine girmiş bulunmaktaydı. Bu nedenle 1999 yılından sonra ele alınan veriler yanıltıcı olabilmektedir. Örneğin, İktisadi durgunluk, ithalatta birden bire meydana gelen azalışın sonucu olarak oldukça düşük düzeyde cari işlemler açığına neden olmuştur(Dominguez ve Tesar, 2005:1–44).

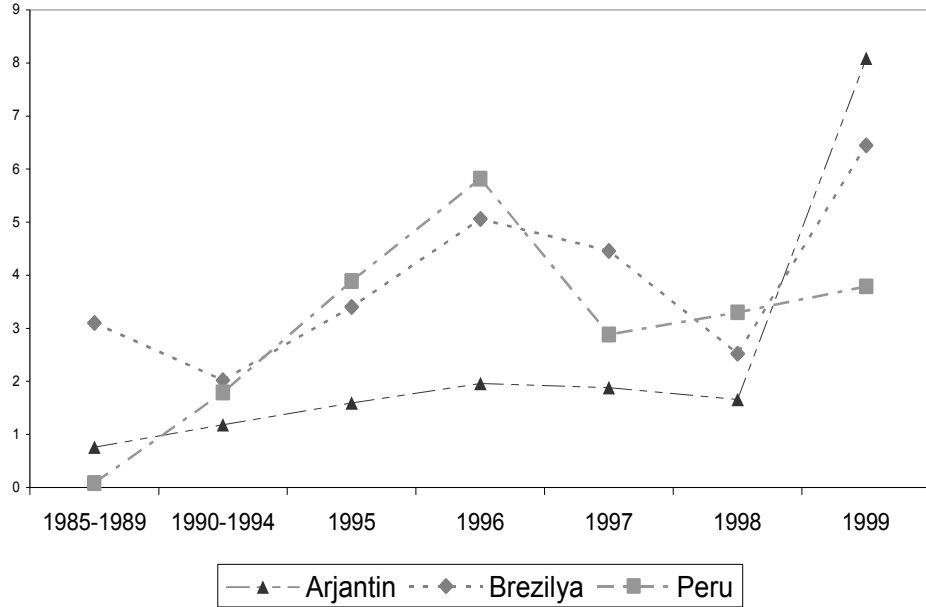


**Grafik 2.1: Cari İşlemler Açığı ve İthalat(%GSYİH)**

Sermaye Akımları incelendiğinde, kriz dönemlerinde DSY’nın arttığı, buna karşılık portföy yatırımlarında azalışların olduğu görülmektedir. DSY’ndaki bu artışa, ticaret ve sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi, uygulanan büyük ölçekli

<sup>23</sup> 1970’lerin sonuna kadar Arjantin’de yurtiçi tasarruflar GSYİH’nın %30’nu aşmaktaydı ancak bu zamandan itibaren düşmeye başlamıştır. Bknz: Taylor M. Alan, “Argentina and World Capital Market: Saving, Investment and International Capital Mobility in the Twentieth Century”, NBER Working Paper, 6302, 1997, 1–39.

özelleştirme programları ve yatırımcı dostu politika rejimleri gibi faktörler neden olmuştur. Arjantin, Brezilya ve Peru da 1985–1999 yılları arasında gerçekleşen DSY aşağıda incelenmiştir.



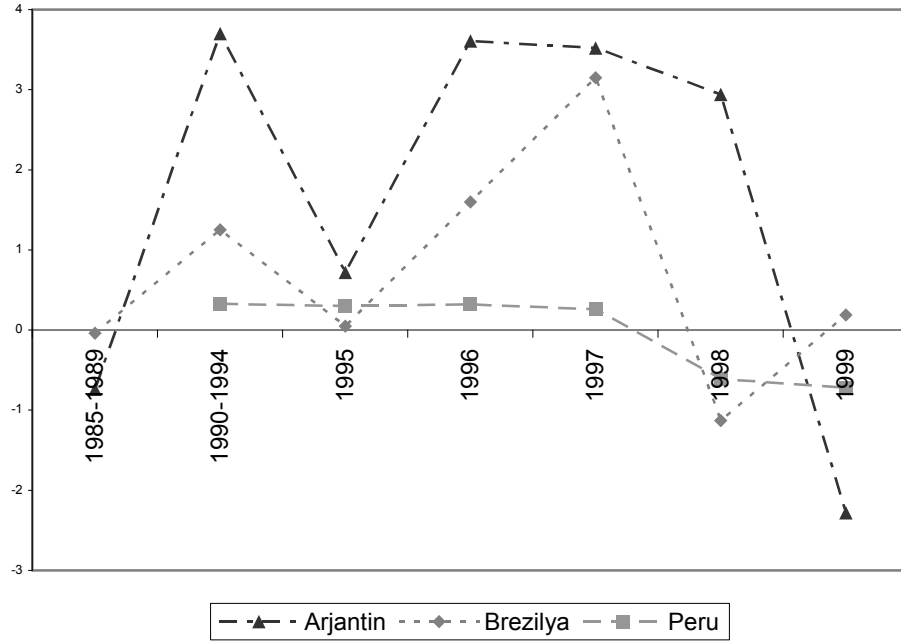
**Grafik 2.2: Doğrudan Sermaye Yatırımları(%GSYİH)**

Not: 1985–1989 ve 1990–1994 yıllık ortalamayı içermektedir. Kaynak: International Financial Statistics Database(IFS).

1985–1998 yılları arasında Arjantin’de ortalama olarak aynı düzeyde gerçekleşen DSY, ülkenin iktisadi durgunluk içerisine girdiği 1999 yılında oldukça yüksek oranda artış göstermiştir. Brezilya da DSY’nın artış oranı, Arjantin’in altında kalmasına rağmen bir önceki yıla göre yüksek oranda bir artış göstermiştir. Peru’da ise bu iki ülkeye göre daha düşük düzeyde bir artış yaşanmıştır.

Likiditesi yüksek ve ülke içerisindeki istikrarsızlık durumunda özellikle kriz dönemlerinde ülkeden kolayca çıkabilen portföy yatırımları Arjantin’de başlayan iktisadi durgunluğu iyice tetiklemiştir. 1998 yılında portföy yatırımlarının oranı GSYİH’nın %2.94 iken, 1999 yılındaki iktisadi durgunluk döneminde bu oran %-2.28 olarak gerçekleşmiştir. Brezilya da, Arjantin’deki durumun tersine portföy yatırımlarının ülkeye girişinde artış kaydedilmiştir. Peru da ise, Arjantin’e benzer

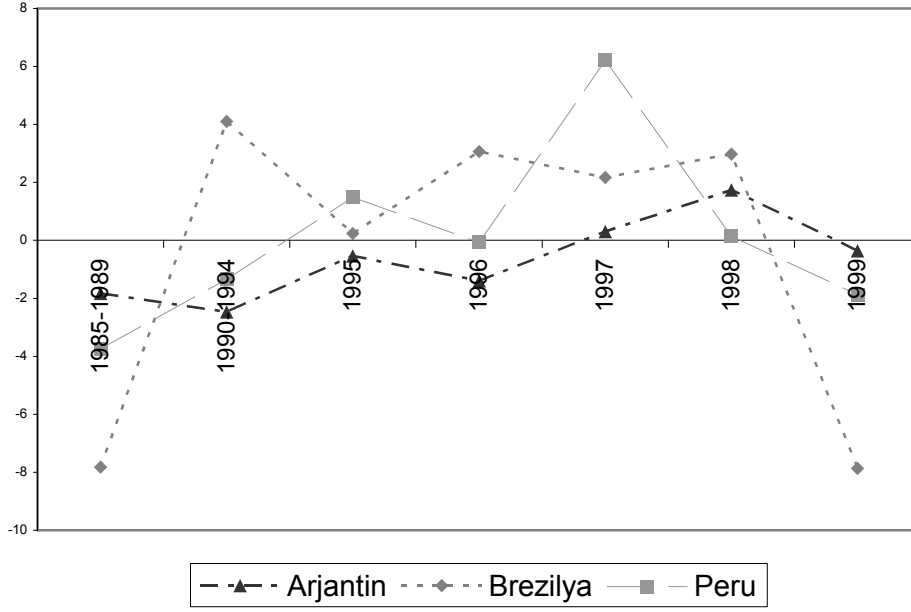
durum söz konusu olmakla beraber ülkeyi terkeden portföy yatırımları daha düşük oranda gerçekleşmiştir.



### Grafik 2.3: Net Portföy Yatırımları(%GSYİH)

Not: 1985–1989 ve 1990–1994 yıllık ortalamayı içermektedir. Kaynak: International Financial Statistics Database.

Özellikle banka kredileri ve diğer sermaye akımlarında üç ülke içinde 1999 yılında büyük düşüşlerin olduğu görülmektedir. Brezilya bu düşüşlerde en fazla zararı görmüştür. Bunun en önemli sebebi, 1998 ortasından itibaren Asya krizinin derinleşmesi, Rusya'nın ekonomik çöküş yaşamasıdır. Yaşanan bu gelişmeler Latin Amerika ülkelerine para akışını önemli ölçüde durdurmuştur.



**Grafik 2.4: Banka Kredileri ve Diğer Yatırımlar(%GSYİH)**

Not: 1985–1989 ve 1990–1994 yıllık ortalamayı içermektedir. Kaynak: International Financial Statistics Database.

1997–1998 yıllarında yaşanan Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle sermaye akımlarında azalışların meydana gelmesi, Arjantin'in ihracatçı piyasalardaki rekabet gücünü azaltan Brezilya'da yaşanan devalüasyon, ihrac mallarında meydana gelen şoklar ve uygulanan zayıf maliye politikaları Arjantin'de 2001–2002 yıllarında meydana gelen krizin alt yapısını oluşturmuştur. 2001 yılında, Arjantin'in yatırımcıların güvenini kaybetmesi sonucu ülke dışına para kaçıışı artmıştır. Arjantin'de yerleşikler bankalarda bulunan tasarruflarını çekmeye başlamışlar ve bunların sonucunda 2001 yılının sonlarında Arjantin hükümeti kamu borçlarının büyük bir kısmını ödeyemez duruma gelmiştir. Yaşanan bu gelişmeler üzerine Hükümet, 2002 yılının Ocak ayında Peso'nun dalgalanmaya bırakıldığını açıklamıştır(Hacıhasanoğlu, 2005:47–72).

2003 yılına gelindiğinde Arjantin ekonomisi yeniden canlanmaya başlayarak yükselişe geçmiştir. Tarımda ihrac artmış, yabancı yatırımlar yeniden ülkeye girmeye başlamış ve turizm canlanmıştır. İhrac edilen mallar ucuzlamış ve böylece dışarı ile rekabet artmıştır.

### 2.1.3. Asya Krizleri İle Arjantin Krizinin Karşılaştırılması

Asya krizleri ve Arjantin krizi, yüzeysel(superficial) ve yapısal olmak üzere iki düzeyde incelenmektedir(Bustelo, 2004:19–22).

#### Yüzeysel Karşılaştırma:

- Arjantin krizi yavaş hareket ederek gelişirken ve en azından 1999 yılında ortaya çıkması beklenirken, Asya krizleri aniden ve beklenmedik zamanda ortaya çıkmıştır.
- Asya krizleri hem bölgesel hem uluslararası olarak yayılma etkisi(contagion effect) göstermektedir. Aynı durum Arjantin krizi için geçerli değildir.
- Asya krizlerine, Tayland, Endonezya ve Güney Kore de birbirini takip eden krizler patlak verdiğinde, hızlı bir şekilde IMF tarafından müdahale edilmiştir. Buna karşılık, Arjantin; 2000 Mart ayında stand-by kredisi elde etmesine rağmen krizin öncesinde, borçların ödenmemesi ve yaşanan devalüasyon sonrasında benzer para yardımlarını alamamıştır.

Yapısal karşılaştırma, krizleri ortaya çıkaran süreçlere ve krizlerin mekanizmalarına işaret etmektedir. Krizlerin mekanizmaları bazı benzerlikler ve farklılıklar göstermektedir.

Asya krizleri ve Arjantin krizi arasında ortak özellikler görülmektedir. Bu ortak özellikler; Finansal serbestleşme, büyük sermaye girişleri, yüksek ve büyüyen cari işlemler açığı, büyük kısa dönem dış borçlar, reel para biriminin değerinin artması, kredi tahsisi yetersizliğidir.

Finansal serbestleşme iki şekilde gerçekleşebilir: Bunlardan ilki finansal açıklık, diğeri finansal deregülasyondur. Finansal açıklık, büyük miktarda sermaye girişlerine imkân tanırken, finansal deregülasyon mali sektörlerde risk taşıyan koşulların ortaya çıkmasına neden olmaktadır(Bustelo, 2004:20).

Sermaye girişlerine neden olan temel faktörler; finansal açıklık, döviz çıpası uygulamasının sonucu olarak döviz kuru riskinin ve faiz oranları arasındaki büyük farklılıklarının ortadan kaybolmasıdır.

Cari işlemler açığının artmasına neden olan temel faktörler ise, para biriminin reel değerinin artması, yatırımlardan elde edilen gelir hesabının kötüye gitmesi, ülkenin dış ticaretindeki ihraç malları fiyatının ithal malları fiyatına oranında meydana gelen düşüştür.

Ülkelere gelen sermaye akımlarının yapısı da oldukça farklılık göstermektedir. Doğu Asya'da banka kredileri ağırlıklı bir sermaye girişi varken, Arjantin de ise düşük oranda portföy yatırımları ile beraber büyük miktarlarda doğrudan sermaye yatırımı girişleri yaşanmıştır(Bouzas ve Chudnovsky, 2004:3). Bu farklılığı göstermesinin iki nedeni bulunmaktadır: Bunlar, Doğu Asya'nın büyük kamu borçlarına sahip olmayışı ve büyük çapta özelleştirme sürecinin bulunmayışıdır. Sonuç olarak, Doğu Asya'nın sahip olduğu borçlar özel borçlar iken Arjantin'de kamu borçları hâkimdir(Bustelo, 2004:22).

Krizlerin doğmasına neden olan süreçleri incelediğimizde, sonuçlar açık olarak görülmektedir. Arjantin'de kamu borçlarından dolayı mali kırılganlıklar yaşanırken Doğu Asya da krize neden olan çoğunlukla devlet tahvilleri yoluyla gerçekleşen portföy yatırımı şeklindeki özel yatırımların(kısa dönem finansal borçlar ile finanse edilen) fazlalığıdır.

## **2.2. Türkiye'ye Yönelik Sermaye Hareketleri**

Gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye için de ekonomik büyümenin en belirleyici ögesi sermayedir. Ekonomik büyüme, GSMH'nın bir dönemden diğerine reel olarak artması şeklinde tanımlanmaktadır. Sermayenin artması ile bir dönemden diğerine gerçekleşen net artış ise yatırım olarak ifade edilir. Bu nedenle, ülkelerin ekonomik büyümesi, sermaye stoklarında meydana gelen gelişmeye veya artışlara bağlıdır(Çetinkaya, 2004:240). Bunun yanında, ülkelerde gerçekleşen farklı



türdeki sermaye birikimleri ülkelerde gerçekleşen ekonomik büyümelerin farklı düzeyde olmasının sonucu olarak görülmektedir(Kula, 2003:142).

Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümeyi sağlayarak ekonomik kalkınmayı gerçekleştirebilmeleri için yurtiçi tasarruflar ile beraber sermaye açıklarını ortadan kaldırmaları gerekmektedir. Bunun için ülkelerin dışarıdan borçlanma yolunu tercih etmesi veya kendilerine dışarıdan yabancı sermaye yatırımlarını çekecek düzenlemeler getirmesi gerekmektedir. Türkiye'nin de yaşadığı en önemli sorunlardan birisi sermaye birikiminin yetersiz olmasıdır (Çetinkaya, 2004:241). Türkiye'ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının dört temel nedeni bulunmaktadır: Bunlar; finans gücü, teknoloji transferi, yönetim becerisi ve dış pazar imkânlarıdır(Şeker, 2006:80).

Türkiye'ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının tarihsel gelişimine baktığımızda, II. Dünya savaşının sonuna kadar yabancı sermaye yatırımlarına ilgi gösterilmemiş ve iç ekonomik dinamiklere dayanan bir politika izlenmiştir (Ormanoğlu, 2004:15). Bu durum 1950'lere gelindiğinde değişmiş ve yabancı sermaye yatırımlarına karşı ılımlı bir yaklaşım içine girilmiştir. Özellikle 1980 ve sonrasında Türkiye'ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının boyutlarında daha önceki dönemlere göre önemli artışlar kaydedilmiştir. Türkiye'ye gelen yabancı sermaye yatırımları, ülkenin makroekonomik yapıları üzerinde olumlu veya olumsuz etkilere neden olmuştur. Bu etkiler, ülkede uygulanan siyasi ve ekonomik politikalara, ülkeye giren yabancı sermayenin türüne, ülkenin demografik yapısına ve bölgesel farklılıklara göre değişiklik göstermektedir(Kar, Kara ve Kaplan, 2004:1).

Sermaye hareketlerinin, ülkelerde yarattığı en önemli etkilerden biri de krizlere yol açmasıdır. Türkiye'de yaşanan krizler “küreselleşme” sürecine giren diğer gelişmekte olan tüm ülkelerin ortak sorunu haline gelmiştir(Şimşek, 2007:53; Karaçor, 2006:386). Finansal küreselleşmenin hızlanması ile özellikle 1980'li yıllardan sonra uluslararası sermayenin dünya ölçeğinde serbestçe dolaşma imkânı bulması ekonomik krizlerin arttığını göstermektedir(Erdoğan, 2006:6). Bu doğrultuda, çalışmanın bundan sonraki bölümünde Türkiye'ye 1990–2006 yılları arasında yapılan uluslararası sermaye hareketlerinin boyutları incelenmiştir.

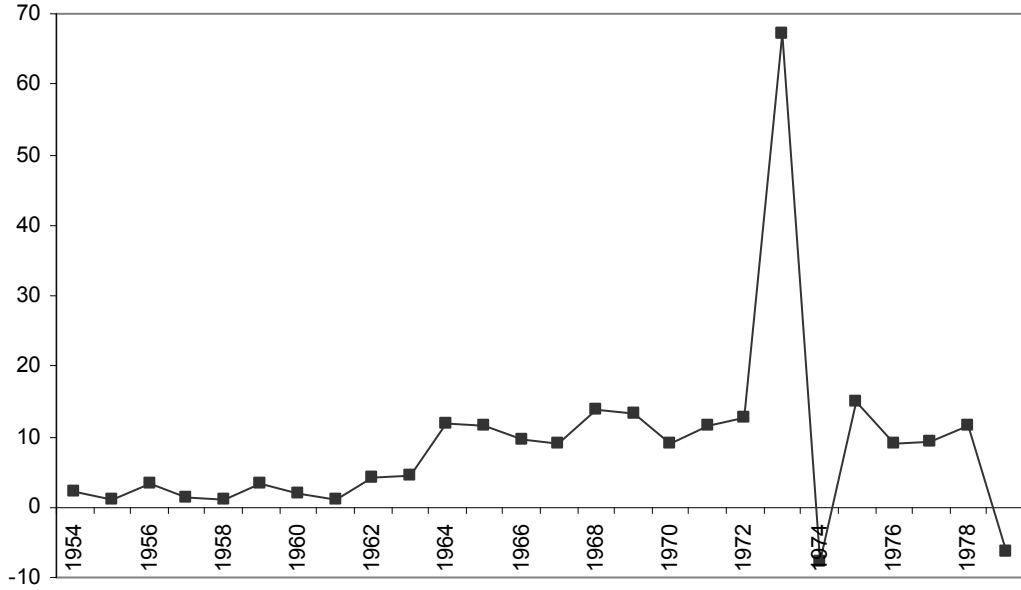
### 2.2.1. Türkiye'ye Yönelik Özel Sermaye Hareketleri

IMF istatistiklerinde özel sermaye hareketleri üç kategoride toplanmaktadır. Bunlar; “doğrudan yabancı sermaye hareketleri”, “portföy yatırımları” ve “diğer yatırımlar” olmak üzere ele alınmaktadır. TCMB'nın ödemeler bilânçosu incelendiğinde sermaye dengesi, aynı şekilde kategorilendirilmiş olup buna ek olarak diğer sermaye hareketlerinin, “diğer uzun vadeli sermaye hareketleri” ve “diğer kısa vadeli sermaye hareketleri” olarak iki alt kategoriye ayrıldığı görülmektedir. Aynı zamanda, portföy yatırımları ile diğer sermaye yatırımlarının toplanarak yer aldığı hesaba “finansal sermaye hesabı” adı verilmektedir(Kula, 2003:146).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile yatırım yapılan ülkedeki şirketlerin bir kısmına veya tamamına ve aynı zamanda yönetiminde söz sahibi olunması, globalleşen dünyada ülke ekonomisinin dünya ekonomisi ile rekabet halinde olması sağlanmaktadır. Ülkelerdeki büyüme hızını belirleyen ana faktörlerden biri tasarruf açığı, diğeri döviz kısıtıdır. Bu bağlamda DSY'nın ülkelere yapacağı en önemli fayda dış açıkların giderilmesine yaptığı katkıdır. Türkiye de doğrudan yabancı yatırımları üç dönemde incelemek mümkündür. Bunlar; 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu(YSTK)'nun çıkarıldığı 1954 yılı ile istikrar tedbirlerinin alındığı 1980 yılına kadar olan dönem, 1980 ile 1990 yılına kadar olan dönem ve 1990 yılı ile bugüne kadar olan dönemdir(Erdikler, 2004:77).

1954–1979 dönemi arasında Türkiye'ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımının toplam miktarı yaklaşık 225 milyon dolardır. Bu yıllar arasında en yüksek doğrudan yabancı sermaye yatırımı 1973 yılında 67.3 milyon dolar ile gerçekleşmiştir. Bunun dışında 1974 ve 1979 yıllarında ülke dışına doğru yabancı sermaye kaçışının olduğu görülmektedir. Bu yıllarda arka arkaya yaşanan petrol krizlerinin Türkiye ekonomisinde yarattığı olumsuz etkiler negatif olduğundan, doğrudan yabancı sermaye yatırımının düşük düzeyde oluşmasında önemli bir etken olmuştur. 1974 yılında petrol fiyatları 4 katına çıkmış ve bunun sonucu olarak tüm ülkeler petrol tasarrufuna girerken Türkiye tam tersi sübvansiyon olanağı vererek tüketimini arttırmıştır. Sonuç olarak, dış ticaret açığı ciddi bir artış göstermiştir. 1979 yılında ise OPEC üyeleri petrol fiyatlarını %150 oranında arttırmıştır. Bu durum

önceden krize girmiş olan Türkiye ekonomisini oldukça olumsuz yönde etkilemiştir<sup>24</sup>. 1954–1979 yılları arasında Türkiye ekonomisinin büyük ölçüde kapalı bir ekonomiye sahip olması ve bunun yanında her ne kadar YSTK çıkarılmış olsa da temelde yabancı yatırımcıları Türkiye’ye yatırım yapmaya teşvik edecek gerekli çaba gösterilmemiştir(Erdikler, 2004:77).



### **Grafik 2.5: Türkiye’ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları(Milyon Dolar/1954–1979)**

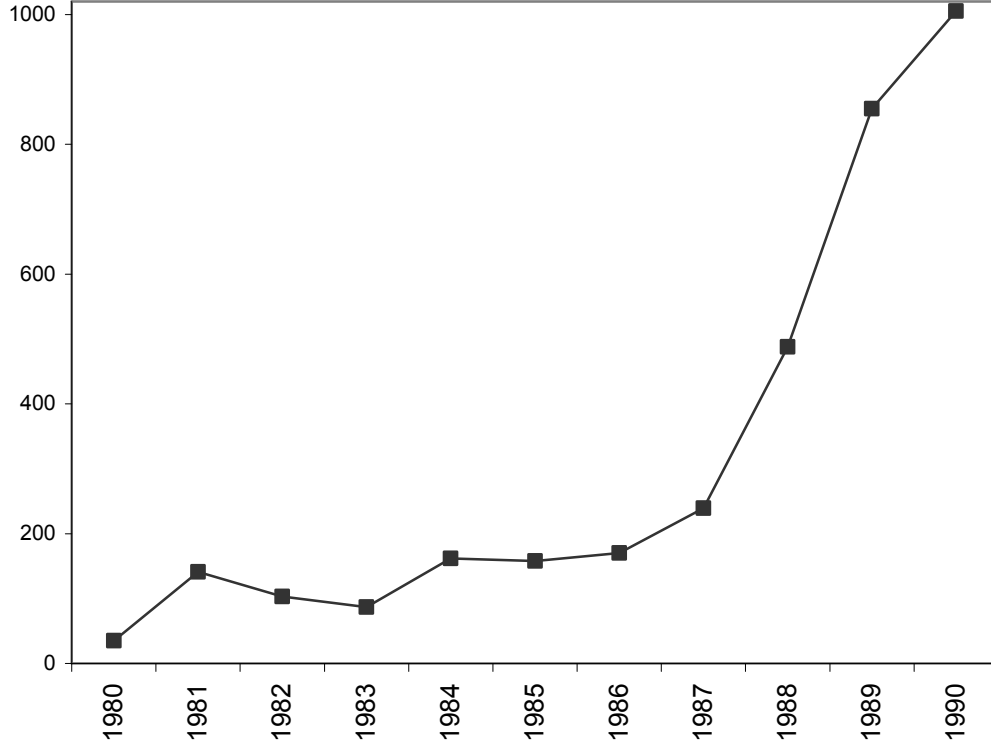
Kaynak: Yabancı Sermayenin Dünü Bugünü ve Geleceği, Dr.Faruk Cömert Hazine Dergisi, Sayı 12, Ekim 1998.

1980–1990 dönemleri arasında, Türkiye’ye yapılan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının hacminde 1954–1979 dönemine göre az da olsa bir artış görülmektedir. Bu artışın en temel iki nedeni, 1980 yılında alınan 24 Ocak tedbir kararları ve özellikle 1983 yılından itibaren başlatılan liberalleşme politikalarıdır.

1981 yılında 24 Ocak 1980 yılında alınan tedbir kararlarından sonra Türkiye’ye giren doğrudan yabancı sermaye miktarı 141 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. 1983 yılında 87 milyon dolar olarak gerçekleşen doğrudan yabancı

<sup>24</sup> Yolsuzlukla Mücadele Derneği, “Krizler Tarihi Raporu”.  
<http://www.yolsuzluklamucadele.org/krizlertarihiraporu.asp>( 15 Ekim 2007).

sermaye yatırımı bu yıldan sonra başlatılan serbestleşme programı ile artmaya başlamış ve 1986 yılında yapılan ikinci mevzuat değişikliğinden sonra 1987 yılında 239 milyon dolara ulaşmıştır. 1990 yılına gelindiğinde ilk kez Türkiye'nin 1 milyar dolar sınırını geçtiği görülmektedir. 1980–1990 yılları Türkiye'nin yabancı yatırımcıları çekmesi konusunda önemli gelişme gösterdiği bir dönemdir.

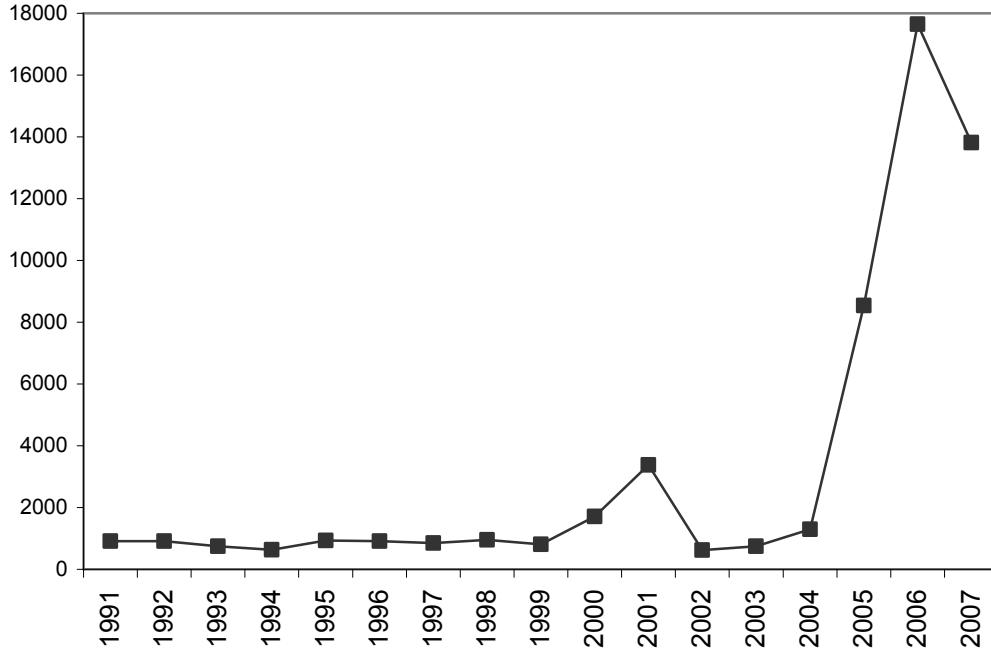


**Grafik 2.6: Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları(Milyon Dolar/1980–1990)**

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Sermaye Raporları.

1990–2007 yılları arasında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarında dalgalanmaların olduğu görülmektedir. 2000 yılına kadar olan dönemde 1990 yılında yakalanan başarı elde edilememiş ve DSY 1 milyar doların altında kalmıştır. 2002 yılında başlayan yatırım ortamını iyileştirme çalışmaları yabancı yatırımcıların ilgisini çekmiş ancak beklentiler tam anlamıyla karşılanamadığı için 2002 yılında 622 milyon dolar ve 2003 yılında 745 milyon dolar

yabancı sermaye girişi sağlanmıştır. 2003 yılından itibaren bu sayının giderek arttığı görülmektedir.

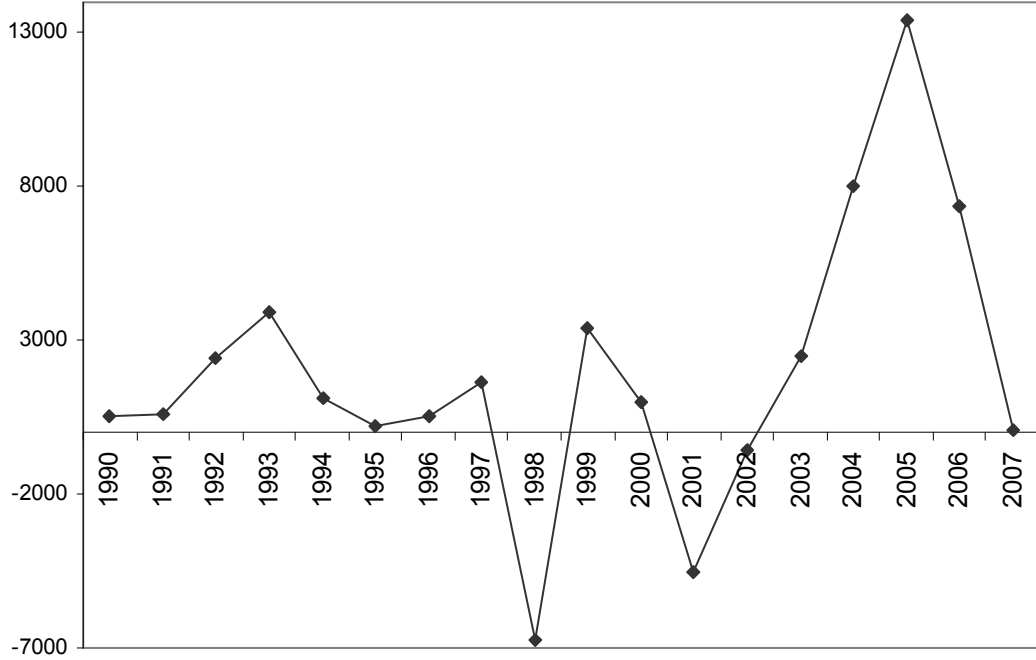


**Grafik 2.7: Türkiye'ye Yönelik Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları(Milyon Dolar/1990–2007)**

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Veri Tabanı.

Özel sermaye hareketlerinden olan portföy yatırımlarının Türkiye için ayrı bir önemi bulunmaktadır. Bunun en önemli nedeni, portföy yatırımlarının likidite bir özelliğe sahip olması ve ülke ekonomisi içerisindeki olumsuz koşullarda ülkeden çıkış yaparak finansal krizlere yol açabilmesidir(Pazarlıoğlu ve Gülay, 2007:203-204). Sermaye hareketlerindeki canlanma özellikle 1989 yılında finansal açıklık ile göze çarptığından 1990–2007 yılları arasında gerçekleşen net portföy yatırımları incelenmiştir. 1998 yılında meydana gelen Rusya krizi, Türkiye’de patlak veren 2001 krizi ve 2001–2002 yıllarındaki Arjantin krizinin yarattığı etkiler sonucu net portföy yatırımları negatif düzeyde gerçekleşmiştir. Ülke ekonomileri içindeki istikrarsız durumlar karşısında değişken bir yapı izleyen portföy yatırımları 1990–2007 yılları arasında da Türkiye ekonomisinde yaşanan olumsuz gelişmeler karşısında oynak bir yapı göstermektedir. Rusya krizinin Türkiye üzerinde yarattığı olumsuz etkilerden

birisi de borsa krizi yaratarak IMKB dâhil dünya borsasında hisse senetlerinden kaçışı hızlandırmış olmasıdır(Karluk, Tonus ve Çatalbaş, 1999:9).



**Grafik 2.8: Türkiye'ye Yönelik Portföy Yatırımları(Milyon Dolar/1990–2007)**

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Veri Tabanı.

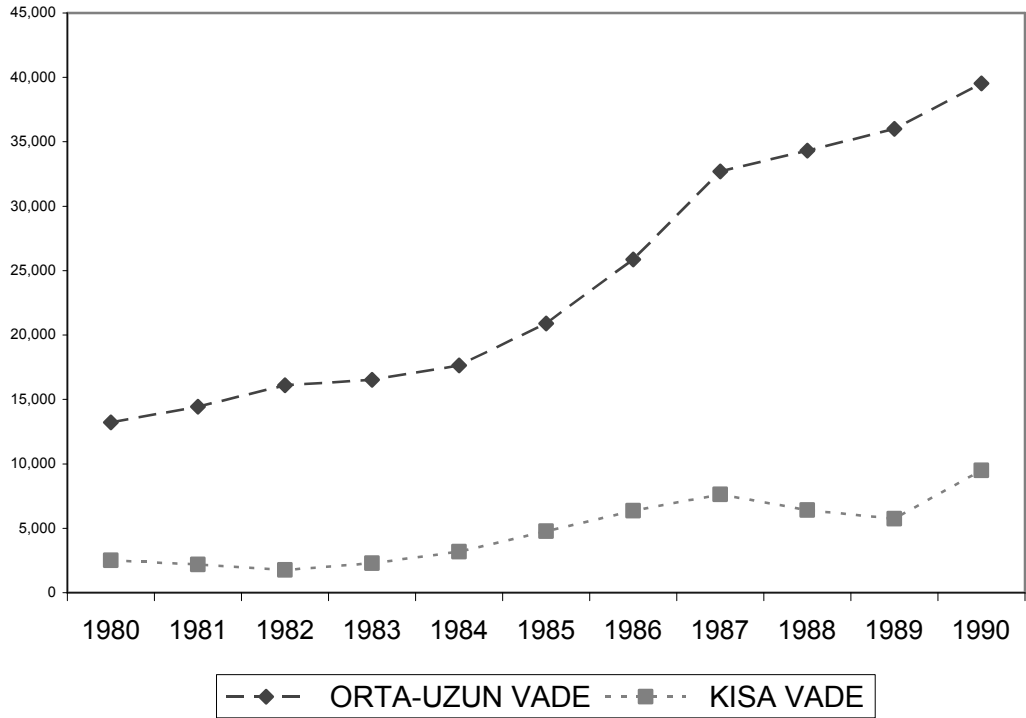
### 2.2.2. Türkiye'ye Yönelik Resmi Sermaye Akımları

Resmi sermaye akımları, gelişmiş ülkelere yapılan, IMF ve Dünya Bankası gibi mali kuruluşlardan sağlanan kredi ve hibe şeklindeki sermaye yatırımlarıdır. Bağışlar, hükümetlerden hükümetlere yapılan uzun vadeli, düşük faizli kredilerdir. Ülkelere yapılan uluslararası yardımlar, geri ödeme karşılığı olmaksızın yapılan yardımlardır. Bunlar; iki ve çok taraflı mali yardım, teknik yardım, gıda yardımı, bağış ve ödünç şeklindeki yardımlar, proje ve program yardımlarıdır.

Türkiye'ye verilen krediler kısa ve orta-uzun vadeli olmak üzere iki şekilde incelenmiştir. Kısa vadeli krediler, ticari banka kredileri ve özel kesim kredilerinden oluşur iken, orta-uzun vadeli krediler ise ikili anlaşmalardan ve uluslararası

kuruluşlardan elde edilen kredileri kapsayan resmi alacaklar ile özel alacaklardan oluşmaktadır.

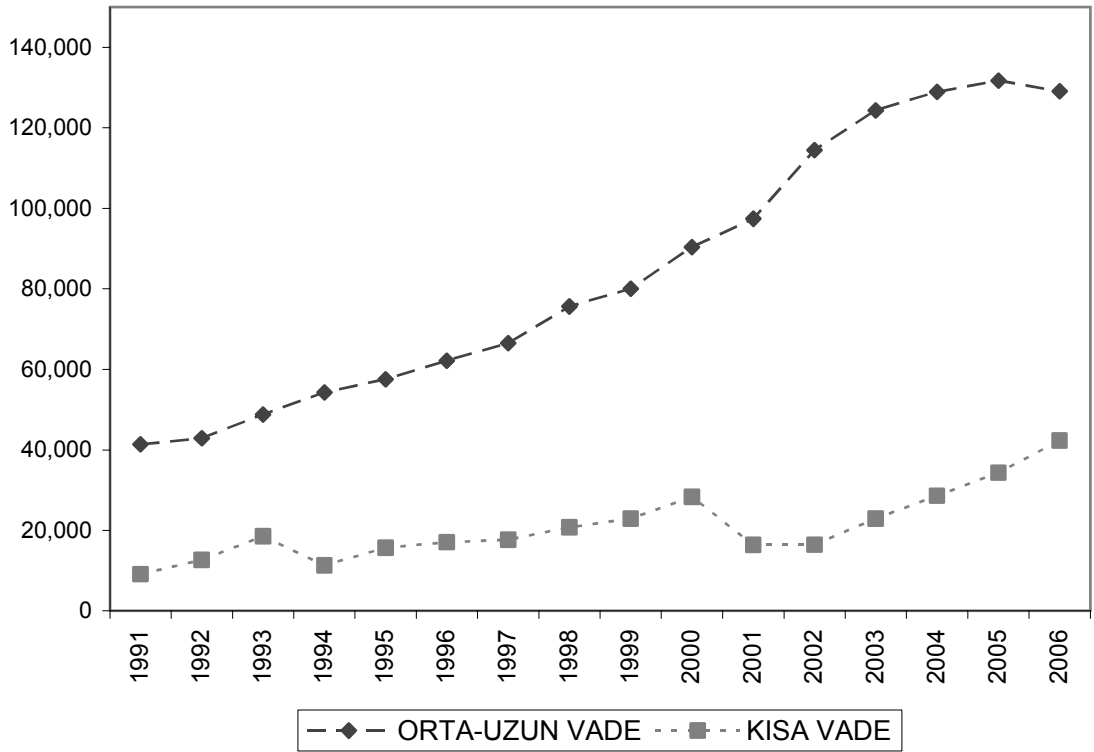
Türkiye'ye yapılan kısa ve orta-uzun vadeli borçlar, 1980–1990 ile 1990 ve sonrası olmak üzere iki farklı dönem için ele alınmıştır. 1980–1990 dönemleri arasında kısa ve orta-uzun vadeli borçlar sürekli artma eğilimi gösterirken kısa vadeli borçlarda 1988 ve 1989 yıllarında az da olsa bir azalışın olduğu görülmektedir. 1988–1989 yıllarında Türkiye'de kamu açıklarında meydana gelen artış ve mali piyasalardaki dalgalanma sonucu faizler yükselerek döviz rezervleri azalmıştır. 1989 yılında toplam dış borç stoku 41.7 milyon dolar iken, 1990 yılında 49 milyon dolara yükselmiştir. Kısa vadeli borçlar, toplam borçların %19'na ulaşmıştır. Bu durum, Türkiye'nin yeniden krize girmesine sebep olmuştur.



**Grafik 2.9: Türkiye'ye Yönelik Kısa ve Orta-Uzun Vadeli Borç Stoku(Milyon Dolar/1980–1990)**

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

1990 yılından sonra Türkiye yüksek enflasyon problemini çözebilmek için harcamaları kısarak istikrar programı uygulamaya başlamış ancak, aynı dönemde Asya krizlerinin ortaya çıkması ve ülkeden yüksek miktarda paranın dışarıya kaçması Türkiye'yi zor bir duruma sokmuştur. 1999 yılında toplam borç stoku 102.97 milyon dolara ulaştığından 1999 yılında Türkiye IMF ile stand-by anlaşması imzalamak zorunda kalmıştır.



**Grafik 2.10: Türkiye'ye Yönelik Kısa ve Orta-Uzun Vadeli Borç Stoku(Milyon Dolar/ 1990–2006)**

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı-Ekonomik Göstergeler.

Özellikle, 1994 ve 1996 yıllarında uluslararası kuruluşlardan kredi alımı için yapılan başvurularda azalma olduğu görülmektedir. Çünkü bu yıllarda dış borç ödeme servisinin ağırlaşması hazineyi güç durumda bırakmıştır(Tandircioğlu, 2000:267). Bu durum, Türkiye'nin borç krizine doğru sürüklendiğini ve uluslararası finans kuruluşlarında kredi almada zorluklar yaşayacağını göstermektedir.



Türkiye'nin dışarıdan kredi ile borçlanarak milli gelire katkı sağlamak isterken kredi borçlarının ödenmesi aşamasında milli gelirden azalışa yol açmaktadır. Bu noktada, milli gelirden reel bir büyüme yaratmak ve böylece ekonomik kalkınmayı sağlayabilmek için yabancı sermaye yatırımlarının önemi ortaya çıkmaktadır.

Bundan sonraki bölümde Türkiye'nin yabancı sermayeyi ülkeye çekmek için izlediği serbestleşme politikalarının aşamaları ele alınarak incelenmiştir.

### **2.3. Türkiye'de Finansal Serbestleşme Süreci**

Ülkelerde uygulanan finansal serbestleşmenin asıl amacı, ülke tasarruflarının artırılmasını, yabancı yatırımcıları teşvik ederek yabancı sermaye girişinin özendirilmesini ve ülkedeki finansal kaynakların kullanımındaki etkinliğin güçlendirilmesini sağlamaktır(Ural, 2003:186). Ancak, uygulanan serbestleşme politikalarının başarıya ulaşabilmesi için; uygun istikrar programının seçimi, ekonomide istikrarın sağlanması, bankaların etkin denetimi, uygulanacak faiz politikalarının doğru bir şekilde seçimi ve ülke için gerekli önceliklerin doğru sıralanması gerekmektedir(Binay ve Kunter, 1998:1).

Dünya piyasalarındaki finansal serbestleşme akımı hızla artarken Türkiye, yabancı sermaye yatırımlarına II. Dünya savaşıdan sonra ilgi duymaya başlamış ve giderek artan bir eğilim izlemiştir. Türkiye, 1954 yılında çıkarılan 6224 sayılı "Yabancı Sermayeyi Teşvik Yasası" ile yabancı yatırımcıları özendirerek ülkeye yabancı sermaye çekme konusundaki kararlılığını açıkça ortaya koymuştur (Bayraktar, 2003:47).

1980 yılına kadar yabancı sermayeyi çekmeye yönelik tüm çabalar, Türkiye'de o yıllarda yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle yabancı sermaye yatırımlarından beklenen yararın elde edilmesinde yetersiz kalmıştır. 1980'lerin başlarına kadar uygulanan dışa kapalı ve ithal ikameci ve koruyucu dış ticaret politikaları Türkiye'ye gelen yabancı sermaye miktarının sınırlı düzeylerde kalmasını sağlamıştır. Türkiye'de 1980 yılı öncesinde yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye girmesinin istenmemesindeki en önemli sebeplerden biri o dönemde

Türkiye’de uygulanan ithal ikamesine dönük sanayileşme stratejisidir. Bu stratejinin uygulanmasında hedeflenen amaç, ülkenin sanayisini yabancı sanayi rekabetine karşı korumaktır. Bunu sağlamada, aşırı değerlenmiş döviz kuru, gümrük vergilerinin yükseltilmesi, ithalat yasakları ve sıkı kambiyo araçları gibi çeşitli araçlar kullanılmıştır(Ormanoğlu, 2004:16).

1980 yılından sonra Türkiye’de yabancı sermaye yatırımlarında artışlar gözlenmeye başlamıştır. 24 Ocak 1980 yılında alınan Ekonomik İstikrar Kararlarının yabancı sermaye yatırımlarındaki artışa önemli katkısı olmuştur. Bu kararlar ile birlikte, Türkiye’nin dışa açık bir politika izlemeye başlaması ve aynı zamanda ülke içerisinde hem ekonomik hem siyasi istikrarın sağlanması ile piyasalarda yabancı sermaye yatırımında bulunacak olan aktörlerin Türkiye’ye karşı güveni artmıştır(Karlık, 2002:450–452).

1989 yılına gelindiğinde 32 sayılı kararname ile Türkiye’de sermaye hesapları üzerindeki kısıtlamalar tamamen serbestleştirilmiştir. Dışarıdan döviz satın alınması üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve yerleşiklere de dışarıdan menkul değerler satın alma ve yurtiçine transfer etme hakkı tanınırken yurtdışındaki kişilere de Türkiye’de yurtiçi piyasalardaki menkul değerleri; satın alma, satma ve yurtdışına transfer etme hakkı tanınmıştır(TCMB, 2002:15–17; Özgür, 2004:55).

1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kararın alınmasında en önemli etkenlerden biri de 1980’lerin ortalarına doğru artan altyapı yatırımlarının finansmanı sonucunda, kamu açığı giderek artmış ve açığı kapatmak için iç borçlanmaya yönelik bir strateji izlenmiştir. Ancak, böyle bir stratejinin izlenmesi özel sektörü dışlayıcı bir etki yaratmıştır. Oluşan kaynak açığını yurtdışından ülkeye gelecek fonlar ile kapatılması düşünülmüş bu nedenle yabancı fonların ülkeye girebilmesi için kambiyo rejiminde serbestleşmeye gidilmiştir(Cihan, 2005:95).

1980’lerden sonra Türkiye’ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının hacminde önceki dönemlere göre artışların olduğu görülmektedir. Ancak, 1990’lardan sonra Türkiye’ye gelen yabancı sermaye yatırımları miktarında artış ve azalışların olduğu görülmektedir. Yabancı sermaye yatırımları miktarında meydana

gelen değişimin en önemli nedenlerinden biri; Türkiye’de sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin ülke içerisindeki mali piyasalarda ve bankacılık sektöründe sorunların var olduğu, ekonomik istikrarın tam olarak sağlanamadığı, makroekonomik dengelerin oluşmadığı bir zamanda gerçekleşmiş olmasıdır.

1990’larda Türkiye’de kamu açıkları artmış, enflasyon yükselmiş ve bunun sonucunda reel faiz oranları artış göstermiştir. Aynı zamanda, bu yıllarda sabit döviz kuru uygulaması olduğundan Türkiye’ye yapılan yabancı sermaye yatırımlarının büyük bir kısmı yüksek kazanç elde etme amacı taşıyan kısa vadeli sermaye hareketlerinden oluşmaktadır. Enflasyonist baskıları ve kamu kesimi mali sorunları gidermek için uygulanan istikrar programları, yapısal reformlar ile desteklenmediğinden Türkiye ekonomisindeki yapısal sorunlara herhangi bir çözüm getirilememiştir. Bu durum Türkiye’nin bundan sonraki bölümde ele alınacak olan 1994, 2000–2001 yıllarında krize girmesine neden olmuştur(Cihan, 2005:98).

#### **2.4. Türkiye’de 1994, 2000–2001 Krizleri**

Türkiye’nin 1990’lı ve 2000’li yıllarda yaşadığı krizlerin en önemli nedeni, Türkiye’de 1989 yılından sonra iyice göze çarpan finansal serbestlik sonucu “sıcak para” olarak tanımlanan kısa vadeli sermaye hareketlerinin Türkiye’ye girişidir. Bu nedenle o yıllarda gerçekleşen krizler “finansal kriz” olarak tanımlanmaktadır (Kazgan, 2002:4).

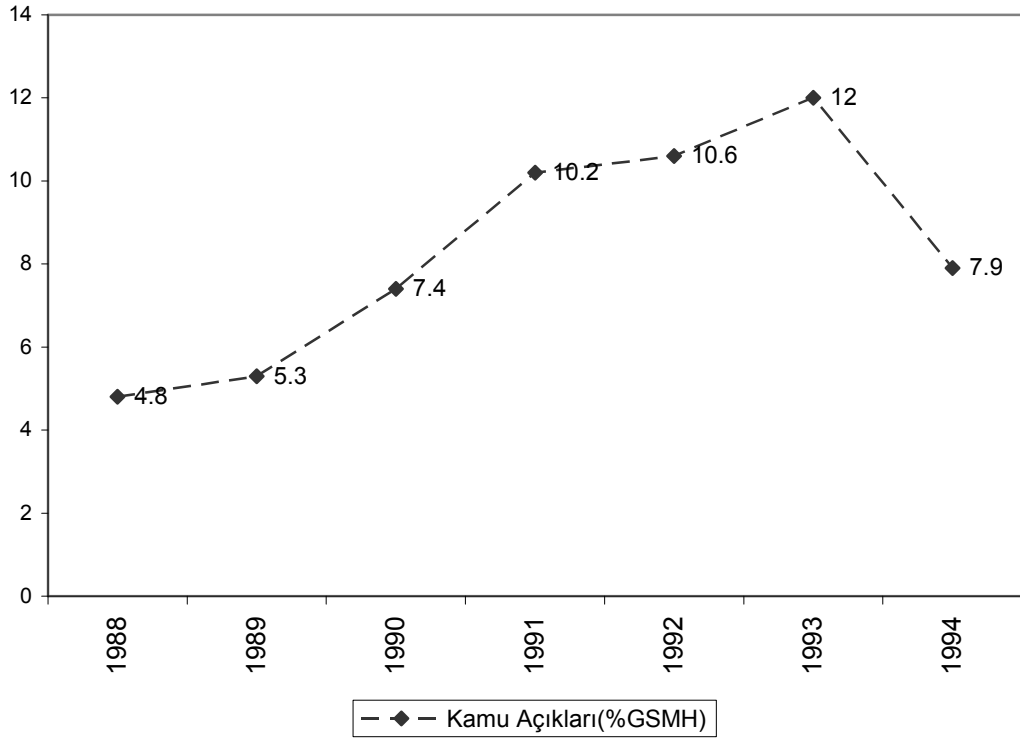
Finansal serbestleşmenin uygulamaya geçirilmesi ile Türkiye’nin ekonomik performansı istikrarsız sermaye hareketlerine bağımlı hale gelmiş ve bu istikrarsızlık ortamında 1994, 2000 Kasım ve 2001 Şubat dönemlerinde Türkiye’de üç büyük ekonomik kriz yaşanmıştır. Türkiye’ye yapılan yabancı fon yatırımlarının ülkeyi hızla terk etmesi önce finans piyasalarının daha sonra reel sektörün bu durumdan etkilenmesine neden olmuş ve tüm ülkeyi etkisi altına almıştır. Krizlerin yarattığı etkiler sonucu; ekonomi daralmaya, enflasyon hızla artmaya ve ülkede işsizlik sorunu baş göstermeye başlamış aynı zamanda reel ücretlerde azalışlar meydana gelmiştir(Koyuncu ve Şenses, 2004:18–19).

Latin Amerika'da 1980'lerde, Asya'da 1990'larda tamamlanan serbestleşme süreci Türkiye'de 1980'lerde başlayıp 10 yıllık kısa bir süre zarfında tamamlanmıştır. Finansal serbestleşme ile birlikte uluslararası sermaye akımları dünya ölçeğinde serbestçe dolaşma imkânı bulmuş ve bunun sonucu olarak dünyada ekonomik krizlerin arttığı gözlenmiştir. Nitekim, Türkiye de yaşanan 1994, 2000 ve 2001 krizlerinin arkasında yatan sebep, o yıllarda ülke dışına büyük miktarlarda sermaye çıkışlarının yaşanmış olması ve ülkenin dış borç yükünün giderek artış göstermesidir. Takip eden bölümde üç büyük krizin oluşumunda hangi etkenlerin rol oynadığı ayrıntılı olarak incelenmiştir.

#### **2.4.1. 1994 Krizi**

Mali serbestleşme ve küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan 1994 krizi aslında bir para krizidir. Bu dönemde dövize karşı aşırı talebin olması ve oluşan bu talep sonucunda rezervlerin hızla düşmesi dövizin devalüe edilmesini zorunlu hale getirmiştir. Devalüasyon sonucunda TL'nin değerinde meydana gelen %53'lük düşüş para krizine neden olmuştur(Demirci, 2005:164-171).

Türkiye'de özellikle 1990'lı yıllarda hızlı bir şekilde artan kamu açıklarının finanse edilmesi kaygısı, faiz oranlarının serbest bırakılması, sektöre yeni banka girişlerinin kolaylaştırılması, ülke piyasasının uluslararası piyasalara açılması, uluslararası piyasalardan kaynak ediminin ve sektördeki bankaların yabancı para cinsinden işlem yapmasının serbest bırakılması sonucunu doğurmuştur. 1990 yılında uygulanan para programı, hazinenin bütçe açıklarını ticari bankalardan kaynak aktararak finanse etmesini sağlamış ancak bu durum 1994 krizinin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır.



**Grafik 2.11: Türkiye'deki Kamu Açıkları(Milyar TL/1988–1994)**

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı.

Grafik 2.11 de görüldüğü gibi 1994 yılına kadar kamu açıkları, giderek artan bir eğilim izlemiş ve krizden önceki 1993 yılında GSMH'nin %12'sine ulaşarak finansal krizin en önemli nedeni olduğunu bir kez daha göstermiş olmaktadır.

1994 krizi öncesinde Türkiye'de bazı makroekonomik göstergeleri incelediğimizde 5 Nisan 1994 İstikrar Paketi uygulamasının kaçınılmaz olduğu görülmektedir.(Demir ve Üzümcü, 2001:14).

**Tablo 2.4: Türkiye'de Makroekonomik Göstergeler(1992–1998 )**

Makroekonomik Göstergeler/Yıllar	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Büyüme Oranı(%)	6.4	8.1	-6.1	8.0	7.1	8.3	3.8
Enflasyon Oranı*(%)	62.1	58.4	120.7	86.0	75.9	81.8	71.8
İşsizlik oranı(%)	7.8	7.9	7.9	6.6	5.8	6.9	6.2
Kişi Başına GSMH (Cari Üretici Fiyatları ile \$)	2744	3056	2161	2788	2944	3105	3224

Kaynak: DİE (2000), *Aylık İstatistik Bülteni, Nisan 2000*. DİE (1999), *Türkiye İstatistik Yıllığı 1998*. DPT(1997),*Ekonomik ve Sosyal Göstergeler, 1950–1998*. Maliye Bakanlığı (1999), *2000 Yılı Bütçe Gerekçesi*. Yıllık ortalama TEFE, 1994 = 100

Tablo 2.4 de yer alan 1992–1998 yılları arasındaki makroekonomik göstergeler dalgalı bir seyir izlemiştir. 1993 yılında gerçekleşen büyüme oranı %8.1 iken, krizin ortaya çıktığı 1994 yılına gelindiğinde %-6.1 oranında bir büyüme gerçekleşmiştir. Aynı zamanda o yıldaki enflasyon oranı hızlı bir artış ile %120.7'ye ulaşmıştır. Türkiye’de o dönemler arasındaki işsizlik oranına baktığımızda %7.9 düzeyinde olduğu görülmektedir. Kişi başına GSMH değeri, 1993 yılında artış göstermesine karşılık krizin patlak verdiği yılda ciddi bir azalış göstermiştir. Bu değerler, o dönemki hükümeti 5 Nisan 1994 kararlarını almak zorunda bırakmıştır.

5 Nisan 1994 kararlarının alınmasında diğer nedenler; yurtdışı tasarruf oranında meydana gelen düşüşler ile birlikte Kamu iç borç faiz oranının hızla artması ve bunun sonucu olarak TL’nin yabancı paralar karşısında değerini kaybetmesidir (Aydın, 2006:134–140).

**Tablo 2.5: Türkiye’de Yurtdışı Tasarruf Oranı, İç Borç Faizi ve Reel Kur Yüzde Değişimleri (1988–1996)**

Yıllar	Tasarruflar/GSMH(%)	Kamu İç Borç Faizi(%)	Reel Kur Yüzde Değişim(%)
1988	27.2	62.8	6.8
1989	22.1	59.8	-25.8
1990	22.0	54.0	-17.6
1991	21.4	80.5	11.5
1992	22.7	87.7	4.7
1993	23.1	87.6	2.5
1994	22.1	164.4	29.5
1995	19.8	121.9	-13.8
1996	21.4	135.2	0.0

Kaynak: DİE ve TCMB.

1988 yılında yurtdışı tasarrufların GSMH’daki oranı %27 iken, 1994 yılına gelindiğinde bu oranın %22.1’e düştüğü görülmektedir. 1991 yılında meydana gelen azalışın nedeni ise o yıl meydana gelen Körfez savaşıdır. 1989 yılında kamu iç borçlanma faizindeki azalış sonucu reel kurdaki değişim %-25.8 oranında gerçekleşmiştir. Bu değer TL’nin yabancı paralar karşısında değerinin yükseldiğini bize göstermektedir. Ancak, 1994 yılındaki yüksek kamu iç borç faiz oranı, o yıl TL’nin yabancı paralar karşısında aşırı derecede değer kaybetmesine neden olmuştur.

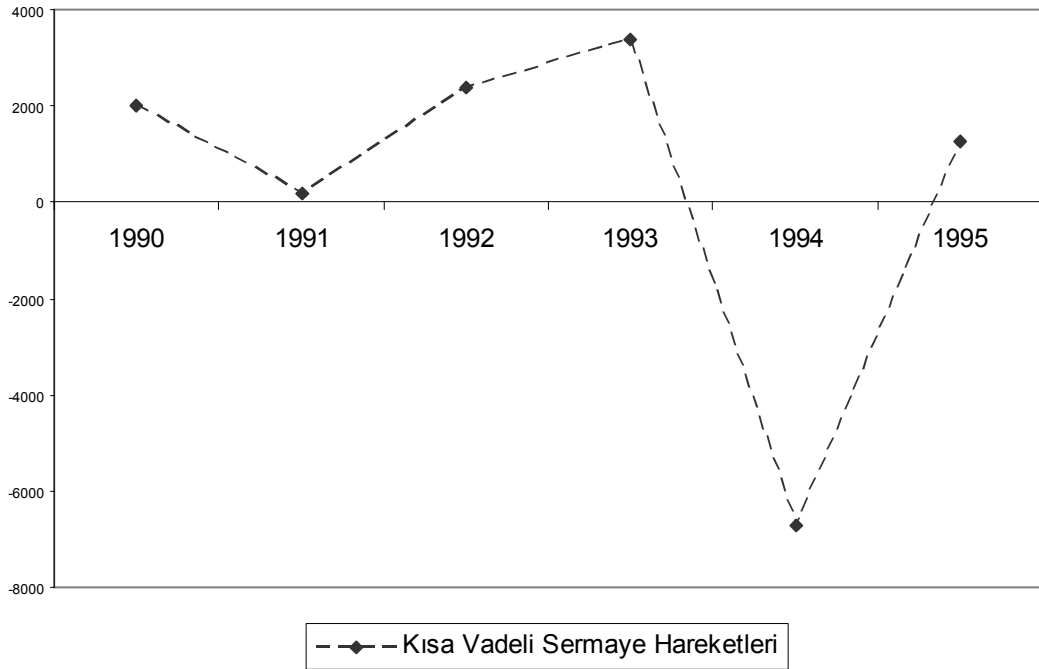
5 Nisan 1994 kararlarının alınmasını gerektiren nedenleri özetlersek<sup>25</sup>;

- Türkiye’de kamu kesiminin gelir-gider dengesi 1989 yılından sonra olumsuz yönde bir gelişim göstermektedir. O yıllarda oluşan açıklar, yapısal ve kurumsal bozukluklardan kaynaklanmaktadır. Vergi politikası o dönemlerde etkin şekilde çalışmamakla birlikte TCMB, kamu kesimi giderlerini iç ve dış borçlanma ile karşılama yoluna gitmiştir. Aynı zamanda, yüksek faiz uygulaması ile birlikte yurtiçi sermaye piyasalarına sıcak para çekilmek istenmiştir(bknz: Grafik 2.12). Grafik 2.12 de görüldüğü gibi 1991 yılından 1993 yılına kadar kısa vadeli sermaye hareketleri hacminde artışlar yaşanmıştır. Ancak 1994 krizinde ise yatırımcıların kar elde etmek amaçlı yapmış oldukları bu yatırım türünde ciddi bir azalışın olduğu görülmektedir. Ödemeler bilânçosu bazı problemlerin olduğuna dair işaretler verse de, sıcak paranın ülkeye girmesi döviz rezervlerinin yüksek gözükmemesine neden olmaktadır.
- Türkiye 1990 yılında başlayan II. Körfez savaşından olumsuz yönde etkilenmiştir. Savaş sonrasında Irak’a ambargo uygulanması, Türkiye’nin Irak ile dış ekonomik ilişkilerinin daralmasına yol açmıştır. Ayrıca, petrol boru hattının devre dışı kalması Türkiye’nin bunun üzerinden sağladığı vergilerin ortadan kalkmasına neden olmuştur. Bunun üzerine, vergi kaybını önlemek için ülkedeki dolaylı ve dolaysız vergiler arttırılmış ancak bu seferde bu durum maliyetlerin yükselmesine yol açmıştır. Savaşın sona ermesi ile ülke içerisinde terör faaliyetlerinde artışlar yaşanmıştır. Bu artışlar sonucu hükümet, bütçedeki askeri ve güvenlik harcamalarının payını arttırmıştır. Bu harcamalar devam eden yıllarda da sürekli artmıştır.

---

<sup>25</sup> Suna Simla Sarpkaya (2007). Türkiye Ekonomisinde 1990’lı Yıllar. <http://www.turklider.org/TR/EditModule.aspx?TabId=1571&mid=12990&ItemId=8321>(12 Kasım 2007).

- Türkiye’de yaşanan erken ve aşırı ölçüdeki serbestleşme de kriz ortamını hazırlayan önemli nedenlerden biridir. 1989 yılında çıkarılan 32 sayılı kanun ile mal piyasası, döviz piyasası ve sermaye hareketlerine serbesti getirilmiştir. Böylece, devletin piyasa müdahalesi ortadan kalkarak piyasada belirleyici faktör makroekonomik değişkenler ve uluslararası mali piyasalardaki fon akımları olmuştur. Daha öncede belirttiğimiz gibi, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve kamu açıklarının artması enflasyonun yükselmesinin nedenidir.



**Grafik 2.12: Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (Milyon dolar)**

Kaynak: Cihan Ö. (2005), Gelişmekte Olan Ülkelere ve Türkiye’ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, s:110.

Bu saydığımız nedenlerden dolayı hükümet oluşan darboğazdan kurtulmak için 5 Nisan 1994 kararlarını almaya karar vermiştir.



#### 2.4.2. 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri

Türkiye’de uzun süredir enflasyon sorununa çözüm bulunamaması, ülkede istikrarsız bir ekonomik yapının oluşmasına, ülkedeki kaynakların dağılımının etkin kullanılmamasına ve ülkede belirsiz bir ortamın oluşmasına neden olduğundan, gelecek ile ilgili yatırım kararlarının alınmasını olumsuz yönde etkilemiştir. Aynı zamanda, 1994 krizi, 1997–1998 yıllarında yaşanan Asya krizlerinin etkisiyle artan reel faiz oranları 1980’ler ve 1990’larda artan kamu açıklarının daha da büyümesine neden olmuştur ve Türkiye’de ekonomi, artan enflasyon ile beraber gittikçe kötüleşmiştir(Ural, 2003:207) .

Türkiye, 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte ithal ikamesine dayalı sanayileşme politikası yerine serbest piyasa ekonomisine dayalı ihracata yönelik sanayileşme politikası benimsemiştir. Ayrıca, 1989 yılında konvertibilite kabul edilerek finansal açıklık iyice belirgin hale gelmiştir. Ancak, Türkiye’de gelişmiş bir altyapının ve yeterli işlem hacmine sahip finansal piyasaların olmayışı zamansız uygulamaya konulan serbestleşme politikalarının hedeflediği amaçlarından sapmalarına neden olmuştur(Şimşek, 2007:53).

Bu sapmalar, özellikle 1990’lı yıllarda Türkiye’nin mali dengesinde istikrarsızlıklar meydana getirmiştir. Bu bağlamda, 1994 krizinin ortaya çıkmasında maliye politikalarının sürdürülemezliği temel rol oynarken, 2001 krizinde ödemeler bilançosu dengesizliğinin rolü görece olarak daha büyük olmuştur(Tiryaki, 2002:16).

2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında meydana gelen krizler finansal nitelikteki krizlerdir. 22 Kasım 2000 de, bankacılık sisteminden kaynaklanan ve tüm mali piyasalarda güveni sarsan bir kriz yaşanmıştır. Bankaların açık pozisyonlarını kapamak istemesi ayrıca kamu ve özel bankaların borçlanma isteği, Türkiye’nin krize gitme eşiğinde olması ve bu nedenle dışarıdan borçlanma faizleri üzerindeki risk primlerinin yükselmeye başlaması, bankaların dışarıdan borçlanmasını zorlaştırmıştır. Bankalar, dışarıdan kaynak bulabilmek için yoğun bir şekilde döviz toplamaya başlamış ve bu durum Türkiye’den yabancı yatırımcıların tasarruflarını hızlıca çekmesine neden olmuştur(Turan, 2005:5).

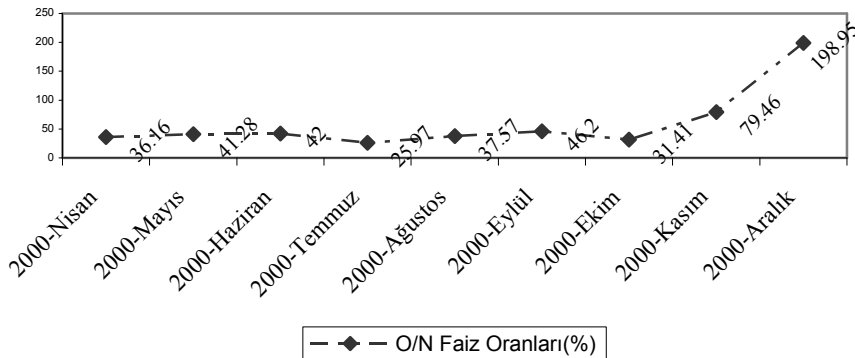
2000 yılının Kasım ayına kadar Türkiye'ye yabancı sermaye girişlerinin olduğu görülmektedir. 2000:Q3 döneminde 2.97 milyar dolar sermaye girişi yaşanırken, krizin ortaya çıktığı 2000:Q4 döneminde sermaye çıkışı yönünde bir eğilim olup o dönemdeki sermaye hareketleri -1.47 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı zamanda, Türkiye'nin dış borç stoku incelendiğinde kriz öncesinde kısa vadeli borçların arttığı görülmektedir. Bu artışta en önemli etken faiz oranlarının yükseltilmiş olmasıdır.

**Tablo 2.6: Türkiye’de Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Borçlar(Milyon Dolar)**

Dönem	Sermaye Hareketleri	Kısa Vadeli Borçlar	Kısa Vadeli Dış Borç/Döviz rezervi
1999:04	2808	23472	1.01
2000:01	3536	24741	1.08
2000:02	4575	25017	1.02
2000:03	2974	26590	1.10
2000:04	-1475	28912	1.47

Kaynak: TCMB.

Uluslararası finans çerçevesinde, kısa vadeli dış borçların döviz rezervine oranının %60 olması bile kritik değer olarak görülürken Türkiye’de bu değer 2000 yılı çeyrek dönemler itibari ile ele alındığında birin üzerinde olduğu görülmektedir (Uygun, 2001:21). Bu değerler bize büyük bir krizin ortaya çıkacağı sinyallerini vermektedir.



**Grafik 2.13: Türkiye’de Gecelik İşlemlere Uygulanan Basit Faiz Oranı(Ağırlıklı Ortalama)**

Kaynak: TCMB.

2000 Kasım ayında bankaların likidite yetersizliği ile başlayan kriz, 19 Şubat 2001 yılında döviz krizine dönüşerek Türkiye’yi ikinci bir krize sürüklemiştir(Doğan ve Özekicioğlu, 2005:155–156). 2001 yılında yaşanan krizin temelinde, cari işlemler açığında meydana gelen yüksek oranlı artışlar yatmaktadır. Aynı zamanda dış borç stokunun giderek artması ve ödemeler bilançosunda meydana gelen açıklar, 2001 Şubat krizinin oluşmasında etkili olan diğer faktörlerdir. 2001 yılı, Cumhuriyet tarihinin en büyük krizi ve 19 Şubatta yapılan devalüasyon nedeniyle 2001 Şubat krizi olarak anılmaktadır. 2001 krizi birinci nesil kriz modelidir. Çünkü birinci nesil model krizler, ülkedeki yanlış makroekonomik politikaların bir sonucu olmakla beraber cari işlemlerdeki artan açık ve rezervlerdeki ciddi azalma ile birlikte öngörülebilmektedir(Karaçor ve Alptekin, 2006:238).

İki krizin, krizlerin habercisi olan makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini incelediğimizde, 1999 yılında %5 küçülen GSYİH’nın, 2000 yılı içerisinde sürekli arttığı ancak 2001 yılının özellikle ikinci çeyreğinde hızla düşerek %-9.6 düzeyinde negatif yönde büyüme olduğu görülmektedir. 2001 yılında ihracatta artışlar olmasına karşın istenen gelişme sağlanamamış, ithalat talebi de aynı yıl içerisinde %24.5 daralma göstermiştir. Bu doğrultuda, 2000 yılının son çeyreğinde ihracatın ithalatı karşılama oranı %57.3 iken, 2001 yılının son çeyreğine gelindiğinde bu oranın %91.5 olduğu görülmektedir.

Krizin mali piyasalardaki en belirgin göstergesi, döviz kurunda meydana gelen hızlı aşınma ve devlet iç borç servis reel faiz oranlarının aniden hızlı bir şekilde yükselmesidir. 2000 yılının ilk çeyreğinde US/TL paritesi %64.6 iken, 2001 yılının son döneminde bu oranın %114.2 ye ulaştığı görülmektedir.

2001 krizinin en önemli nedenlerinden biri olarak söylenen cari işlemler açığı, Şubat 2001 de meydana gelen krizin bir göstergesi olduğunu 2000 yılında gerçekleşen %-4.8 değeri ile bize en iyi şekilde özetlemektedir.

Uluslararası rezervlerde de 2000 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren başlayan ve 2001 yılının üçüncü çeyreğine kadar devam eden bir azalış olmuştur. Ülkenin sahip olduğu uluslararası rezervlerde meydana gelen bozulmalar, o ülkeye yabancı

sermaye yatırımcılarını çekmede problemler yaşatmakta ve ülkeden sermaye çıkışlarına neden olmaktadır. Bu nedenle, kriz dönemlerinde Türkiye'den ciddi boyutlarda sermaye çıkışları olduğu görülmüştür.

Kısacası, 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında ortaya çıkan krizler sonucu Türkiye büyük kayıplar vermiştir. Bu krizlerin en önemli özelliği IMF programının uygulandığı sırada ortaya çıkmasıdır. Bu nedenle Türkiye'de yaşanan bu şoklar ve yarattığı hasarlardan dolayı IMF yi sorumlu tutmak yanlış olmayacaktır. Çünkü ekonomide yaşanan bu olumsuzluklar milli gelir düzeyinde kayıpların oluşmasının yanında IMF'ye borç yükünün ve ülkedeki işsizliğin artmasına, sanayide üretim düşüşlerine ve kapasite kullanım azalışlarına neden olmuştur.(Turan, 2005:7-17).

**Tablo 2.7: Türkiye Ekonomisinin Temel Göstergeleri ve Kriz Yılları**

Temel Makroekonomik Göstergeler	Dönemler							
	2000:I	2000:II	2000:III	2000:IV	2001:I	2001:II	2001:III	2001:IV
Büyüme Oranı(%)	5.5	6.8	7.9	8.4	-0.8	-9.6	-7.4	-10.4
İhracat(milyon dolar)	7582	7977	7775	8333	8174	8837	8783	9310
İthalat(milyon dolar)	-11363	-13957	-14186	-14536	-10244	-9376	-10080	-10179
Dış Ticaret Dengesi(milyon dolar)	-3781	-5980	-6411	-6203	-2070	-539	-1297	-869
İhracat(reel büyüme)	12.1	25.9	24.6	13.7	9.7	8.2	5.9	6.4
İthalat(reel büyüme)	34.9	25.3	23.5	19.6	-14.5	-31	-26.5	-26
İhracatın İthalatı Karşılama Oranı(%)	66.7	57.2	54.8	57.3	79.8	94.3	87.1	91.5
Döviz kuru(Dolar/TL)	60.7	49.5	46.6	28.6	64.6	96.5	116.5	114.2
Devlet İç Borçlanma Servisi Reel Faiz Oranı	-15.8	-9.5	-7.2	6.3	117.5	16.5	7.3	-7.8
Uluslararası Rezervler(milyon dolar)	33726.6	34802.6	35924.7	34159.4	29502.1	29007.4	30087.7	30050.3
Toplam Dış Borç Stoku(milyon dolar)	104684	107643	108381	119697	115606	113068	118488	115074

Kaynak: DPT Temel Göstergeler ve TCMB.

### III. BÖLÜM

## YATIRIM VE TASARRUF ARASINDAKİ İLİŞKİ VE SERMAYE HAREKETLİLİĞİ DERECEİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

### EKONOMETRİK UYGULAMA

Sermaye Hareketliliği derecesini belirleyen çalışmalar ile ilgili literatür taraması verildikten sonra Türkiye'deki sermaye hareketliliği derecesi, Feldstein-Horioka tarafından geliştirilen model çerçevesinde ele alınmış ve yatırım-tasarruf arasındaki ilişki incelenmiştir. Feldstein-Horioka modeline geçmeden önce, bu yaklaşımı temel alan çalışmalarda kullanılan yöntemlere, çalışmada yön vermesi açısından yer verilmiştir. Devam eden bölümde, çalışmada kullanılan ekonometrik yöntemler için teorik bilgilere ve araştırmanın sonucunda elde edilen bulguların yorumlanmasına yer verilmiştir.

#### 3.1 Literatür Çalışması

Sermaye hareketliliği derecesini belirleyen çalışmalardan önce sermaye akımları belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalar ele alınmıştır. Sermaye akımları belirleyicileri üzerinde yapılan çoğu çalışmada, doğrudan yabancı sermaye yatırımları veya toplam net sermaye akımları incelenmiştir. Aynı zamanda, yapılan çalışmaların çoğu makroekonomik belirleyicileri dikkate alırken politik değişkenlerin etkilerini ihmal etmiştir(Ahn, 1997:27–28).

Sermaye akımları belirleyicileri ile ilgili ilk yapılan çalışma Branson(1968)'a aittir. Branson'nun oluşturduğu modelde, bir ülkenin toplam varlıkları içerisindeki yabancı varlıklarının oranı, yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarının bir fonksiyonu olmakla beraber riskin bir ölçümü olarak ele alınmıştır. Branson, sermaye akımlarını; üretim çıktısındaki, ticaretteki ve faiz oranlarındaki değişimler ile bağlantılı bulmuştur.

Kouri ve Porter (1974) yaptığı çalışmasında, açık ekonomide yer alan finansal piyasaların genel denge modelinden, uluslararası net sermaye akımları modelini geliştirmiştir. Burada sermaye akımları, yurtiçi aşırı para talebini ortadan kaldıran bir mekanizma olarak ele alınmıştır. Modelde yer alan açıklayıcı

değişkenler; yurtiçi gelirdeki, cari hesap dengesindeki, yurtiçi para araçlarındaki ve yurtdışı faiz oranındaki değişimlerdir. Modeldeki bu değişkenler para arzını veya talebini etkilemektedir. Sonuç olarak, Kouri ve Porter, gelirdeki değişimlerin sermaye akımlarını açıklamada oldukça önemli olduğunu bulmuştur.

Hodjera (1976), uluslararası sermaye hareketliliği analizi için alternatif yaklaşımlar ele almıştır. İlk yaklaşım, geleneksel kısmi denge analizidir. Bu yaklaşım, portföy seçim modeline dayanmakta ve faiz oranlarını dışsal olarak belirlemektedir. Diğer yaklaşımlar ise, açık ekonominin makroekonomik modeli içerisine finansal akımları dâhil etmektedir. Hodjera, kısmi denge yaklaşımının varlık, talep ve arz fonksiyonlarını ihmal ettiği sonucuna varmıştır(Ahn, 1997:7-8).

Goldstein, Mathieson, ve Lane (1991), uluslararası sermaye akımlarına dikkat çekmiş ve sermaye kontrolleri, faiz oranları, yurtiçi para politikaları, döviz kuru, enflasyon, mali dengesizlikler, ülkelerarası para ve mali politikaların sermaye akımları belirleyicisi olduğunu belirtmiştir.

Seno-Adji (1995) ve Seno-Adji, Holsey ve Willett (1996), sermaye akımlarında makroekonomik ve politik faktörlerin etkilerini 23 gelişmekte olan ülke için analiz etmişlerdir. GSMH, kişi başı GSMH, devlet bütçe açıklarının GSMH ya oranı, IMF kredileri, enflasyon ve döviz kurunun aşırı değerlenmesi gibi makroekonomik değişkenleri anlamlı olarak bulmuşlardır.

Erdal ve Tatoğlu (2002), Türkiye’de dolaysız yabancı sermaye akımlarının bölgesel belirleyicilerini incelemiştir. Türkiye’de elverişli bir altyapının, piyasa büyüklüğünün ve finansal serbestinin bulunmasına karşın istikrarlı bir ekonomisinin ve döviz kurunun bulunmaması nedeniyle ülkeye gelen yabancı sermaye miktarının olabileceğinden daha az olduğu sonucuna varmıştır.

Karagöz (2007), Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları girişini belirleyen faktörleri incelemiştir. DSY’nın, bir önceki döneme ait DSY miktarı ve ticari dışa açıklıktan anlamlı şekilde etkilendiğini bulmuştur.

Berköz ve Türk (2007), Türkiye için yabancı yatırımcıların yer seçimini etkileyen faktörler adlı çalışmasında, illerin nüfus büyümesi, önceki yabancı yatırımlar, altyapı, banka kredilerinin miktarı, yerel pazarın büyüklüğü ve yığın ekonomilerinin etkisinin, yabancı yatırımcıların yer seçimlerinde önemli rol oynadığını belirlemiştir.

Sermaye hareketliliği derecesini belirlemeye yönelik yapılan çalışmalar ise aşağıda verilmektedir:

Feldstein ve Horioka (1980), 16 OECD üye ülkelerini kullanarak yaptığı çalışmada yurtiçi yatırım ve milli tasarruf oranlarının Gayri Safi Yurtiçi Hâsıladaki oranını ele alarak sermaye hareketliliği derecesini incelemiştir. Feldstein-Horioka, yatırımlar üzerinde tasarruf oranlarının etkisini “1” den farklı olarak bulamazken, “0” dan farklı olduğunu ortaya koymuştur. Bu değer, sermayenin ülkelerarasında hareketli olmadığını göstermektedir.

Edwards ve Khan (1985), gelişmekte olan ülkelere Kolombiya(1968–1982) ve Singapur(1976–1983) da sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılması sürecinde faiz oranlarının davranışının analizini incelemiş ve sermaye hareketliliği derecesine yönelik tahminlerde bulunmuştur. Edwards ve Khan, sermaye hareketliliği derecesini, yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına bağlandığı değer olarak tanımlamıştır. Kolombiya ve Singapur için oldukça farklı sermaye hareketliliği derecesi bulmuştur.

Dooley, Michael, Frankel, Jeffrey A. ve Mathieson, Donald J. (1987), Feldstein-Horioka'nın modelini kullanarak yaptıkları çalışmalarında, sanayi ülkelerinde sermaye hareketliliği derecesini geliştirmekte olan ülkelere göre daha yüksek bulmuşlardır.

Lawrence (1988), 115 OECD ülkesi için yapmış olduğu çalışmada tasarruf oranlarının GSYİH'daki oranına ilişkin katsayıyı oldukça düşük bulmuştur.



Wong (1990), yatırım ve tasarruf korelasyonunu ele alarak, 1975–1981 dönemi için sermaye hareketliliği derecesini, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nazaran daha düşük değerde belirlemiştir.

Frankel (1991), Feldstein-Horioka modelini temel alarak yaptığı çalışmada, 1930–1970 yılları arasında Amerika Birleşik Devletlerine ait verileri kullanarak tasarruf tutma katsayısını(saving retention coefficient) “1” den farklı ve anlamsız olarak bulmuştur.

Özmen ve Parmaksız (2003), Fransa’da sabit döviz kuru uygulamasının olduğu dönem ile esnek döviz kuru uygulamasının olduğu dönemi kıyasladığı çalışmada tasarruf tutma katsayısını esnek döviz kuru rejiminin uygulandığı dönem için daha düşük bulmuştur. Bu sonuç, o dönemde Fransa’da sermayenin daha hareketli olduğunu göstermektedir.

Yıldırım (2001), tasarruf tutma katsayısı üzerinde Türkiye’de 1980 yılında uygulanan yapısal reformların etkisini incelemiştir. 1980 sonrasında, tasarruf tutma katsayısını 1980 öncesine göre daha düşük olarak bulmuştur. Bu sonuç, Türkiye’de 1980 yılından sonra uygulanan yapısal reformların sermayeyi daha hareketli hale getirdiğini göstermektedir(Erden, 2005:2).

Kalyoncu (2005), Türkiye’de sermaye hareketliliği derecesinin belirlenmesine yönelik yapmış olduğu çalışmada, Feldstein-Horioka modelini temel alarak Türkiye’de sermaye hareketliliği derecesinin düşük olduğu sonucuna varmıştır.

Erden (2005), Türkiye’de iki yapısal dönüşümü(1982-finansal serbestleşme, 1989-sermaye hesaplarının tamamen serbestleşmesi) dikkate alarak 1962–2002 dönemler için yaptığı çalışmada, sermaye hesaplarının tamamen serbestleştirildiği dönemdeki tasarrufları tutma katsayısını küçük bulması gerekirken “1”e oldukça yakın bulmuştur. Bu sonuç, sermaye hareketliliği derecesini ifade eden tasarruf-yatırım korelasyonunun yorumunu Türkiye örneği için zorlaştırmaktadır.

Bulunan sonuçlara göre, uluslararası sermaye hareketliliği derecesini gösteren yatırım ve tasarruf arasındaki ilişki; ülkeler arasındaki finansal yapı farklılık gösterdiği için ele alınan zamana, uygulanan politikalara ve ülkelere göre değişmektedir. Bunun dışında, kişi başına gelir düzeyi ve örneklem büyüklüğüne göre de farklılık göstermektedir.

### **3.2. Feldstein-Horioka Yaklaşımında Kullanılan Ekonometrik Yöntemler**

Feldstein-Horioka(1980), yaptığı çalışmasında 23 sanayi ülkesi için 1960–1974 yılları arası yatırım ve tasarruf korelasyonunu EKK tahmini ile incelemiştir. Aynı zamanda, Feldstein(1983) ve Feldstein-Bacchetta(1989); Feldstein-Horioka'nın ele aldığı dönemi 1980'lerin sonuna kadar genişleterek EKK tahmini yapmışlardır. Wong(1990), Tesar(1991), Obstfeld(1993) ve Coakley ve diğerleri(1998) birçok ülkede 1980'lerde tasarruf tutma katsayısını EKK tahmini ile oldukça yüksek bulmuşlardır.

Miller(1988), Leachman(1991), Vikoren(1994), Jansen ve Schulze(1993), Bajo-Rubio(1998), Pelagidis ve Mastroiannis(2003), De Vita ve Abbot (2002), Narayan(2005a) ve Narayan(2005b), diğer çalışmaların aksine eşbütünleşme testlerini kullanmışlardır.

Yukarıdaki yaklaşımlar, literatürde yer alan örnek çalışmaları temsil etmektedir. Literatürdeki genel varsayım, yatırım ve tasarruf oranlarının durağan olmadığı ve bu nedenle eşbütünleşme testlerini kullanmanın daha doğru olacağıdır. Bu çalışmada bundan sonraki aşamada, kullanılacak ekonometrik yöntemin belirlenmesi için, yatırım ve tasarruf oranlarının durağanlığının test edilmesinde kullanılan yöntemlerin teorik kısmına değinilmiştir.

### **3.3. Ekonometrik Model ve Yöntem**

Çalışmada, sermaye hareketliliği derecesini belirlemek için Feldstein-Horioka tarafından ortaya konulan ve “Feldstein-Horioka Sorunsalı” olarak adlandırılan, yatırım ve tasarruf arasındaki ilişkiye dayanan model ele alınıp Türkiye'nin sermaye

hareketliliği derecesi incelenmiştir. Literatür incelemelerinde, F-H yaklaşımında kullanılan yatırım ve tasarruf oranlarının durağan olmadığı gözlemlenmiş ve bu nedenle EKK tahminleri yanlış sonuçlar doğuracağından ve iki seri arasındaki uzun dönem ilişkisi ortadan kaldıracığı için zaman serisi analizi tercih edilmiştir. İki seri arasındaki uzun dönemli ilişkiye dayanan ve sermaye hareketliliği derecesini yorumlamamıza izin veren zaman serisi analizlerinden eşbütünleşme testi ele alınıp incelenmiş ve eşbütünleşme testlerinden Sınır testi(ARDL) yaklaşımı kullanılarak çıkan sonuçlar yorumlanmıştır. Bu nedenle, bundan sonraki bölümde serilerin durağanlığının araştırılmasında kullanılan yöntemler ile eşbütünleşme kavramı ve Sınır testi yaklaşımı teorisi ele alınarak açıklanmıştır.

### 3.3.1. Durağanlığın Testinde Kullanılan Yöntemler

Zaman serisi verilerinin çoğu durağan olmayan verilerden oluşmaktadır. Çalışmalarda kullanılan serilerin durağan olmaması yani birim kök içermesi kullanılan yöntem açısından önem taşımaktadır. Zaman serilerinin durağan olması, ortalamasının ve varyansın zaman içerisinde sabit olması ve değişkenlerin iki gecikmeli değerleri alınarak oluşturulan kovaryansının, değişkenler arasındaki gecikmeye bağlı olup, zamana bağlı olmamasını ifade etmektedir. Ancak, zaman serilerinin sabit bir ortalama etrafında dağılmaması veya stokastik sürecin özelliklerinin zamana bağlı olarak değişmesi ile durağan olmayan zaman serileri ortaya çıkmaktadır(Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2005). Durağan olmayan zaman serileri;  $R^2$  değerinin yüksek ve t istatistik değerlerinin anlamlı olduğunu ancak seriler arasındaki ilişkilerin yanlış ve doğruyu yansıtmadığını göstermektedir (Khorchurklang, 2005:142). Durağan ve durağan olmayan zaman serilerini daha iyi anlamak için aşağıdaki model ele alınmıştır.

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

burada, Y değişkeni birinci dereceden otoregresif bir zaman serisini göstermektedir. Modelde yer alan “ $\varepsilon_t$ ” ise beyaz gürültüdür. Bu, hata terimlerinin sıfır ortalama, sabit varyans ve otokorelasyonsuz olduğunu göstermektedir.

Eğer,  $\alpha$  değeri mutlak olarak birden küçük ise ( $|\alpha| < 1$ ), o zaman Y değişkeninin zaman içerisinde izlediği yol durağandır ve sabit ortalama etrafında dalgalanacaktır. Böylece, seri aşağı veya yukarı yönde bir trend göstermeyecektir. Diğer taraftan,  $\alpha$ 'nın mutlak değerinin birden büyük olması ( $|\alpha| > 1$ ), Y değişkeninin zaman içerisinde izlediği yolun durağan olmadığını göstermektedir. Ancak,  $\alpha$  mutlak değer olarak bire eşitse ( $|\alpha| = 1$ ), Y değişkeninin zaman yolu durağan değildir ve birim kök içermektedir (Mezra, 2007:52).

Zaman serisi verilerinin çoğunun durağan olmaması, farklı dönemler için; ortalama, varyans ve kovaryans değerleri ile ilgili yeni bilgiler vermektedir. Bu tür verilerde EKK yönteminin kullanılması, yanlış sonuçlar doğuracağından ve sahte regresyona neden olacağından bu bölümde, serilerin durağanlığının araştırılmasında en çok kullanılan ADF, Phillips-Perron, Ng-Perron ve Zivot-Andrews birim kök testlerine yer verilmiştir.

### 3.3.1.1. ADF Birim Kök Testi

Zaman serilerinin durağanlığının araştırılmasında, Genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF, 1981) birim kök testi çalışmalarda çok sık kullanılmaktadır. Bu test tekniği, birim kök varlığının araştırılması için üç farklı regresyon denkleminin testini önermektedir. Bu denklemler aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Mezra, 2007:52).

$$\Delta Y_t = \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 \Delta Y_{t-1} + \alpha_3 \Delta Y_{t-2} + \dots + \alpha_n \Delta Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 \Delta Y_{t-1} + \alpha_3 \Delta Y_{t-2} + \dots + \alpha_n \Delta Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 t + \alpha_3 \Delta Y_{t-1} + \alpha_4 \Delta Y_{t-2} + \dots + \alpha_n \Delta Y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

Denklem(3.2): Rastgele gezinti (Random Walk) serisini, denklem(3.3): sabit içeren rastgele gezinti serisini ve denklem(3.4): sabit ve trend içeren rastgele gezinti serisini göstermektedir. Aynı zamanda, hata terimleri sıfır ortalama ve sabit varyansa sahiptir ( $\varepsilon_t \sim \text{IIDN}(0, \sigma_\varepsilon^2)$ ).

Burada kritik nokta olarak,  $\alpha_1$  'i içeren sıfır hipotezinin reddedilmesi ile ilgilenilmektedir ( $H_0 : \alpha_1 = 0; H_1 : \alpha_1 \neq 0$ ). Yukarıdaki üç denklemde,  $Y_t$  'nin birinci dereceden farkına ( $\Delta Y_t$ ); sabit terim, zaman trendi ( $t=1, 2, 3, \dots, T$ ),  $Y_t$  'nin bir gecikmeli değeri ve  $\Delta Y_t$  'nin gecikmeli değerleri ile regresyon işlemi uygulanmıştır.  $\Delta Y_t$  'nin gecikmeli değerlerinin modele dahil edilmesi hata terimleri arasında otokorelasyonun olup olmadığının belirlenmesi için önemlidir. Uygun gecikme katsayılarının testinde, otokorelasyon olup olmadığını saptamak için Schwarz Bilgi Kriteri(SIC) veya Akaike Bilgi Kriteri(AIC) kullanılmaktadır.

ADF testi, geciktirilmiş bağımlı değişkenin katsayısı için hesaplanan "t" istatistik hesap değerinin, özel hesaplanmış kritik tablo değeri ile karşılaştırılmasına dayanmaktadır. Eğer hesaplanan t istatistiği, kritik tablo değerinden büyük ise birim kök içerdiğini söyleyen sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuç, seride birim kök olmadığını göstermektedir ve değişkenimizin durağan olduğunu ifade etmektedir. Tam tersi durumunda ise, seri birim kök içereceğinden durağan olmayacaktır(Enders, 1995:70–71; Maddala, 1998:77–79; Greene, 2003:644; Gujarati, 2003:817) .

### 3.3.1.2. Phillips-Perron Birim Kök Testi

Dağılım teorisi, Dickey-Fuller testlerinin; hata terimleri istatistiksel olarak bağımsızdır ve sabit varyansa sabittir varsayımlarını desteklemektedir. Bu yöntem kullanılırken, hata terimleri arasında otokorelasyon olmamasına ve hata terimlerinin sabit varyanslı olmasına dikkat edilmelidir. Phillips(1987), Phillips ve Mezra( 1988) ve Peron(1988) Dickey-Fuller prosedürünü genelleştirerek geliştirmişlerdir. Bu yaklaşım, hataların dağılımına ilişkin daha ılımlı varsayımlara sahiptir. Dickey-Fuller varsayımlarından olan hatalar bağımsızdır ve sabit varyanslıdır ifadelerinin yerine, Phillips-Perron testi; hataların zayıf, bağımlı ve değişen varyansla dağılmasına izin vermektedir(Ozair, 2006:25–26). Phillips-Perron testinin ADF testine göre zayıf yönü, hata teriminde örneklem çarpıklığının görülmesidir. Bu örneklem çarpıklığı giderildiğinde Phillips-Perron Testinin ADF testine göre daha iyi olduğu söylenmektedir(Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2006:246).

Phillips ve Mezra, birim kök süreçlerinin üç farklı türünü göz önünde tutmuştur.

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

$$Y_t = \mu^* + \alpha^* Y_{t-1} + u_t^* \quad (3.6)$$

$$Y_t = \mu^\# + \alpha^\# Y_{t-1} + \beta^\# (t - T/2) + u_t^\# \quad (3.7)$$

burada, T: gözlem sayısını, t: zamanı ve  $u_t$ : hata terimini göstermektedir. Aynı zamanda, hataların beklenen değeri  $E(u_t) = 0$  dır. Ancak, burada yer alan hataların ardışık olarak ilişkisiz veya homojen olması gerekmemektedir.

Phillips-Perron,  $\alpha^\wedge$ ,  $\alpha^*$  ve  $\alpha^\#$ 'nın dağılımlarını geliştirerek test istatistikleri türetmiştir. Böylece, sıfır hipotezi altında  $\alpha^\wedge$ ,  $\alpha^*$  ve  $\alpha^\#$  katsayılarına ilişkin hipotez testleri kullanılabilir. Veriler;

$$Y_t = Y_{t-1} + u_t \quad (3.8)$$

denklemleri aracılığı ile türetilmektedir. Phillips-Perron test istatistikleri Dickey-Fuller test istatistiklerinin değişikliğe uğramış halidir. Phillips-Perron testinde; hata terimlerinin özellikleri daha az sınırlandırılmıştır. Phillips-Perron, test için aşağıdaki altı istatistiği önermektedir(Phillips ve Peron, 1988:335–345):

- $Z(t_{\alpha^\wedge})$  için  $H_0 : \alpha^\wedge = 1$
- $Z(t_{\alpha^*})$  için  $H_0 : \alpha^* = 1$
- $Z(t_{\alpha^\#})$  için  $H_0 : \alpha^\# = 1$
- $Z(\phi_1)$  için  $H_0 : \mu^* = 0$  ve  $\alpha^* = 1$
- $Z(\phi_2)$  için  $H_0 : \mu^\# = 0, \beta^\# = 0$  ve  $\alpha^\# = 1$
- $Z(\phi_3)$  için  $H_0 : \beta^\# = 0$  ve  $\alpha^\# = 1$

İlk üç istatistik, “t” istatistik değerlerini göstermektedir.  $H_0$  hipotezinin kabulünde,  $Z(t_{\alpha^{\wedge}})$  istatistiği; seride birim kök olduğunu,  $Z(t_{\alpha^{\ast}})$  istatistiği; seride sabit içeren birim kök olduğunu,  $Z(t_{\alpha^{\#}})$  istatistiği; seride sabit ve trend içeren birim kök olduğunu ifade etmektedir. Diğer üç istatistik hesabı ise F istatistiğini göstermektedir.  $H_0$  hipotezi kabul edildiğinde,  $Z(\phi_1)$  istatistiği; sabit içermeyen birim kökün varlığını,  $Z(\phi_2)$  istatistiği; sabit ve trend içermeyen birim kökün varlığını ve  $Z(\phi_3)$  istatistiği: trend içermeyen ancak sabit içeren birim kökün varlığını test etmektedir.

### 3.3.1.3. Ng-Perron Birim Kök Testi

Ng ve Mezra(2001), dört tane birim kök test istatistiği önermiş ve bu istatistikler, değişken için seriyi trendden arındıran Genelleştirilmiş En Küçük Kareler test süreci kullanılarak hesaplanmıştır. Aynı zamanda, hesaplanan istatistikler, yaygın olarak kullanılan Dickey-Fuller(DF) ve Phillips-Perron(PP) birim kök istatistiklerine nazaran hatalarda meydana gelen örneklem çarpıklığının üstesinden gelmektedir. Ng ve Mezra tarafından geliştirilen birinci birim kök test istatistiği, eğilim göstermeyen verilere uygulanan GEKK test sürecine göre ERS point optimal istatistiğini hesaplamaktadır(Wickremasinghe, 2006:7–8).

$$MP_T^d = \begin{cases} (\bar{c}_k^2 - \bar{c}T^{-1}(y_T^d)^2) / f_0 & \text{Eğer } x_t = \{1\} \\ (\bar{c}_k^2 + (1 - \bar{c})T^{-1}(y_T^d)^2) / f_0 & \text{Eğer } x_t = \{1, t\} \end{cases} \quad (3.9)$$

burada, ilk değer; seride sadece kesme olduğu durumu, ikinci değer; seride hem kesme hem trendin olduğu durumu göstermektedir. Aynı zamanda:

$$k = \sum_2^T (y_{t-1}^d) / T^2, \quad \bar{c} = \begin{cases} -7 & \text{Eğer } x_t = \{1\} \\ -13.5 & \text{Eğer } x_t = \{1, t\} \end{cases} \quad \text{ifade etmektedir. } y_T^d; \text{değişkenin}$$

Genelleştirilmiş En Küçük Kareler test süreci ile trendden arındırılmış hali ve  $f_0$ : sıfır frekansta spektrumlu hata terimlerinin tahmin edicisidir.

Diğer üç  $MZ_{\alpha}^d, MZ_t^d, MSB^d$  istatistikleri, hatalar arasında negatif bir korelasyon olduğunda, hata terimleri hacmindeki çarpıklığını doğrulayan Phillips-Perron test istatistiklerinin iyileştirilmiş hali olup aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

- $MZ_{\alpha}^d = \left( T^{-1} \left( y_T^d \right)^2 - f_0 \right) / 2k$
- $MZ_t^d = MZ_{\alpha}^d \times MSB^d$
- $MSB^d = (k / f_0)^{1/2}$

burada, k: otoregresif uyarlanmış gecikmeleri göstermektedir.  $MP_T^d$  ve  $MSB^d$  testlerinde boş hipotez; serinin durağan olduğunu gösterirken,  $MZ_t^d$  ve  $MZ_{\alpha}^d$  birim kök testleri ise serinin durağan olmadığını göstermektedir. Aynı zamanda, Ng-Perron, Phillips-Perron testlerini M testleri olarak modifiye ederken, bilgi kriteri Akaike'yi de gecikme katsayısını belirlemek için modifiye ederek bu değeri MAIC olarak tanımlamıştır(Linhares, 2006:83-84).

#### 3.3.1.4. Zivot-Andrews Birim Kök Testi

ADF, DF-GLS ve PP gibi geleneksel birim kök testlerindeki ortak sorun, yapısal kırılma olasılığının hesaba katılmamasıdır. Peron(1989)'da zaman serilerinde, bilinen bir kırılma noktasının serinin durağanlık özelliğini değiştirebileceğini göstermiştir. Aynı zamanda, zaman serileri ile yapılan birçok çalışmada, seride kırılma noktalarının veya bir kırılma noktasının varolması durumunda, seri durağan olmasa bile durağan olarak bulunmuştur(Perry ve Wilson, 2001:6). Zivot ve Andrews, Mezra tarafından oluşturulan testinin farklı bir şeklini önermiş ve kırılma noktasının tam zamanının bilinmediğini varsaymıştır. Zivot ve Andrews, birim kök testi için üç model ele almış ve bu modellerde yapısal kırılmayı içsel olarak belirlemiştir. İlk model(A); serinin ortalamasında tek zamanlı bir değişmeyi, ikinci model(B); trend fonksiyonunun eğiminde meydana gelen tek zamanlı bir değişmeyi ve üçüncü model(C); trend fonksiyonunun eğimi ve ortalamasındaki birlikte tek zamanlı değişmeyi ifade etmektedir. Bu modeller, aşağıdaki regresyon denklemleri ile gösterilmektedir(Waheed ve diğerleri, 2006: 5).



$$\text{Model A: } \Delta y_t = c + \alpha y_{t-1} + \beta t + \gamma DU_t + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.10)$$

$$\text{Model B: } \Delta y_t = c + \alpha y_{t-1} + \beta t + \theta DT_t + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.11)$$

$$\text{Model C: } \Delta y_t = c + \alpha y_{t-1} + \beta t + \lambda DU_t + \theta DT_t + \sum_{j=1}^k d_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.12)$$

burada,  $t = 1, 2, 3, \dots, T$  tahmin dönemini,  $DU_t$ : ortalamada meydana gelen kırılma ve  $DT_t$ : trendde meydana gelen kırılma için kukla değişkeni göstermektedir. Kukla değişkenler aşağıdaki gibi belirlenmektedir.

$$\begin{aligned} \bullet \quad DU_t &= \begin{cases} 1 & \text{Eğer } t > TB \\ 0 & \text{diğer} \end{cases} \\ \bullet \quad DT_t &= \begin{cases} t - TB & \text{Eğer } t > TB \\ 0 & \text{diğer} \end{cases} \end{aligned}$$

burada, TB: kırılma zamanını göstermektedir. Kırılma zamanı üç denklemde de  $\alpha$ 'nın t istatistik değerinin minimize edildiği nokta olarak belirlenmektedir. Kırılma yılı belirlendikten sonra hesaplanan t değeri Zivot-Andrews tarafından hesaplanan kritik tablo değerinden küçük ise, birim kök vardır ifadesini içeren boş hipotez reddedilir (Zivot ve Andrews, 1992:254).

### 3.3.2. Eşbütünleşme Testi

Eşbütünleşme testleri, makroekonomik zaman serisi değişkenleri arasındaki uzun dönemli ilişkiyi tahmin etmek için kullanılmaktadır. Serilerin durağan olmaması ve zaman içerisinde trende sahip olması, o serinin rassal gezinti serisi olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, eşbütünleşme testi uygulamadan önce serilerin durağan olup olmadığının test edilmesi önem taşımaktadır. Bu durum, serileri durağan yapmak için değişkenlerin farklarının alınmasını gerektirebilmektedir. Ayrıca, eşbütünleşme tekniğinin kullanılması; iki değişken arasında kuvvetli uzun dönemli ilişkinin var olup olmadığını belirlemek için önemlidir. Eşbütünleşme

tekniki, zaman serilerinin birbirinden uzak hareket etmemelerini ifade etmektedir. Bu durum, eşbütünleşmiş değişkenler arasındaki uzun dönemli ilişkinin durağan olduğunu belirtmektedir(Mezra, 2007:55). Kısacası, durağan olmayan değişkenlerin lineer kombinasyonu durağan olduğunda, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi var olmaktadır.

Eşbütünleşme testinin kullanılması için iki değişkenin aynı dereceden bütünleşik olması gerekmektedir.  $y_t$  ve  $x_t$  gibi durağan olmayan iki zaman serisi değişkeninin farklı dereceden bütünleşik olması, bu iki değişkenin eşbütünleşik olmadığını ve uzun dönemde birbirinden uzaklaşma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Bu nedenle elde edilen ilişki sahte bir ilişki olacaktır.

$y_t$  ve  $x_t$ 'nin, durağan olmayan zaman serisi değişkenleri ve aynı dereceden bütünleşik olduğu varsayalım. Bu,  $y_t \sim I(1)$  ve  $x_t \sim I(1)$  şeklinde gösterilmektedir. Bu gösterim  $y_t$  ve  $x_t$ 'nin  $CI(1,1)$  olduğunu işaret etmektedir. Eğer, hatalar durağan ise, bu iki serinin eşbütünleşik olduğu söylenebilmektedir. Bu durum,  $u_t \sim I(0)$  olarak gösterilmekte ve  $u_t = y_t - \beta x_t$  dir. Ayrıca,  $\beta$  burada sabit bir değerdir(Dolado ve diğerleri, 1999:5).

Eşbütünleşme testinin nasıl işlediğini görmek için aşağıdaki uzun-dönem regresyon denklemini ele alalım.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + u_t \quad (3.13)$$

burada,  $u_t = Y_t - (\beta_0 + \beta_1 X_t)$  dir. Eğer, hata terimleri zaman içerisinde bir eğilim gösteriyorsa o zaman değişkenler birbiri ile ilişkisizdir yani bu ifade değişkenlerin eşbütünleşik olmadığını belirtmektedir. Ancak, hata terimleri zaman içerisinde sabit ise bu hataların durağan ve  $Y_t$  ve  $X_t$  değişkenleri arasında uzun dönemli doğrusal bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle,  $Y_t$  ve  $X_t$  birinci dereceden durağan  $I(1)$  iken, hata terimi  $u_t$  düzeyde durağan  $I(0)$  dir. Bu durum,  $Y_t$  ve

$X_t$  'nin bütünleşik olduğunu ve  $\beta_1$  'in uzun dönem parametresi olduğunu ifade etmektedir.

Şimdi,  $Y_t, X_t$  ve  $Z_t$  değişkenleri ve  $\beta_0, \beta_1$  ve  $\beta_2$  gibi uzun dönem vektörlerini içeren uzun-dönem regresyon denklemini ele alalım.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \beta_2 Z_t + u_t \quad (3.14)$$

Üç değişken arasında uzun dönem denge ilişkisinin var olup olmadığını test etmek ve yukarıdaki regresyon denklemini tahmin etmek için aşağıdaki adımlar izlenmektedir:

1. Denklem(3.14)'ü EKK ile tahmin ederek hataları elde edelim. Üç değişkenin de birinci farkı alındıktan sonra durağan hale geldiğini varsayalım. Bu durum bize, üç değişkenin birinci dereceden durağan  $I(1)$  olduğunu göstermektedir.
2. Daha sonra elde edilen hatalar üzerine ADF testi uygulanmalıdır. Eğer boş hipotez ( $H_0$  : hatalar durağan değildir) reddedilirse, hatalar durağandır ve değişkenler ( $Y_t, X_t, Z_t$ ) eşbütünleşiktir olduğuna karar verilmektedir.

Hataların denklemi aşağıdaki biçimde formüle edilmektedir.

$$\Delta u_t = \alpha_1 u_{t-1} + \alpha_2 \Delta u_{t-1} + \alpha_3 \Delta u_{t-2} + \dots + \alpha_{j+1} \Delta u_{t-j} + e_t \quad (3.15)$$

burada,  $u_{t-1}$  : hatanın bir gecikmeli değerini ifade etmektedir. Denkleminde yer alan  $\Delta u_{t-1}, \Delta u_{t-2}, \dots, \Delta u_{t-j}$  ise  $\Delta u_t$  'nin gecikme değerlerini göstermektedir.

Denkelem(3.15)'te  $\alpha_1$  katsayısının mutlak değeri için t istatistik değeri karşılaştırılmaktadır. Eğer hesaplanan t istatistik değeri kritik değerden büyük ise boş hipotez reddedilmektedir ( $H_0$  :  $u_{t-1}$  birim köke sahiptir veya değişkenler eşbütünleşik değildir). Bu sonuç, değişkenlerimizin eşbütünleşik olduğunu göstermektedir. Ancak,

boş hipotezi reddedemezsek değişkenlerimizin eşbütünleşik olmadığı sonucuna varılabilmektedir.

Eşbütünleşme testleri ve eşbütünleşme testlerinin işleyişi ele alındıktan sonra eşbütünleşme testlerinden olan ve çalışmada modellerin incelenmesinde kullanılan ARDL testi açıklanmıştır.

Zaman serileri değişkenleri arasındaki uzun dönem eşbütünleşme ilişkisinin varlığını test etmek için birçok metod bulunmaktadır. En yaygın olarak kullanılan Engle ve Granger(1987) testi, Johansen ve Johansen-Juselius'a dayanan maximum likelihood testi ve Phillips ve Hansen'nin(1990) değişikliğe uğrayan En Küçük Kareler Yöntemi(EKK) işlemidir. Tüm bu metodlar, sistemdeki değişkenlerin düzeyde durağan olmayıp aynı dereceden bütünleşik olmasını gerektirmektedir. Bu problemlerden ötürü, son zamanlarda geliştirilen eşbütünleşmeye ARDL (Autoregressive distributed lag) modeli yaklaşımı oldukça popüler hale gelmiştir.

ARDL modeli yaklaşımı, başlangıçta Pesaran ve Shin(1999) tarafından ele alınmış daha sonra Pesaran ve arkadaşlarının(2001) yaptıkları çalışmalar sonucu geliştirilmiştir. Bu yaklaşım diğer eşbütünleşme metodlarıyla karşılaştırıldığında birçok avantajlara sahiptir. Temel avantajı, elimizdeki serilerin I(0), I(1) veya parçalı bütünleşik olup olmadığına bakmaksızın uygulanabilir olmasıdır(Pesaran ve Pesaran 1997). Bu yaklaşımın diğer bir avantajı ise, küçük örneklerde sağlam ve etkin sonuçlar ile birlikte uzun dönem katsayılarının tutarlı ve yansız olmasını sağlamasıdır. Ayrıca, dinamik hata düzeltme modeli(ECM) ARDL'den elde edilebilmekte ve böylece kısa dönem dinamikleri ile uzun dönem dengesi, uzun dönem bilgisini kaybetmeden bütünleşebilmektedir.

### **ARDL(Autoregressive Distributed Lag) Modeli Gösterimi**

ARDL modelini aşağıdaki gibi yazabiliriz(Mallick ve Agarwal, 2005:12):

$$\Phi(L,p)y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i(L,q_i)x_{it} + u_t \quad (3.16)$$

Burada;

$$\Phi(L,p) = 1 - \Phi_1 L^1 - \Phi_2 L^2 + \dots - \Phi_p L^p$$

$$\beta_i(L,q_i) = \beta_0 L^0 + \beta_{i1} L^1 + \beta_{i2} L^2 + \dots + \beta_{iq} L^q, \quad i=1,2,\dots,k,$$

olarak gösterilir. Aynı zamanda,  $\alpha_0$  sabit katsayı;  $Y_T$  bağımlı değişken;  $X_T$  açıklayıcı değişken ve  $L$  gecikme operatörüdür.

$$y_t = \mu + \sum_{i=1}^k \beta_i x_{it} + \varepsilon_t \quad (3.17)$$

Uzun dönem ilişkiyi veren katsayıların tahmini için, denklemi aşağıdaki gibi yazabiliriz.

$$\hat{\mu} = \frac{\alpha_0}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_p)} \quad (3.18)$$

$$\hat{\beta}_i = \frac{\beta_{i0} + \beta_{i1} + \beta_{i2} + \dots + \beta_{iq}}{1 - (\Phi_1 + \Phi_2 + \dots + \Phi_q)}, \quad i=1,2,\dots,K \quad (3.19)$$

Değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkiyi ortaya koyan hata düzeltme denklemi aşağıdaki şekilde yazılabilir.

$$\begin{aligned} \Delta Y_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{i1} \Delta X_{it} - \sum_{i=1}^{\hat{p}-1} \Phi_{i1} \Delta y_{t-j} - \sum_{i=1}^k \sum_{j=1}^{\hat{q}-1} \beta_{ij} \Delta X_{it-j} \\ &= -\Phi(1, \hat{p}) ECM_{t-1} + u_t \end{aligned} \quad (3.20)$$

$$ECM_{t-1} = y_t - \sum_{i=1}^k \hat{\beta}_i \Delta X_{it} \quad (3.21)$$

$ECM_{t-1}$ , hata düzeltme terimidir. Burada hata düzeltme terimi katsayısı  $\Phi(1,\hat{\rho})$  uzun döneme doğru uyarlama hızını göstermektedir. Bu ARDL modeli gösterimi ayrıca herhangi çokdeğişkenli örnekler için genelleştirilebilmektedir.

### **3.4. Veri Seti ve Bulgular**

Bu bölümde, çalışmada kullanılan veri seti ve modelden elde edilen sonuçlara yer verilmiştir. Aynı zamanda, modelde yer alan değişkenlerin nasıl elde edildiği ve çalışmanın kapsadığı dönemler ile uygulamanın bölümünde izlenen yol detaylı olarak ele alınmıştır.

#### **3.4.1. Veri Seti**

Çalışmada ele alınan değişkenler, oluşturulan ve ekonometrik model olarak temel alınan Feldstein-Horioka sorunsalına uygun bir biçimde Türkiye'nin yurtiçi tasarruf oranları ile yurtiçi yatırım oranlarını kapsamaktadır. Değişkenler için 1962 yılı ile 2007 yılı zaman aralığı ele alınmıştır. Yurtiçi tasarruf oranları, Türkiye'nin 1962–2007 yılları arasında yapmış olduğu tasarruflarının GSYİH değerine bölünmesi ile oluşturulmuştur. Feldstein-Horioka yaptığı çalışmasında tasarrufların kamu veya özel olarak ayrılmasının sonuçları etkilemediğini ancak bağımlı değişken olarak ele alınan yatırımların kamu ve özel yatırımlar şeklinde ayrılmasının sonuçları değiştirdiğini ve elde edilen tasarruf tutma katsayısının daha yüksek olduğunu belirlemiştir. Bu nedenle çalışmada kullanılan yurtiçi yatırım oranları, ilk olarak sabit sermaye yatırımları olarak ele alınıp incelenmiştir. Aynı zamanda, sermaye hareketliliği üzerinde kamu yatırımlarının bir etkisinin olmaması nedeniyle özel yatırım değerlerinin GSYİH değerine bölünmesi ile oluşturulan bağımlı değişken modele alınarak sermaye hareketliliği derecesi yorumlanmıştır. Değişkenler doğal logaritmaları alınarak modele dahil edilmiştir. Ayrıca çalışmada, 1962–2007 yılları arasında sermaye hareketliliği derecesinin incelenmesinin yanı sıra, özellikle 1989 yılından sonra Türkiye'de yaşanan tam finansal serbestleşmenin etkisini görebilmek için 1962–2007 yılları arası, 1962–1988 ve 1989–2007 yılları şeklinde iki döneme ayrılmıştır. Böylece, finansal serbestleşmenin sermaye hareketliliği derecesinde

meydana getirdiği değişimin etkisi de incelenmiştir. Mevcut veriler, Devlet Planlama Teşkilatı “Ekonomik ve Sosyal Göstergeler” ve Türkiye İstatistik Kurumu veri tabanından derlenerek oluşturulmuştur.

### 3.4.2. Bulgular

Yurtiçi tasarruf oranları ile yurtiçi yatırımlar arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını incelemeye önce, modelde yer alan iki serinin birim kök içerip içermediği araştırılmıştır. Engle ve Granger(1987) yılında, serilerin düzeylerinde durağan olmamaları durumunda klasik regresyondan elde edilecek olan katsayıların geçersiz olacağını göstermişlerdir. En küçük kareler yöntemi durağan olmayan serilere uygulandığında iki seri arasındaki uzun dönemli ilişki ortadan kaybolmakta ve iki seri arasındaki ilişkinin yanlış olduğu ve doğruyu yansıtmadığı görülmektedir. Bu doğrultuda, modelde yer alan iki seri arasındaki ilişkinin belirlenmesinde En küçük kareler yöntemi uygulamanın uygun olmadığını göstermek için yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırım oranlarına birim kök testleri uygulanmıştır.

Birim kök testleri sonuçları Tablo 3 ve 3.1’de yer almaktadır. ADF, PP ve Ng-Perron testlerine göre değişkenler düzeyde durağan değildirler. Ancak, değişkenlerin birinci farkı alındığında durağan oldukları gözlenebilmektedir. Bu nedenle, bu iki seri arasındaki ilişkinin klasik regresyon analizi ile incelenmesi sahte regresyon problemini meydana getireceğinden, elde edilen sonuçların yorumlanması geçersiz olacaktır. Tablo 3.1’de ise birim kök testi sınamasında yapısal kırılma durumunun dikkate alındığı Zivot-Andrews birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Seride yapısal kırılma olması durumunda bu yapısal kırılmayı dikkate almadan yapılan birim kök testinde serinin durağan olmama ihtimalinin yüksek olduğu belirtilmektedir. Kırılma dikkate alındığında durağan olmayan bir serinin aslında durağan olduğu görülmektedir. Zivot-Andrews birim kök testi de seride meydana gelen yapısal kırılmayı dikkate alarak birim kökün varlığını incelemektedir. Bu test sonuçlarına göre, değişkenlerin her üç modelinde de hesaplanan t değerleri, kritik tablo değerinden daha negatif olmadığı için bu sonuçlar yapısal kırılmanın meydana geldiği yılda birim kök içerdiğini göstermektedir. Elde edilen Zivot-Andrews testi sonuçları ADF, PP ve Ng-Perron testi sonuçlarını desteklemektedir. Bu durumda,

modelde yer alan yurtiçi tasarruf oranları ve yurtiçi yatırım oranları serileri birinci farklarının alınması sonucu durağan hale geldikleri için birinci dereceden bütünleşik seriler olup I(1) ile gösterilmektedir.

**Tablo 3: ADF, PP ve Ng-Perron Birim Kök Testi Sonuçları**

	Düzyey		Birinci Fark	
	Sabit	Sabit-Trend	Sabit	Sabit-Trend
<b>ADF</b>				
S	-3.083 (0)*	-2.823 (0)	-5.676(0)**	-5.707(0)**
I	-2.454(0)	-2.255(0)	-5.719(0)**	-5.713(0)**
LogS	-3.384(0)*	-3.064(0)	-5.480(1)**	-5.560(1)**
LogI	-2.495(0)	-2.460(1)	-5.671(0)**	-5.672(0)**
<b>PP</b>				
S	-3.124(4)*	-2.848(5)	-6.224(16)**	-7.492(20)**
I	-2.543(1)	-2.375(1)	-5.687(3)**	-5.651(4)**
LogS	-3.433(3)*	-3.120(5)	-6.193(23)**	-7.308(29)**
LogI	-2.567(1)	-2.363(1)	-5.672(2)**	-5.642(3)**
<b>Ng-Perron</b>				
S	-4.045(0)	-6.859(0)	-18.283(0)**	-21.370(0)*
I	-3.735(0)	-6.267(0)	-22.637(0)**	-22.596(0)*
LogS	-3.141(0)	-5.859(0)	-14.444(0)**	-19.712(0)*
LogI	-3.062(0)	-5.596(0)	-22.464(0)**	-22.557(0)*

**Not:** ADF testi için kritik değerler 0.05 ve 0.01 düzeylerinde sabit için sırasıyla -2.89 ve -3.51, sabit-trend için sırasıyla -3.46 ve -4.08'dir. PP testi için kritik değerler 0.05 ve 0.01 düzeylerinde sabit için sırasıyla -2.92 ve -3.58, sabit-trend için sırasıyla -3.51 ve -4.17'dir. Ng-Perron testi için kritik değerler 0.05 ve 0.01 düzeylerinde sabit için sırasıyla -8.10 ve -13.80, sabit-trend için sırasıyla -17.30 ve -23.80'dir. Parantez içindeki değerler Schwarz gecikme kriterine göre gecikme değerleridir. \* ve \*\* simgeleri sırasıyla 0.05 ve 0.01 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedirler.

Yıllar itibari ile eğer tek zamanlı bir yapısal kırılma mevcut ise serilerimizin sahte birim kök içermesi aslında durağan olan serimizin durağan olmadığına görülmesine neden olmaktadır. Bu yüzden, ADF, PP ve Ng-Perron birim kök testi sonuçlarının desteklemek ve yapısal kırılma durumunda bile serilerimizin durağan olmayıp aynı dereceden bütünleşik olduğunu göstermek için Zivot-Andrews birim kök testi uygulanmıştır.



**Tablo 3.1: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları**

Değişkenler	Model	Kırılma Dönemi	Min. T ist.
I	A	1998	-3.347(0)
	B	1970	-2.773(0)
	C	2001	-2.993 (0)
LogI	A	1998	-3.244(0)
	B	1969	-2.844(0)
	C	2001	-2.987(0)
S	A	1985	-4.613 (1)
	B	1995	-3.475 (1)
	C	1986	-4.796 (1)
LogS	A	1985	-4.722(1)
	B	1995	-3.513(1)
	C	1985	-4.699(1)

**Not:** Zivot-Andrews için kritik değerler model A için: 1% -5.34, 5%: -4.80, model B için: 1% -4.93, 5% -4.42, model C için: 1% -5.57, 5% -5.08'dir. Model A, B ve C sırasıyla kesmeli, eğimli ve hem kesmeli hem de eğimli modeli ifade etmektedirler. Parantez içindeki değerler modelde kullanılan gecikme sayısını ifade etmektedir.\*\* simgesi %5 anlamlılık düzeyinde sıfır hipotezinin reddedildiğini göstermektedir.

Tek kırılma yılını dikkate alarak birim kökün olup olmadığını inceleyen Zivot-Andrews birim kök testi sonuçları; kırılmanın meydana geldiği 1998, 1970 ve 2001 yıllarında elde edilen t istatistikleri kritik tablo değerinden daha küçük olduğundan serinin birim kök içerdiğini ve yatırım oranı değişkeninin birinci dereceden eşbütünleşik bir seri olduğunu göstermektedir<sup>26</sup>.

Tasarruf oranı değişkeninin ise sabit, trend ve hem sabit hem trend içerdiği durumlar aşağıda incelenmiştir. Bu sonuçlara göre, 1985, 1995 ve 1986 yıllarında kırılmanın olduğu görülmektedir. Kırılma yıllarında elde edilen t istatistikleri kritik tablo değerinden küçük olduğu için modelde yer alan Tasarruf oranı bağımsız değişkeninin de durağan olmadığı ve birim kök içerdiği belirlenmiştir. Bu nedenle, tasarruf oranı serisine de birinci dereceden eşbütünleşik seri denmektedir<sup>27</sup>.

Ayrıca, yurtiçi yatırım ve yurtiçi tasarruf oranları değişkenlerinin doğal logaritması alındıktan sonra elde edilen Zivot-Andrews birim kök testi sonuçlarında; yurtiçi yatırım oranlarında trend içeren modeldeki kırılma yılı 1969 olarak, yurtiçi

<sup>26</sup> Bknz: EK1

<sup>27</sup> Bknz: EK2

tasarruf oranlarında ise hem trend hem sabit içeren modeldeki kırılma yılı 1985 olarak belirlenmiştir<sup>28</sup>.

Birim kök testi sonuçlarına göre, değişkenler birinci düzeyde durağan olduklarından yani düzeyde durağan olmayıp birim kök içerdikleri için EKK yöntemi yerine, değişkenlerin I(0), I(1) yada parçalı bütünleşik olup olmadığını dikkate almayan ARDL yöntemi uygulanmıştır. Değişkenlerin eşbütünleşik olup olmadığı belirlendikten sonra elde edilen sonuç doğrultusunda hem uzun dönem hem kısa dönem ilişkileri incelenmiştir. Elde edilen uzun dönem katsayıları iki seri arasındaki ilişki için yorumlanırken, kısa dönem katsayılarından elde edilen hata düzeltme katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini göstermektedir. Bu nedenle, ilk olarak değişkenlerin eşbütünleşik olup olmadığını belirleyen denklem aşağıda verilmektedir.

$$\Delta \text{Log}i_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta \text{Log}i_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta \text{Log}s_{t-i} + a_3 \text{Log}i_{t-1} + a_4 \text{Log}s_{t-1} + u_t \quad (3.22)$$

Yukarıdaki denklemde eşbütünleşme ilişkisi, ( $H_0: a_3 = a_4 = 0$ ) hipotezinin test edilmesiyle yapılmaktadır. Herhangi bir anlamlılık düzeyi için hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001) çalışmasında verilen alt ve üst değerlerin dışında kaldığında değişkenlerin bütünleşme derecelerini hesaba katmaksızın kesin bir yorum yapılabilmektedir. F istatistiğinin değerinin üst kritik değer üzerinde olması seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğunu, altında olması ise seriler arasında eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını göstermektedir. F istatistiğinin alt ve üst kritik değerlerin arasına düşmesi halinde ise kesin bir yorum yapılamamakta, bu durumda serilerin bütünleşme derecelerini hesaba katan diğer yöntemlere başvurulması zorunlu olmaktadır.

---

<sup>28</sup> Bknz: EK3

**Tablo 3.2: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

m	SIC	$\chi_{BG}^2$
<b>1</b>	<b>-3.781</b>	<b>0.855</b>
2	-3.654	0.471
3	-3.441	0.902
4	-3.349	1.126
5	-3.132	1.967
6	-2.957	1.874
7	-2.717	3.130
8	-2.539	0.665

Not m, (42) numaralı denklemdeki gecikme sayısıdır.  $\chi_{BG}^2$  Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde hata terimi arasında ardışık bağımlılığı göstermektedir.

Tablo 3.2’de yer alan sonuçlara göre en küçük SIC kriterine sahip ve %10, %5 ve %1 için ardışık bağımlılık olmayan gecikme sayısı “1” olarak belirlenmiştir. Bu nedenle sınır testi “1” gecikmeli model için yapılarak değişkenler arasında eşbütünlük ilişkisinin olup olmadığı incelenmiştir.

**Tablo 3.3: Sınır Testinde Hesaplanan F İstatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması**

k	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
1	6.901	4.94	5.73

Not k, (42) numaralı denklemdeki bağımsız değişken sayı sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001:300)’deki Tablo C1(iii)’ten alınmıştır.

Tablo 3.3’te elde edilen F istatistiği Pesaran ve diğerleri tarafından önerilen kritik tablo değerinden büyük olduğu için yurtiçi yatırım ve yurtiçi tasarruf oranları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkisi aşağıda yer almaktadır.

$$\text{Log}i = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \text{Log}i_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \text{Log}s_{t-i} + u_t \quad (3.23)$$

İlk önce belirlenen en büyük gecikme uzunluğu üzerinden yurtiçi yatırım oranlarının sadece kendi gecikmeli değerlerine göre regresyon gerçekleştirilir ve en küçük AIC veya SIC değerine sahip olan gecikme sayısı seçilmektedir. Daha sonra bağımlı değişkenin seçilen gecikme katsayısı sabit tutulup yurtiçi tasarruf oranları değişkeni modele ilave edilerek olası tüm gecikmeleri ile regresyon modelleri oluşturulmakta ve en küçük AIC veya SIC değeri dikkate alınarak yurtiçi tasarruf oranı değişkenin gecikme sayısı belirlenmektedir.

**Tablo 3.4: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	0.0109	0.0935
LogI(-1)	0.7215	9.8061
LogS	0.2789	3.1562
$R^2 = 0.788, \bar{R}^2 = 0.778, DW = 1.727$		

Tablo 3.4'te elde edilen uzun dönem katsayılarına göre tasarruf tutma katsayısının Türkiye için 0.278 olduğu belirlenmiştir. Feldstein-Horioka (1980) bu katsayının "1" den farklı ve "0" yakın çıkması durumunda o ülkedeki sermayenin hareketli olduğunu ifade etmektedir. Bu değer sifıra yakın çıkmakla beraber "1" den istatistiksel açıdan farklı olup olmadığı da test edilmiştir<sup>29</sup>. Bu sonuca göre Türkiye'nin 1962–2007 yılları arasında sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu aynı zamanda Türkiye ekonomisindeki yurtiçi tasarruf oranlarının %10 artması durumunda, yurtiçi yatırım oranlarının %2.7 arttığı görülmektedir. Burada önemli olan nokta, Türkiye'de yapılan yurtiçi yatırımların bir gecikmeli değerinin bir sonraki dönemde yapılan yurtiçi yatırımları önemli derecede etkilemekte olduğudur. Önceki dönem yatırımlarında meydana gelen %10'luk bir artışın %7.2 olarak yeniden yatırım olarak değerlendirildiği belirlenmiştir. Ayrıca parametrelerin uzun dönemde istikrarlı bir yapı gösterip göstermediğine bakıldığında<sup>30</sup>, parametrelerin uzun dönemde istikrarlı bir yapıda olduğu görülmektedir. Uzun dönem ilişkiye ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.5'te gösterilmektedir.

<sup>29</sup> Bknz: EK4

<sup>30</sup> Bknz: EK5

**Tablo 3.5: Uzun Dönem İlişkinine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	2.452 (0.293)	JB
Ardışık Bağımlılık	1.086 (0.581)	LM
Farklı Varyanslılık	1.913 (0.751)	Ki-kare

Uzun dönem ilişkisinin belirlenmesinden sonra değişkenler arasındaki kısa dönem ilişkisi ise ARDL yaklaşımına dayalı hata düzeltme modeli ile araştırılmıştır. Kısa dönem ilişki modeli aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\Delta \text{Log}i_t = a_0 + a_1 EC_{t-1} + \sum_{i=1}^m a_{2i} \Delta \text{Log}i_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{3i} \Delta \text{Log}s_{t-i} + u_t \quad (3.24)$$

$EC_{t-1}$  değişkeni denklem (3.24)'den elde edilen hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değeridir. Bu değişkenin katsayısı kısa dönemdeki dengesizliğin ne kadarının uzun dönemde düzeltileceğini gösterir. Bu katsayının işaretinin negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olması beklenmektedir.

**Tablo 3.6: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	-0.0005	-0.1241
$\Delta \text{Log}I(-1)$	0.7792	3.1880
$\Delta \text{Log}S$	0.3054	2.5032
$ECT(-1)$	-0.9302	-3.1844
$R^2 = 0.305, \bar{R}^2 = 0.253, DW = 1.833$		

Tablo 3.6'da elde edilen kısa dönem katsayılarına göre, uzun dönemden elde edilen hata terimlerinin bir gecikmeli değerinin beklentiler doğrultusunda negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Bu değer, ele alınan dönemde dengeden herhangi bir sapmanın, gelecek dönem için düzeltildiğini göstermektedir. Bir şokun ilk yılda %93 gibi oldukça yüksek bir hızla dengeye yaklaştığını

söylemektedir. Tasarruf tutma katsayısı 0.30 olup, yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek %10'luk bir artış yurtiçi yatırım oranlarında %3 oranında bir artış sağlamaktadır. Bu değer uzun dönem katsayısına göre gerilemesine karşın istatistiksel açıdan 1'den farklı<sup>31</sup> ve sifıra yakın olması nedeniyle sermayenin hareketli olduğu söylenebilmektedir. Önceki dönemin yatırım oranlarında meydana gelecek %10'luk bir artışın bir sonraki dönem yatırım oranlarında %7.7'lik bir artış sağladığı belirlenmiştir. Kısa dönem parametrelerin istikrarlık testleri<sup>32</sup> incelendiğinde parametrelerin istikrarlı olduğu ve sapma göstermediği görülmektedir. Aynı zamanda, kısa döneme ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.7'de verilmektedir.

**Tablo 3.7: Kısa Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	2.447 (0.294)	JB
Ardışık Bağımlılık	4.177 (0.123)	LM
Farklı Varyanslılık	3.022 (0.806)	Ki-kare

Krizlerin önemsenmediği durumda Türkiye'de sermayenin hareketli olduğu ve yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek artışın yurtiçi yatırımları önemli ölçüde arttırdığı görülmektedir. Ancak, krizlerin etkisinin dikkate alınması durumunda bu artış değerinde gerileme olması beklenmektedir. Türkiye'de yaşanan 1994 ve 2001 krizlerinin etkisi hem ortalama hem trend kırılma durumuna göre ayrı ayrı ve birlikte dikkate alınarak incelenmiş ancak elde edilen sonuçlarda sadece 2001 yılı ortalamasında meydana gelen kırılmanın anlamlı olduğu görülmüştür. Bu nedenle, Türkiye'de yaşanan 2001 yılı krizinin etkisi modele kukla değişken olarak dahil edilip sermaye hareketliliği derecesi yeniden incelenmiştir.

<sup>31</sup> Bknz: EK6

<sup>32</sup> Bknz: EK7

**Tablo 3.8: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

m	SIC	$\chi_{BG}^2$
<b>1</b>	<b>-3.882</b>	<b>2.339</b>
2	-3.769	7.530**
3	-3.573	9.464*
4	-3.482	9.643*
5	-3.287	8.790**
6	-3.120	11.461*
7	-2.891	7.950**
8	-2.689	7.260**

Not: m, (45) numaralı denklemdaki gecikme sayısıdır.  $\chi_{BG}^2$  Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde hata terimi arasında ardışık bağımlılığı göstermektedir.

Tablo 3.8’de yer alan sonuçlara göre değişkenlerin gecikme uzunluğu “1” olarak belirlenmiştir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesinden sonra uzun dönemli bir ilişkinin varlığının test edilmesini belirleyen model denklem (3.25)’te verilmektedir.

$$\Delta \text{Log}i_t = a_0 + \sum_{i=1}^m a_{1i} \Delta \text{Log}i_{t-i} + \sum_{i=0}^m a_{2i} \Delta \text{logs}_{t-i} + a_3 \text{Log}i_{t-1} + a_4 \text{Logs}_{t-1} + a_5 \text{Kukla01}_t + u_t \quad (3.25)$$

Yukarıdaki denklemde eşbütünleşme ilişkisi, ( $H_0: a_3 = a_4 = a_5 = 0$ ) hipotezinin test edilmesiyle belirlenmektedir. Buna göre uzun dönem ilişkisinin testine ilişkin sonuçlar Tablo 3.9’da gösterilmektedir.

**Tablo 3.9: Sınır Testinde Hesaplanan F İstatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması**

k	F İstatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
1	7.948	4.94	5.73

Not: k, (45) numaralı denklemdeki bağımsız değişken sayı sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001:300)'deki Tablo C1(iii)'ten alınmıştır.

Değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığının belirlenmesinden sonra hesaplanan uzun dönem katsayılarına ilişkin sonuçlar Tablo 3.10'da verilmektedir.

**Tablo 3.10: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t İstatistiği
Sabit	0.0267	0.2375
LogI(-1)	0.7429	10.3684
LogS	0.2458	2.8364
Kukla01	-0.0625	-2.0586
$R^2 = 0.808, \bar{R}^2 = 0.794, DW = 1.840$		

Tablo 3.10'da yer alan sonuçlar Türkiye'de sermayenin hareketli olduğunu ifade etmektedir. Bu değer, 2001 krizinin dikkate alınmadığı durumda elde edilen sonuca göre daha düşük olarak belirlenmektedir. Ancak, Türkiye ekonomisindeki yurtiçi tasarruf oranında meydana gelen %10'luk bir artış yurtiçi yatırım oranlarında %2.4'lük bir artış sağlamaktadır. Bu değer, kriz döneminin etkisinin olmadığı duruma göre daha düşüktür. Bu sonuç beklentiler doğrultusunda gerçekleşmektedir. Çünkü kriz dönemlerinde, tasarrufların artmasına rağmen yatırımların azalması beklenilmektedir. Kriz yılına ilişkin oluşturulan kukla değişkeninin negatif işaretli olarak çıkması beklentilerimizi doğrulamaktadır. Aynı zamanda, tasarruf tutma katsayısının "1" den istatistiksel açıdan farklı olduğu belirlenmektedir<sup>33</sup>. Bir önceki analizde olduğu gibi, burada da bir önceki döneme ilişkin yatırımların bir sonraki

<sup>33</sup> Bknz: EK8



döneme olan getirisinin yüksek olduğu görülmektedir. Bir önceki dönemi kapsayan yurtiçi yatırım oranlarında meydana gelecek %10'luk bir artış bir sonraki dönemin yatırımlarında %7.4'lük bir artış sağlamaktadır. Ayrıca, uzun dönem parametrelerinin istikrarlık testlerinde elde edilen sonuçlar, parametrelerin 1962–2007 yılları arasında istikrarlı olduğunu göstermektedir<sup>34</sup>. Uzun dönem katsayılarına ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.11'de yer almaktadır.

**Tablo 3.11: Uzun Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	2.328 (0.312)	JB
Ardışık Bağımlılık	3.521 (0.171)	LM
Farklı Varyanslılık	2.128 (0.831)	Ki-kare

Uzun dönem ilişkisinden elde edilen hata teriminin bir gecikmeli değerinin modele eklenmesi ile oluşturulan kısa dönem katsayılarına ilişkin sonuçlar ise Tablo 3.12'de gösterilmektedir.

**Tablo 3.12: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	0.0011	0.2672
$\Delta \text{LogI}(-1)$	0.7071	3.4635
$\Delta \text{LogS}$	0.3181	2.8005
Kukla01	-0.0643	-2.1924
Hata(-1)	-0.8964	-3.4659
$R^2 = 0.420, \bar{R}^2 = 0.361, DW = 1.945$		

Hata teriminin bir gecikmeli değerinin negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Bu değer, bir şokun ilk yılda %89 gibi oldukça yüksek bir hızla dengeye yaklaştığını söylemektedir. Yurtiçi tasarruf oranlarında meydana

<sup>34</sup> Bknz: EK9

gelecek %10'luk bir artış, yurtiçi yatırım oranlarını %3.1 oranında arttırmaktadır. Bu değer istatistiksel açıdan birden farklıdır<sup>35</sup>. Aynı zamanda, yurtiçi yatırım oranlarının bir gecikmeli değerinde meydana gelecek %10'luk bir artış ise bir sonraki dönemin yatırımlarının %7 oranında artmasını sağlamaktadır. Bu sonuç, bir önceki dönemden elde edilen yatırım karlarının bir sonraki dönemde yatırım yapmada ne derece önemli olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda, kısa döneme ilişkin istikrarlılık testlerinin sonuçları parametrelerin istikrarlı bir yapıya sahip olduğunu söylemektedir<sup>36</sup>. Kısa döneme ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.13'te verilmektedir.

**Tablo 3.13: Kısa Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	1.969 (0.373)	JB
Ardışık Bağımlılık	2.639 (0.267)	LM
Farklı Varyanslılık	5.867 (0.555)	Ki-kare

Bir sonraki adımda özel yatırım oranları, tasarruf tutma katsayısındaki değişimi belirlemek üzere bağımlı değişken olarak ele alınarak ARDL modeli oluşturulmaktadır. Özel yatırım oranının, uygulanan birim kök testleri sonucu birinci dereceden bütünleşik seri olduğu belirlenmiştir. Aynı zamanda, 2001 yılı krizinin etkisi de göz ardı edilmeyerek modele dahil edilmiştir. Daha sonraki aşamada ise, uzun ve kısa dönemli ilişkinin varlığı incelenerek modelin geçerliliği test edilmektedir.

<sup>35</sup> Bknz: EK10

<sup>36</sup> Bknz: EK11

**Tablo 3.14: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

m	SIC	$\chi_{BG}^2$
<b>1</b>	<b>-3.412</b>	<b>0.760</b>
2	-3.246	1.730
3	-3.072	2.069
4	-3.082	2.794
5	-3.016	9.609*
6	-2.974	10.758*
7	-2.830	9.625*
8	-2.664	5.857***

Not: m, (45) numaralı denklemdeki gecikme sayısıdır.  $\chi_{BG}^2$  Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde hata terimi arasında ardışık bağımlılığı göstermektedir.

Gecikme uzunluğunun “1” olarak belirlenmesinden sonra Pesaran ve diğerleri tarafından oluşturulan kritik tablo değeri ile karşılaştırmak üzere F istatistiği hesaplanmaktadır. Hesaplanan F istatistiği eğer kritik tablo değerinden büyükse uzun dönemli ilişkinin varlığından söz edilebilmektedir.

**Tablo 3.15: Sınır Testinde Hesaplanan F istatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması**

k	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
1	9.466	4.94	5.73

Not: k, (45) numaralı denklemdeki bağımsız değişken sayı sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001:300)'deki Tablo CI(iii)'ten alınmıştır.

Uzun dönemli ilişkinin varlığının tespitinden sonra Tablo 3.16'da hesaplanan uzun dönem katsayılarına ilişkin sonuçlar bulunmaktadır.

**Tablo 3.16: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	-0.266	-2.0078
LogI(-1)	0.7760	11.1607
LogS	0.4090	3.8539
Kukla01	-0.0747	-1.9471
$R^2 = 0.826, \bar{R}^2 = 0.813, DW = 1.906$		

Tablo 3.16'daki sonuçlara göre, özel yatırım oranlarının bağımlı değişken olarak kullanılması durumunda tasarruf tutma katsayısının yükseldiği görülmekte ancak istatistiksel olarak "1"den farklı olduğu için sermayenin hareketli olduğu söylenebilmektedir<sup>37</sup>. Burada en önemli nokta, Türkiye ekonomisinde yurtiçi tasarruf oranlarında %10'luk meydana gelen bir artışın, %4 oranında özel yatırım oranlarını arttırmasıdır. 2001 yılında meydana gelen krizin negatif bir etki yarattığı ve tasarruf tutma katsayısını azalttığı görülmektedir. Bu sonuç, beklentiler doğrultusunda olup kriz dönemlerinde tasarrufların yatırıma dönüşme oranının düştüğünü desteklemektedir. Aynı zamanda, özel yatırım oranlarının bir gecikmeli değerinde meydana gelecek %10'luk bir artışın bir sonraki döneme ilişkin özel yatırım oranını %7.7 arttırdığı belirlenmektedir. Uzun döneme ilişkin istikrarlık testlerine bakıldığında<sup>38</sup>, parametrelerin istikrarlı bir yapıya sahip olduğu gözlenmektedir. Uzun dönem modelinin geçerliliğine ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.17'de yer almaktadır.

**Tablo 3.17: Uzun Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	1.688 (0.429)	JB
Ardışık Bağımlılık	0.373 (0.829)	LM
Farklı Varyanslılık	3.364 (0.644)	Ki-kare

<sup>37</sup> Bknz: EK12

<sup>38</sup> Bknz: EK13

Hata terimlerinin bir gecikmeli değerinin modele dahil edilmesiyle oluşturulan kısa dönem katsayıları Tablo 3.18’de verilmektedir.

**Tablo 3.18: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	0.0015	0.2802
$\Delta \text{LogI}(-1)$	0.8236	4.2399
$\Delta \text{LogS}$	0.3861	2.6569
Kukla01	-0.0768	-2.0513
Hata(-1)	-1.0123	-3.9703
$R^2 = 0.450, \bar{R}^2 = 0.393, DW = 1.952$		

Hata teriminin bir gecikmeli değerinin negatif ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. Ancak bu değerin 1’den büyük olması, Narayan ve Smyth (2006)’in yılında yapmış oldukları çalışmalarında ifade ettikleri gibi sistemin uzun dönemde dalgalanarak dengeye geldiğini göstermektedir. Bu dalgalanma, her seferinde azalarak uzun dönemde dengeye dönüşü sağlayacaktır. Kısa dönem tasarruf tutma katsayısının 0.3861 olduğu görülmekte ve bu değerin “1”den istatistiksel açıdan farklı olması<sup>39</sup> sermayenin hareketli olduğunu ifade etmektedir.

2001 yılı krizinin tasarruf tutma katsayısı üzerinde negatif etki yarattığı ve kriz döneminde yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek %10’luk bir artışın yurtiçi yatırım oranlarını %0.7 oranında düşürdüğü belirlenmektedir. Aynı zamanda, kısa döneme ilişkin istikrarlık test sonuçları<sup>40</sup>, parametrelerinin istikrarlı bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir. Kısa dönem modelinin geçerliliğine ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.19’da yer almaktadır.

<sup>39</sup> Bknz: EK14

<sup>40</sup> Bknz: EK15

**Tablo 3.19: Kısa Dönem İlişkinde İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	1.775 (0.411)	JB
Ardışık Bağımlılık	0.606 (0.737)	LM
Farklı Varyanslılık	9.795 (0.200)	Ki-kare

Sabit sermaye yatırımları ve özel yatırımların tasarruf tutma katsayısı üzerindeki etkisinin incelenmesinden sonra Türkiye’de 1989 yılında gerçekleşen finansal serbestleşmenin sermaye hareketliliği derecesi üzerindeki etkisini belirlemek amacıyla çalışmada ele alınan 1962–2007 yılları arası dönem, 1962–1988 ve 1989–2007 olarak iki yeni döneme ayrılmıştır. İlk olarak, 1962–1988 yılları arasında sermaye hareketliliği derecesi incelenmekte ve daha sonra 1989–2007 yıllarını kapsayan dönem ele alınmaktadır.

**Tablo 3.20: Sınır Testi İçin Gecikme Sayısının Belirlenmesi**

m	SIC	$\chi_{BG}^2$
<b>1</b>	<b>-3.995</b>	<b>2.309</b>
2	-3.838	1.053
3	-3.507	3.178
4	-3.317	1.600

Not: m, (45) numaralı denklemdeki gecikme sayısıdır.  $\chi_{BG}^2$  Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması istatistiğidir. \*, \*\* ve \*\*\* işaretleri, sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde hata terimi arasında ardışık bağımlılığı göstermektedir.

Gecikme uzunluğunun “1” olarak belirlenmesinden sonra uzun dönem ilişkisinin varlığının test edilmesi için F değeri hesaplanmıştır.

**Tablo 3.21: Sınır Testinde Hesaplanan F İstatistiğinin Kritik Tablo Değeri İle Karşılaştırılması**

k	F İstatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
1	5.825	4.94	5.73

Not: k, (45) numaralı denklemdaki bağımsız değişken sayı sayısıdır. Kritik değerler Pesaran vd. (2001:300)'deki Tablo CI(iii)'ten alınmıştır.

F İstatistiği kritik tablo değerinde büyük olduğu için 1962–1988 yılları arasında yurtiçi yatırım oranları ile yurtiçi tasarruf oranları arasında uzun dönemli bir ilişki bulunmaktadır. Uzun döneme ilişkin katsayı tahminleri Tablo 3.22’de gösterilmektedir.

**Tablo 3.22: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Uzun Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t İstatistiği
Sabit	-0.1239	-1.0094
LogI(-1)	0.7689	10.0828
LogS	0.3379	4.0478
$R^2 = 0.872, \bar{R}^2 = 0.860, DW = 2.244$		

1962–1988 yıllarını kapsayan dönemde Türkiye’de tasarruf tutma katsayısı 0.3379 olarak hesaplanmıştır. Bu değer istatistiksel açıdan “1”den farklı olduğu görülmektedir<sup>41</sup>. Bu durum, o dönemlerde 1962–2007 yıllarına göre katsayıda gerileme olmasına karşılık sermayenin hareketli olduğunun bir göstergesidir. Yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek %10’luk bir artış yurtiçi yatırım oranlarını %3.3 oranında arttıracaktır. Ayrıca, bir önceki dönemde yapılan yurtiçi yatırımların bir sonraki dönemde yapılacak olan yurtiçi yatırımları önemli derecede etkilediği görülmektedir. Bir önceki dönemde yurtiçi yatırımlarda meydana gelecek %10’luk bir artış bir sonraki dönemin yatırımlarını %7.6 oranında arttırmaktadır. Uzun döneme ilişkin istikrarlılık test sonuçları<sup>42</sup> ise parametrelerin istikrarlı bir yapı göstermediğini belirtmektedir. Özellikle 1970’lerin sonları ve 1980 yılında band

<sup>41</sup> Bknz: EK16

<sup>42</sup> Bknz: EK17

dışına sapmaların olduğu görülmektedir. Burada, 1970’li yılların sonlarında meydana gelen krizlerin ve 24 Ocak 1980 kararlarının etkisinin olduğu söylenebilmektedir. Uzun dönem modelinin geçerliliğine ilişkin Diagnostik istatistikler Tablo 3.23’te verilmektedir.

**Tablo 3.23: Uzun Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	0.961 (0.618)	JB
Ardışık Bağımlılık	1.284 (0.525)	LM
Farklı Varyanslılık	0.908 (0.923)	Ki-kare

Uzun dönem modelinden elde edilen hata teriminin bir gecikmeli değerinin modele dahil edilmesi ile oluşturulan kısa dönem modeli tahmini Tablo 3.24’te yer almaktadır.

**Tablo 3.24: ARDL(1,0) ve Hesaplanan Kısa Dönem Katsayıları**

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği
Sabit	-0.0008	-0.1484
$\Delta \text{LogI}(-1)$	0.6704	2.8505
$\Delta \text{LogS}$	0.3989	2.9037
Hata(-1)	-1.0607	-3.3226
$R^2 = 0.504, \bar{R}^2 = 0.433, DW = 1.676$		

Modelde yeralan hata teriminin bir gecikmeli değeri istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif işaretlidir. Bu değer, sistemin uzun dönemde dalgalanarak dengeye geldiğini göstermektedir. Tasarruf tutma katsayısı 0.39 olarak hesaplanmıştır. Tasarruf tutma katsayısı istatistiksel açıdan “1”den farklı olduğu<sup>43</sup> için sermayenin hareketli olduğu söylenebilmektedir. Yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek %10’luk bir artış, yurtiçi yatırım oranlarını yaklaşık %4

<sup>43</sup> Bknz: EK18



arttırmaktadır. Kısa dönemde parametrelerin istikrarlılık testleri incelendiğinde<sup>44</sup>, parametrelerin istikrarlı bir yapı gösterdiği söylenebilmektedir. Kısa dönem modelinin geçerliliğine ilişkin Diagnostik sonuçlar Tablo 3.25’te gösterilmektedir.

**Tablo 3.25: Kısa Dönem İlişisine İlişkin Diagnostik Test Sonuçları**

	Test İstatistikleri (Olasılık Değerleri)	Kullanılan Testler
Normallik Varsayımı	0.375 (0.829)	JB
Ardışık Bağımlılık	3.449 (0.178)	LM
Farklı Varyanslılık	4.124 (0.659)	Ki-kare

1989–2007 yılları arasını kapsayan dönem ele alındığında ise yurtiçi yatırım oranları ve yurtiçi tasarruf oranları arasında herhangi bir kointegre(uzun dönem ilişkisi) ilişkinin olmadığı görülmüştür<sup>45</sup>. Bu sonuç, yurtiçi yatırımların bir bölümünün yurtiçi tasarruflardan ziyade dış tasarruflar ile finanse edildiğini gösterebilir. Bu nedenle, yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar birbirinden uzaklaşabilmekte ve bağımsız hareket edebilmektedir.

<sup>44</sup> Bknz: EK19

<sup>45</sup> Bknz: EK20

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Uluslararası sermaye hareketleri makroekonomik dalgalanmaların önemli bir kaynağı haline gelmiş ve Türkiye’de özellikle 1980’li yıllardan sonra başlayan finansal serbestleşme ve bu serbestleşmenin bir sonucu olarak gittikçe artan uluslararası sermaye hareketlerinin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri yoğun bir şekilde tartışılmaya başlanmıştır. Türkiye’de 1980’li yıllarda başlayan ve 1990’lı yıllarda tamamlanan finansal serbestleşme süreci ile birlikte toplam tasarrufları arttırmak suretiyle hızlı bir iktisadi kalkınmanın sağlanması amaçlanmaktaydı. Ancak, finansal piyasaların yüksek maliyetli ve kısa vadeli bir yapıya sahip olması amaçların hedeflerden uzaklaşmasına ve yurtiçi kaynakların reel ekonomi yerine daha yüksek reel getiri elde etmek amacıyla finansal piyasalara kaymasına neden olmuştur. Türkiye’de özellikle son yıllarda kamu kesim kaynaklı tasarruf açığı yerini özel kesim kaynaklı tasarruf açığına bırakmış ve giderek kötüleşen özel kesim kaynaklı tasarruf açığının kamu kesim kaynaklı tasarruflar tarafından karşılanamaması Türkiye’yi dış kaynak aramaya itmiştir. Bu nedenle, Türkiye’deki sermaye hareketliliği derecesinin bilinmesi ve aynı zamanda yurtiçi yatırımların yurtiçi tasarruflar tarafından mı yoksa dış tasarruflar tarafından mı finanse edildiği sorusu önem kazanmaktadır. Bu doğrultuda, Türkiye’de sermaye hareketliliği derecesi incelenmiş ve yurtiçi yatırımların iç veya dış özel tasarruflar tarafından mı finanse edildiği araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde uluslararası sermaye hareketleri türleri ve gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye’ye yönelik gerçekleşen sermaye hareketlerinin boyutlarına yer verilmiştir. Aynı zamanda, çeşitli makroekonomik ve politik faktörlerin de ülkelere yönelik yapılan sermaye hareketlerinde önemli etkilere sahip olduğu görülmüştür. Kriz yıllarının finansal piyasalarda yer alan aktörlerin kararlarında önemli bir rol oynaması nedeniyle 1997–1998 Doğu Asya krizleri ile 2001–2002 Arjantin krizleri ve ayrıca Türkiye’de yaşanan 1994 krizi ile 2000 Şubat ve 2001 Kasım krizleri ayrıntılı bir biçimde ele alınmıştır. Takip eden alt bölümlerde, sermaye hareketliliği derecesini belirlemek için kullanılan yaklaşımlara yer verilerek özellikle çalışmanın da temelini oluşturan Feldstein-Horioka yöntemi ayrıntılı bir biçimde anlatılmıştır.

Türkiye'nin sermaye hareketliliği derecesini belirlemek için Feldstein-Horioka (1980) tarafından önerilen, yatırım ve tasarruf arasındaki korelasyonu temel alan model kullanılmıştır. Literatürde yer alan eski çalışmalarda Feldstein-Horioka modeline çeşitli yaklaşımlar uygulandığı ancak bu yaklaşımlar içerisinde EKK yönteminin kullanılması sonucu elde edilen sonuçların geçerli ve güvenilir tahminler olmadığı görülmektedir. Modelde yer alan yurtiçi tasarruf oranları ile yurtiçi yatırım oranları değişkenlerinin ortalaması ve varyansının zaman içerisinde değişmesi iki serinin durağan olmayıp birim köke sahip olduğunu göstermektedir. Bu nedenle iki serinin uzun dönemde eşbütünleşik olup olmadığı zaman serisi analizi kullanılarak araştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, iki seri arasında uzun dönemde pozitif bir ilişkinin olduğu ve Türkiye'de yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelecek artışın yurtiçi yatırım oranlarını arttırdığı belirlenmiştir. Feldstein-Horioka çerçevesinde ele alınan model, Türkiye'de sermaye hareketliliği derecesinin yüksek olduğu ve Feldstein-Horioka'nın da söylediği gibi, tasarruflarda meydana gelen artış oranı yatırımlarda aynı oranda artış meydana getirmiyorsa o ülkede sermayenin hareketli olduğunu söyleyen tasarruf tutma katsayısının yapılan testler ile istatistiksel olarak "1"den farklı olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın bulguları, Türkiye'de yatırım ve tasarrufun birlikte hareketinin zayıf olduğu yönündedir. Aynı zamanda, yapılan testlerde yurtiçi yatırım oranları ile yurtiçi tasarruf oranları arasında herhangi bir nedensellik ilişkisinin olmadığı belirlenmiştir. Bu sonuç, Türkiye'de yurtiçi sermaye piyasalarının açık yani ekonominin açık ve sermayenin hareketli olduğu yönünde yorumlanabilmektedir.

Sermaye hareketliliği derecesini belirlenmek için yapılan araştırmalar sonucu elde edilen bulgular; Türkiye ekonomisinde bir önceki yılda yapılan yatırımların bir sonraki yılda yapılacak olan yatırımları, yurtiçi tasarruflardan daha fazla etkilediğini göstermektedir. Ayrıca, özel yatırım oranlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelden elde edilen bulgular, Türkiye'de yurtiçi tasarrufların özel yatırımlara olan katkısının önemli olduğuna dikkat çekmektedir. Özellikle 2005, 2006 ve 2007 olmak üzere, son üç yıla bakıldığında, özel yatırım oranlarının toplam yatırımlar içerisindeki paylarının %78.8, %78.4 ve %78.5 olduğu görülmektedir. Bu sonuç,

elde ettiğimiz sonuçlar ile paralellik göstermekle beraber özel yatırım oranlarında meydana gelen artışı doğrulamaktadır.

Bir ülkede tüketicilerin yatırım ve tasarruf kararlarını etkileyen çeşitli faktörler bulunmaktadır. Yatırım ve tasarruf arasındaki ilişki o ülkenin sermaye hareketliliği derecesini yansıttığı için, ülkelere yönelik sermaye hareketlerinde o ülkede yaşanan krizler önemli bir etkiye sahiptir. Türkiye’de özellikle 1994 ile 2001 yılları arasında yaşanan finansal krizler, sermaye hareketlerini önemli ölçüde etkilemiş ve ülkedeki makroekonomik dengelerin bozulmasına neden olmuştur. Özellikle kriz yıllarında, Türkiye’den sermaye çıkışlarının yaşandığı görülmektedir. Piyasadaki aktörlerin bu dönemlerde zarar etmemek ve daha fazla kar elde etmek amacıyla mevcut yatırımlarını ülke dışına çıkararak değerlendirme istekleri sermaye hesaplarında yaşanan çıkışların da nedenini açıklamaktadır. Çalışmada elde edilen bulgular, Türkiye’de 2001 yılında yaşanan döviz krizinin yurtiçi yatırım oranlarını azaltıcı etki yaptığını göstermektedir.

Finansal serbestleşmenin ülkelere yönelik sermaye hareketleri üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Türkiye ekonomisinde, finansal serbestleşme 24 Ocak 1980 yılından itibaren başlamış ancak tam finansal serbestleşme 1989 yılında çıkarılan “32 Sayılı Karar”la gerçekleşmiştir. Faiz oranlarının serbest bırakılması, döviz kurlarının piyasada serbest olarak belirlenmesi gibi etkenlere dayanan finansal serbestleşme süreci, 1989 yılına kadar yurtiçi tasarruf oranlarının artmasına katkı sağlamıştır. Ancak, finansal serbestleşme sürecine yönelik yapılan iki önemli eleştirilerden birisi, zamanlama diğeri ise serbestleşme ile uygulanan iktisadi politikaların uyumu konusudur. Türkiye’nin ekonomide bir istikrar sağlamadan finansal serbestleşme sürecine geçmesi, bir takım sorunların da ortaya çıkmasına neden olmuş ve bu sorunlar o dönemde uygulanan iktisadi politikalarında finansal serbestleşme süreci ile ortak hareket etmediğini ve bununla birlikte serbestleşmenin getireceği başarıyı da önemli ölçüde etkilediğini göstermektedir.

Finansal serbestleşme ile birlikte Türkiye'ye yönelik sermaye girişlerinde önemli artışların olduğu ve bu artış çoğunluğunun portföy ve kısa vadeli yatırımlar tarafından gerçekleştiği görülmektedir. Bunun en büyük nedenlerinden birisi de, o dönemde uygulanan iktisadi politikaların “kısa vadecilik” anlayışını yerleştirmiş olmasıdır.

1962–1988 yıllarını kapsayan dönem için yapılan analizden elde edilen bulgular, Türkiye'de sermayenin hareketli olduğunu ve yurtiçi tasarruf oranlarında meydana gelen artışın yurtiçi yatırım oranlarını arttırdığını göstermektedir. 1980 yılında başlayan finansal serbestleşme çabalarının Türkiye ekonomisindeki tasarruf oranlarını arttırması ve artan tasarruf oranlarının daha fazla kar elde etmek için yatırım olarak değerlendirilmesi, elde edilen sonuçlar ile paralellik göstermektedir. Ancak, 1989–2007 yıllarını kapsayan dönem ele alındığında yatırım ve tasarrufların uzun dönemli bir ilişkiye sahip olmadığı belirlenmiştir. 1989 yılından sonra, Türkiye'deki yatırımların büyük bir kısmının yurtiçi tasarruflardan ziyade dış tasarruflar ile finanse edildiği söylenebilmektedir. Bu durum, Türkiye'de milli tasarruflar ile yatırımlar arasındaki ilişkinin birbirinden uzaklaşarak bağımsız hareket etmesinin bir göstergesi olarak görülebilmektedir. Bu nedenle, Türkiye'de uygulanan iktisadi politikaların sermaye hareketleri üzerine getirilen serbesti ile uyumlu olması ve aynı zamanda, Türkiye'de ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması, bununla beraber ekonomik ve siyasi politikadaki tutarlılık ve süreklilikte önem kazanmaktadır.

Türkiye'de finansal serbesti, yatırım ve tasarruf arasındaki ilişkinin ekonomi teorisinde öngörülenden farklı bir boyutta olmasına yol açmaktadır. Buna karşın, finansal krizlerin ekonomide milli gelir artışı üzerindeki etkisinin neden büyük ve şiddetli olduğu sorusunun cevaplanması gereklidir. Bulgularımıza göre Türkiye'de yatırım ve tasarruf arasındaki ilişki azalmaktadır. Özellikle 1989 yılından sonra bu iki seri arasında bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Nedensellik ilişkileri tasarruflardan, yatırımlara doğru şeklindedir. Bu durum, finansal etkilere bağlı olarak ortaya çıkabilecek talep dalgalanmalarına daha şiddetli bir etki yaratacağının önemli bir göstergesi olabilmektedir.

## KAYNAKLAR

### Kitaplar

Bayoumi, T. (1997). Financial Integration and Real Activity, The University Of Michigan Press.

Branson, William H. (1968). Financial Capital Flows In The U.S Balance Of Payments. Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Demirci, N. (2005). Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye, Ankara.

Enders W. (1995). Applied Econometric Time Series, Wiley, First Edition, New Jersey.

Gujurati, D.N. (2003). Basic Econometrics, New York: McGraw-Hill.

Greene, W.H. (2003). Econometric Analysis. Fifth Edition, Prentice-Hall.

Karluk, Rıdvan (2002). Türkiye Ekonomisi; Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Değişim, 7. Baskı, Beta Yayın, İstanbul.

Kibritçioğlu, Aykut (1996). Uluslararası (Makro) İktisat, Ankara.

Klein, Lawrence R. ve Shabbir, Tayyeb (2006). Recent Financial Crisis; Analysis, Challenges And Implications, Edward Elgar Publishing.

Maddala G. S. ve Kim, In-Moo (2003). Unit Roots Cointegration and Structural Change, Cambridge University Press.

Sevüktekin Mustafa, Nargeleçekenler Mehmet (2005). Zaman Serileri Analizi, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara.

Seyidoğlu, Halil (1993). Uluslararası İktisat, Teori Politika ve Uygulama. İstanbul: Güzem Yayınları, 9. Baskı.

Seyidoğlu Halil (1999). Uluslararası İktisat, Beta Yayınları, İstanbul.

The Central Bank Of The Republic Of Turkey (2002). The Impact Of Globalization On The Turkish Economy, Banknote Printing Plant Department, Ankara.

### **Makaleler ve Bildiriler**

Amer, Rashid (2003). Financial Liberalization And Capital Structure Dynamics In Developing Countries: Evidence From Emerging Markets Of South East Asia, ABS Finance Working Paper, No: 01.

Amornthum, Somchai (2003). Two Decades Feldstein-Horioka Puzzle: Has The Puzzle Been Solved Yet, *International Monetary Economics*, (1–21).

Athukorala, Prema-Chandra (2003). Foreign Direct Investment In Crisis And Recovery: Lessons From The 1997–1998 Asian Crisis, *Australian Economic History Review*, 43, 2, (198–213).

Bajo-Rubio, Oscar (1998). The Saving-Investment Correlation Revisited: The Case Of Spain, 1964–1994, *Applied Economics Letters*, 5, (769–772).

Baxter, Marianne ve Crucini, Mario J. (1993). Explaining Saving-Investment Correlations, *The American Economic Review*, 83, 3, (416–436).

Berköz, Lale ve Türk, Şevkiye Şence (2007). Yabancı Yatırımların Yerleşimini Etkileyen Faktörler: Türkiye Örneği, *İTÜ Dergisi*, 6, 2, (59–72).

Binay, Şükrü ve Kunter, Kürşat (1998). Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980–1997, TCMB, Tartışma Tebliği No:9803, Aralık.

Blecker, Robert A. (1997). Policy Implications Of The International Saving-Investment Correlation. *The Macroeconomics Of Finance, Saving And Investment* (173–229). University Of Michigan Pres.

Blundell-Wignall, Adrian ve Browne, Frank (1991). Increasing Financial Market Integration, Real Exchange Rates and Macroeconomic Adjustment, OECD Economics Department Working Papers, 96, (1–68).

Buffie, Edward F. (1982). Financial Repression, The New Structuralists And Stabilization Policy In Semi-Industrialized Economies, *Journal Of Development Economics*, 14, (305–322).

Bustelo, Pablo (2000). Novelties Of Financial Crises In The 1990s And The Search Of New Indicators, *Emerging Markets Review*, 1, (229–251).

Bustelo, Pablo (2004). Capital Flows And Financial Crises: A Comparative Analysis Of East Asia(1997–98) And Argentina(2001–02), Compuhnse University Of Madrid, Faculty Of Economics, Working Paper, 017, (1–29).

Calvo, Guillermo A., Izquierdo, A., Talvi, E. (2003). Sudden Stops, The Real Exchange Rate, And Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons, National BUREAU Of Economic Research, NBER Workin Paper, 9828, (1–49).

Cavoli, T., Rajan, Ramkishen S., Siregar, R. (2004). A Survey Of Financial Integration In East Asia; How Far? How Much Further To Go?, Centre For International Economic Studies, Discussion Paper, 0401, (1-46).

Chung, S. Y., Crowder, W.J. (2001). Why Are Real Interest Rates Not Equalized Internationally?, *Southern Economic Journal*, (1-21).

Coakley, J., Kulasi, F., Smith, R. (1996). Current Account Solvency And Feldstein-Horioka Puzzle, *The Economic Journal*, 106, 436, (620–627).



Coakley, J., Kulasi, F., Smith, R. (1998). The Feldstein-Horioka Puzzle And Capital Mobility: A Review, *International Journal Of Finance And Economics*, 3, (169–188).

Cooray, Arusha (2002). Financial Deregulation In Sri Lanka: Implications For Capital Mobility, Macquarie University, Research Paper, 0205, (1–26).

Cömert, Faruk (1998). Yabancı Sermayenin Dünü, Bugünü ve Geleceği, *Hazine Dergisi*, 12, (1–25).

De Vita, Glauco ve Abbottt, Andrew (2002). Are Saving And Investment Cointegrated? An ARDL Bounds Testing Approach, *Economic Letters*, 77, (293–299).

Delice, Güven (2003). Finansal Krizler: Teorik Ve Tarihsel Bir Perspektif, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (57–81).

Demir, Osman ve Üzümcü, Adem (2001). Türkiye’de Yaşanan Ara Rejimlerin Ekonomi Açısından Değerlendirilmesi, *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, 1–2.

Dickey, D.A ve Fuller, W.A (1979). Distribution Of Estimators For Autoregressive Time Series With A Unit Root, *Journal Of American Statistical Association*, 74, (427–431).

Doğan, Seyhun ve Özekicioğlu, Halil (2005). Güney Kore ve Türkiye’de Uygulanan IMF Politikaları, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 6, 1, (147–176).

Dominguez, Kathryn M.E., Tesar Linda L. (2005). International Borrowing and Macroeconomic Performance In Argentina, NBER conference on International Capital Flows, Santa Barbara, California, (1–44).

Dooley, Michael, Frankel, Jeffrey A., Mathieson, Donald J. (1987). International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us?, *International Monetary Fund Staff Paper*, 34, 3, (503-530).

Edwards, Sebastian ve Khan, Mohsin S. (1985). Interest Rate Determination In Developing Countries: A Conceptual Framework, NBER Working Paper, 1531, (1–36).

Erdal, Fuat ve Tatoğlu, Ekrem (2002). Locational Determinants Of Foreign Direct Investment In An Emerging Market Economy: Evidence From Turkey, *Multinational Business Review*, 10, 1, (1–7).

Erden, Lütfi (2005). The Impact Of Capital Account Liberalization On The Coefficient Of Saving Retention In Turkey, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 25, (19–32).

Feldstein, Martin (1983). Domestic Saving And International Capital Movements In The Long Run And The Short Run, NBER Working Paper, 947, (1–39).

Feldstein, Martin ve Bacchetta, Phillippe (1989). National Saving And International Investment, NBER Working Paper, 3164, (1–29).

Feldstein, Martin ve Horioka, Charles (1980). Domestic Saving And International Capital Flows, *The Economic Journal*, 90, 358, (314–329).

Franke, G., Olsen, R., Pohlmeier, W. (2002). Overview Of Forecasting Models, Seminar-High Frequency Finance, University Of Konstanz.

Frankel, Jeffrey A. (1991). Quantifying International Capital Mobility In The 1980s, NBER Workin Paper, 2856, (1–52).

Frankel, Jeffrey A. (1992). Measuring International Capital Mobility: A Review, *The Journal American Economic Review*, 82, 2, (197–202).

Frenkel, Jacob A. (1981). Flexible Exchange Rate, Prices, And The Role Of “News”: Lessons From the 1970s, *The Journal Of Political Economy*, 89, 4, (665–705).

Gundlach, E. ve Sinn, S. (1992). Unit-Root Test Of The Current Account: Implication For International Capital Mobility, *Applied Economics*, 24, 6, (617–625).

Hausmann, Ricardo ve Velasco, Andres (2002). Hard Money’s Soft Underbelly: Understanding The Argentina Crisis, *Brooking Trade Forum*, (59–104).

Hoffmann, Mathias (2004). International Capital Mobility In The Long Run And The Short Run: Can We Stil Learn From Saving-Investment Data, *Journal Of International Money And Finance*, 23, (113–131).

Huang, Ying ve Guo, Feng (2006). Covered Interest Parity And Market Volatility: Asian Evidence, *Advance In Financial Planning And Forecasting*, 2, (147–169).

İnsel, Aysu ve Sungur Nesrin (2003). Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği-1989:III-1999:IV, *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, (1-29).

Janeiro, Rio de (2005). A Policy Framework For Investment: Trade Policy, OECD Conference Investment For Development: Making It Happen, Hosted By The Goverment Of Brazil Organised by The OECD Investment Committee In Partnership With The World Bank, (1–37).

Jansen, W.Jos (1998). Interpreting Saving-Investment Correlations, *Open Economies Review*, 9, (205–217).

Jansen, W.Jos ve Schulze, Günther G. (1996). Theory-Based Measurement Of The Saving-Investment Correlation With An Application To Norway, *Economic Inquiry*, 34, (116–132).

Jonas, Jiri (2002). Argentina: The Anatomy Of A Crisis, Working Paper, Center For European Integration Studies, (1–53).

Kar, Muhsin, Kara, M. Akif, Kaplan, Muhittin (2004). Türkiye’de Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri, *KSÜ. Sosyal Bilimler Dergisi*, 1,1.

Karaçor, Zeynep (2006). Öğrenen Ekonomi Türkiye: 2000-Şubat 2001 Krizinin Öğrettikleri, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, (379–393).

Karaçor, Zeynep ve Alptekin, Volkan (2006). Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği, *Yönetim ve Ekonomi*, 13, 2, (238–256).

Karagöz, Kadir (2007). Doğrudan Yabancı Yatırımların İstihdama Etkisi: Türkiye Örneği, 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi, Malatya.

Karluk, Rıdvan (2001). Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü: Ekonomik İstikrar, Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye konulu Seminer.

Karluk, Rıdvan, Tonus, Özgür, Çatalbaş, Nazım (1999). Güneydoğu Asya Ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye, Prof. Dr. Orhan Oğuz Hatırası Anısına Armağan, Marmara Üniversitesi Yayınları, No:640, İstanbul.

Kazgan, Gülten (2002). 1990 Sonrası Yıllarda Türkiye’de Krizler Ve İşsizlik; Çalışanlar Ve Sosyal Güvenlikleri İçin Çözümler Açısından Bir İrdeleme, ([http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/1990\\_sonrasi\\_yillarda\\_Turkiye.doc](http://kazgan.bilgi.edu.tr/docs/1990_sonrasi_yillarda_Turkiye.doc)).

Keil, Manfred W., Phalappleewan, A., Rajan, Ramkishan S., Willett, Thomas D. (2005). International And Intra Regional Interest Rate Interdependence In Asia: Methodological Issues And Empirical Results, Claremont Graduate University, Working Paper, (1–47).

Kim, Sunghyun Henry (1999). The Saving-Investment Correlation Puzzle Is Still A Puzzle, *Journal Of International Money And Finance*, 20, 7, (1017–1034).

Kincaid, G.R. (1988). Policy Implications Of Structural Changes In Financial Markets, *Finance And Development*, (2–5).

Kohsaka, Akira (1984). The High Interest Rate Policy Under Financial Repression, *Developing Economies*, 22, 4, (419–452).

Kouri, Pentti J.K., Porter, Michael G. (1974). International Capital Flows And Portfolio Equilibrium, *The Journal Of Political Economy*, 82, 3, (443–467).

Koyuncu, Murat ve Şenses, Fikret (2004). Kıs Dönem Krizlerinin Sosyoekonomik Etkileri: Türkiye, Endonezya ve Arjantin Deneyimleri, Economic Research Center Working Paper In Economics, Middle East Technical University, Ankara, (1–43).

Kula, Ferit (2003). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Gözlemler, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 4, 2, (141–154).

Kyaw, Sandy (2003). Foreign Direct Investment To Developing Countries In The Globalised World, DSA Conference, University Of Strathclyde, Glasgow.

Leachman, Lori L. (1990). Causality Between Investment And Saving Rates: Inferences For The International Mobility Of Capital Among OECD Countries, *International Economic Journal*, 4, 3, (23–39).

Levy, Daniel (1995). Investment-Saving Comovement Under Endogenous Fiscal Policy, *Open Economies Review*, 6, 3, (237–254).

Levy, Daniel (2000). Investment-Saving Comovement And Capital Mobility: Evidence From Century Long U.S. Time Series, *Review Of Economic Dynamics*, 3, 1, (100–136).

Lim, Joseph (1987). The New Structuralist Critique Of The Monetarist Theory Of Inflation, *Journal Of Development Economics*, 25, (45–61).

Mallick, Hrushikesh ve Agarwal, Shashi (2005). Financial Liberalisation And Economic Growth In India: A Long-run Analysis. <http://www.iegindia.org/disap/dis100.pdf> (10 Mayıs 2006).

Mamingi, Nlandu (1997). Saving-Investment Correlations And Capital Mobility In Developing Countries, *Journal Of Policy Modeling*, 19, 6, (605–626).

Mehl, Arnaud ve Cappiello, Lorenzo (2007). Uncovered Interest Parity At Distant Horizons: Evidence On Emerging Economies And Nonlinearities, European Central Bank Working Paper, No:801.

Mendoza, Enrique G. (1991). Real Business Cycles In A Small Open Economy, *The American Economic Review*, 81, 4, (797–818).

Metzler, Lloyd A. (1951). Wealth, Saving And The Rate Of Interest, *The Journal Of Political Economy*, 59, 2, (93–116).

Morris, Goldstein, Mathieson Donald J., Lane, Timothy (1991). Determinants And Systemic Consequences Of International Capital Flows, IMF Occasional Paper No:77.

Morisset, Jacques (1993). Does Financial Liberalization Really Improve Private Investment In Developing Countries, *Journal Of Development Economics*, 40, 1, (133–150).

Napolitano, Oreste (2000). The Efficiency Hypothesis And The Role Of News In The Euro/British Pound Exchange Rate Market: An Empirical Analysis Using Daily Data, ISER Working Paper No:30, (1–31).

Narayan, Paresh Kumar (2005). The Relationship Between Saving And Investment For Japan, *Japan And The World Economy*, 17, (293–309).

Narayan, Paresh Kumar (2005). The Saving And Investment Nexus For China: Evidence From Cointegration Test, *Applied Economics*, 37, (1979–1990).

Ng, Serena ve Perron, Pierre (2001). Lag Length Selection And The Construction Of Unit Root Tests With Good Size And Power, *Econometrica*, 69, 6, (1519–1554).

Obstfeld, Maurice (1985). Capital Mobility In The World Economy: Theory And Measurement, NBER Working Paper, 1692, (1–59).

Obstfeld, Maurice (1993). International Capital Mobility In The 1990s, NBER Working Paper, 4534, (1–75).

Özmen, Erdal ve Parmaksız, Kağan (2003). Exchange Rate Regimes And The Feldstein-Horioka Puzzle: The French Evidence, *Applied Economics*, 35, 2, (217–222).

Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Gülay, Emrah (2007). Net Portföy Yatırımları İle Reel Faiz Arasındaki İlişki: Türkiye Örneği–1992:I-2005:IV, *D.E.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9, 2, (201-221).

Pelagidis, Theodore ve Mastrogiannis, Tasos (2003). The Saving-Investment Correlation In Greece, 1960–1997: Implications For Capital Mobility, *Journal Of Policy Modeling*, 25, (609–616).

Perry, Guillermo ve Serven, Luis (2002). The Anatomy Of A Multiple Crisis: Why was Argentina Special And What Can We Learn From It, The World Bank, Policy Research Working Paper Series, (1–56).

Perry, L.J., Wilson, Patrick J. (2001). The Accord And Strikes: An International Perspective, Economist’s Conference at the Gold Coast, Queensland, (1–21).

Pesaran, M. Hashem ve Shin, Yongcheol (1999). An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach To Cointegration Analysis, Cambridge Working Paper in Economics, No:9514, (1–35).

Pesaran, M. Hashem, Shin, Yongcheol, Smith, Richard J. (2001). Bound Testing Approaches To The Analysis Of Long Run Relationships, *Journal Of Applied Econometrics*, special issue, 16, (289–326).

Phillips, P.C.B (1987). Time Series Regression With A Unit Root, *Econometrica*, 55, 2, (277–301).

Phillips, Peter C.B., Perron, P. (1988). Testing For A Unit Root In Time Series Regression, Cowles Foundation Discussion Paper, No: 706, (335–346).

Pipatchaipoom, Onsurang ve Norrbin, Stefan C. (2006). Reexamining Real Interest Rate Parity, International Conference Of Policy Modeling, ECOMOD.

Rajan, Ramkishen S. (2002). Argentina And East Asia: The Peg Does It Yet Again, *Economic And Political Weekly*, (116–117).

Rajan, Ramkishen S., Siregar, R., Sugema, I. (2003). Why Was There A Precrisis Capital Inflow Boom In South East Asia?, *Journal Of International Development*, 15, (265-283).

Rıdvan, K., Tonus, Ö., Çatalbaş, N. (1999). Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye, Prof. Dr. Orhan Oğuz Hatırasına Armağan, Marmara Üniversitesi Yayınları, No:640, İstanbul.

Rowland, Peter (2002). Uncovered Interest Rate Parity And The USD/COP Exchange Rate, Borradores de Economia, 227, Banco de la Republica de Colombia, (1–41).



Sevüktekin, Mustafa ve Nargeleşkenler, Mehmet (2006). İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Getiri Volatilitésinin Modellenmesi Ve Ön Raporlanması, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 61, 4, (244–265).

Stock, James H., Watson, Mark W. (1988). Variable Trends In Economic Time Series, *The Journal Of Economic Perspectives*, 2, 3, (147–174).

Şeker, Murat (2006). Dış Borçlanmaya Teorik Bir Bakış ve Dış Borçların Ekonomik Etkileri, *Sosyo Ekonomi Dergisi*, (74–92).

Şimşek, Hayal Ayça (2007). Türkiye’de 2000 Sonrasında Uygulanan İstikrar Programlarının Kamu Maliyesine Etkileri, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 44, 5, (53–68).

Tandırcıoğlu, Haluk (2000). Türkiye’de Dış Borç Sorunu, Dış Borçların Sürdürülebilirliği ve Dış Borçların Sınırlandırılması, *D.E.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2, 2.

Taylor, Alan P. (1994). Domestic Saving And International Capital Flows Reconsidered, NBER Working Paper, 4892, (1–36).

Taylor, Alan P. (1997). Argentina And The World Capital Market: Saving, Investment And International Capital Mobility In The Twentieth Century, NBER Working Paper, 6302, (1–39).

Taylor, Alan P. (2002). A Century Of Current Account Dynamics, NBER Working Paper, 8927, (1–21).

Taylor, Mark P. (1995). The Economics Of Exchange Rates, *Journal Of Economic Literature*, 33, (13–47).

Tobin, James (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory, *Journal Of Money, Credit And Banking*, 1, 1, (15–29).

Uygun, M., Kasap, Y., Konuk, A. (2007). Tunçbilek Bölgesi Kömür Madenciliğinde Uygulanan İşletme Yöntemlerinin Verimlilik Analizi, *Madencilik*, 46, 1, (25–32).

Uygur, Ercan (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, (1–40).

Waheed, Muhammad, Alam, Tasneem, Ghauri, Saghir Pervaiz (2006). Structural Breaks And Unit Root: Evidence From Pakistani Macroeconomic Time Series, Munich Personal RePEc Archive, Paper No:1797.

Wickremasinghe, Guneratne B. (2006). Macroeconomic Forces And Stock Prices: Some Empirical Evidence From An Emerging Markets, University Of Wollongong, SchoOL Of Accounting And Finance, Working Paper, Australia.

Willet, Thomas D. (1969). The Influence of the Trade Balance And Export Financing On International Short-term Capital Movements: A Theoretical Analysis, *Kyklos*, 22, (314–327).

Zivot E., Andrews W. K. (1992) Further Evidence on the Great Crash, the Oil Price Stock and the Unit Root Hypothesis, *Journal of Business and Economic Statistics*, 10, 3, (251-270).

## **Tezler**

Ahn, Young Seok (1997). The Major Determinants Of Various Types Of Capital Flows And The Degree Of Financial Capital Mobility In Developing Countries, Faculty Of The Claremont Graduate School, Graduate Faculty Of Economics, California.

Aydın, Üzeyir (2006). Türkiye’de 1980 Sonrası Dönemde Yaşanan Ekonomik Krizlerin Analizi, D.E.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Cihan, Ömer (2005). Gelişmekte Olan Ülkelere Ve Türkiye'ye Yönelik Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri, Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, Ankara.

Erdoğan, Bülent (2006). Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Finansal Kriz Modelleri, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

Hacıhasanoğlu, Burçin (2005). Meksika 1994 ve Arjantin 2001–2002 Krizlerinin Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye İçin Önemi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

Kara, M. Akif (2002). Sermaye Hareketlerinin Yatırımlar ve Tasarruflar Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Khorchurklang, Sukij (2005). Factors Influencing Australia's Dairy Product Exports To Thailand: 1980–2002, Victoria University, Faculty Of Business And Law, Mater Of International Trade.

Kwon, Soonhyun (1995). International Capital Mobility In Developing Countries, Faculty Of The University Of North Carolina, Ph.D. in The Department Of Economics.

Levine, Bernadette E. (2006). Capital Mobility: Implications For Monetary Policy, Faculty Of Graduate School, Department Of Economics, Washington, DC.

Linhares, Fabricio (2006). Non-Linear Aspects Of Financial Integration: An Analysis Of The Real Interest Rate Parity For Southeast Asian Economies, University Of New Hampshire.

Merza, Ebrahim (2007). Oil Exports, Non-Oil Exports And Economic Growth: Time Series Analysis For Kuwait (1970–2004), Kansas State University, Department Of Economics.

Ozair, Amber (2006). Causality Between Stock Prices And Exchange Rates: A Case Of The United States, Faculty Of The College Of Business, Florida Atlantic University.

Ozgür, Mustafa Erdem (2004). The Economic Crisis In Turkey: 2000–2001, Graduate Faculty Of George Mason University.

Ural, Mert (2003). Liberalizasyon Dönemlerinde Mali Piyasalardaki Kırılganlığın Oluşturduğu Krizler, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Ying, Yung-Hsiang (1998). Three Essays On International Capital Mobility, University Of Kentucky.

### **Raporlar**

Bayraktar, Fulya (2003). Dünyada ve Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Türkiye Kalkınma Bankası A.S, Ankara, (1–79).

Economics Department Monetary Authority Of Singapore (1999). How Well Did The Forward Market Anticipate The Aisan Currency Crisis: The Case Of Four ASEAN Currencies, Occasional Paper, No:13.

Erdikler, Şaban (2004). Türkiye’de Yabancı Sermaye Hareketleri, Türkiye İktisat Kongresi, Büyüme Stratejileri Çalışma Grubu Raporu.

Ormanoğlu, Burhan (2004). Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Uluslararası Tahkim, Maliye Bakanlığı – Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Ankara.

Tezcanlı, M.V., Bayraktar, S.K., Erdoğan, O., Görgünay, H., Tan, E., Uytun, E. (1994). Uluslar arası Sermaye Hareketlerinde Portföy Yatırımları ve Türkiye. İstanbul: İMKB Araştırma Raporları Listesi.

Tiryaki, S. Tolga (2002). Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği, TCMB Working Paper, No: 0208.

Uzunoğlu, S., Alkin, K., Gürlesel, F. (1995). Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları Listesi.

### **İnternet Kaynakları**

Hasan Atılğan, “Parasal Anayasa”.  
[http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal\\_iktisat/diger\\_yazilar/atilgan-parasal-anayasa.pdf](http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/diger_yazilar/atilgan-parasal-anayasa.pdf)(25 Kasım 2007).

Devlet Planlama Teşkilatı.  
<http://www.dpt.gov.tr/> (12 Aralık 2007).

Hazine Müsteşarlığı.  
<http://www.hazine.gov.tr/> (21 Ağustos 2007).

International Monetary Fund.  
<http://www.imf.org/external/index.htm>(22 Mart 2007).

International Financial Statistics.  
<http://www.imfstatistics.org/imf/about.asp>(14 Temmuz 2007).

Türkiye Cumhuriyeti Maliye Bakanlığı.  
<http://www.maliye.gov.tr/>(18 Haziran 2007).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.  
<http://www.tcmb.gov.tr> (10 Ağustos 2007).

Türkiye İstatistik Kurumu.  
<http://www.tuik.gov.tr/Start.do;jsessionid=pNqjLTxYTFGdBmk8LKBdCplZb1MxtkcGL8sy1ZZvDlKXdldJSLy1!91520600>(23 Mayıs 2007).

Türk Forum, “Risk Nedir? Risk Derecelendirme ve Başlıca Riskler”.  
<http://www.turkforum.net/showthread.php?t=295918>(2 Kasım 2008).

Suna Simla Sarpkaya (2007). “Türkiye Ekonomisinde 1990’lı Yıllar”.  
<http://www.turklider.org/TR/EditModule.aspx?TabId=1571&mid=12990&ItemId=8321>(12 Kasım 2007).

Feldstein-Horioka Puzzele.

<http://userhome.brooklyn.cuny.edu/economics/muctum/GC/F-H%20puzzle.doc>(1 Ocak 2008).

Yolsuzlukla M¼cadele Derneği “Krizler Tarihi Raporu”.

<http://www.yolsuzluklamucadele.org/krizlertarihiraporu.asp>( 15 Ekim 2007).

The World Bank.

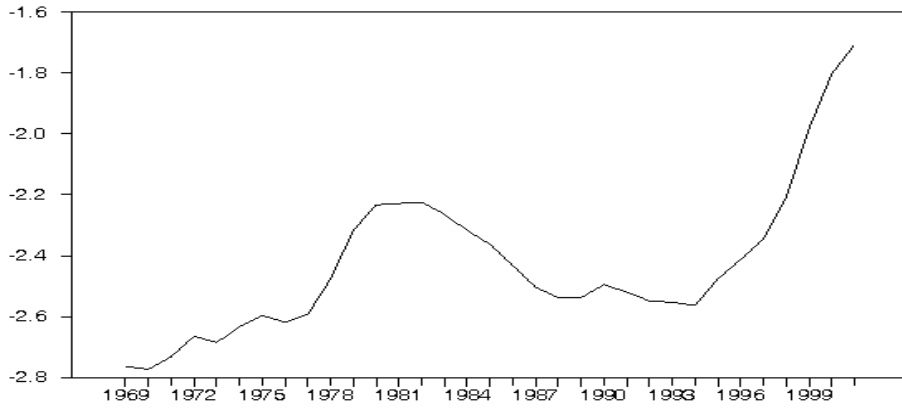
<http://www.worldbank.org>(20 Haziran 2007).

# **EKLER**

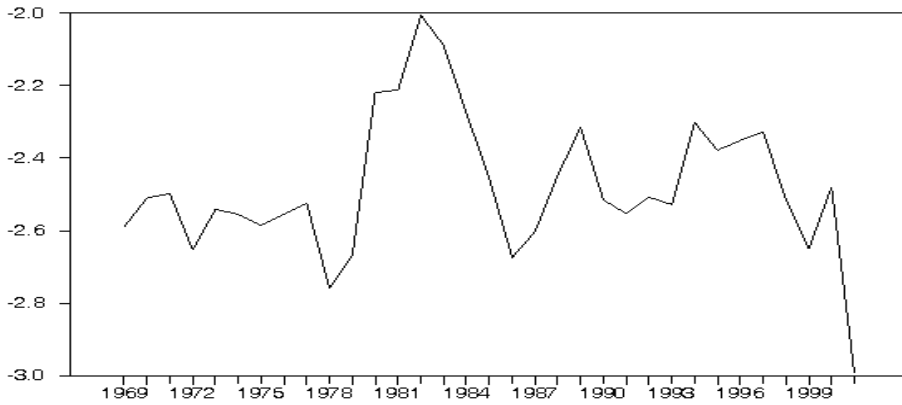
**EK1: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları(Yatırım Oranı Değişkeni İçin)**



**Yatırım Oranı Değişkeninin Sabit İçerdiği Durum(I)**



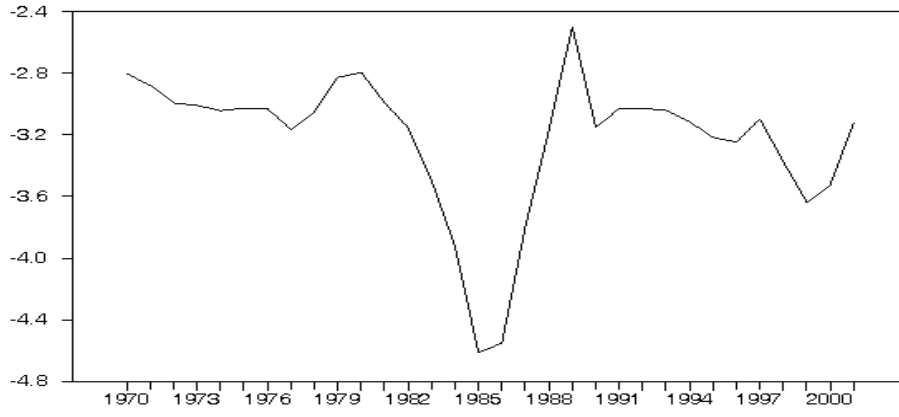
**Yatırım Oranı Değişkeninin Trend İçerdiği Durum(I)**



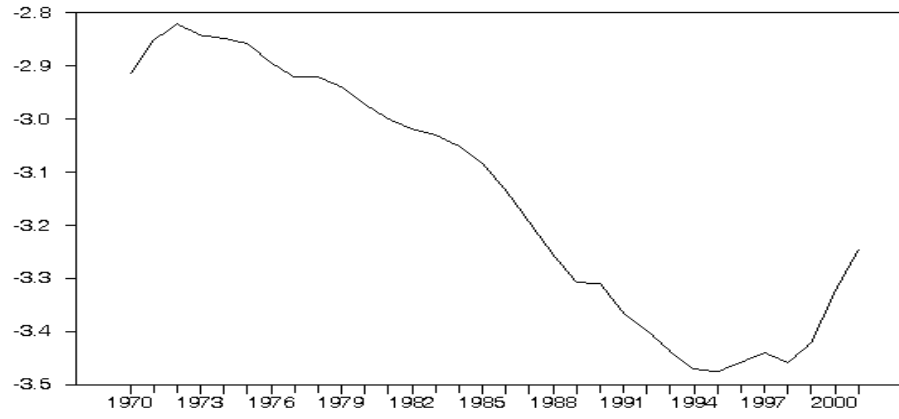
**Yatırım Oranı Değişkeninin Sabit ve Trend İçerdiği Durum(I)**



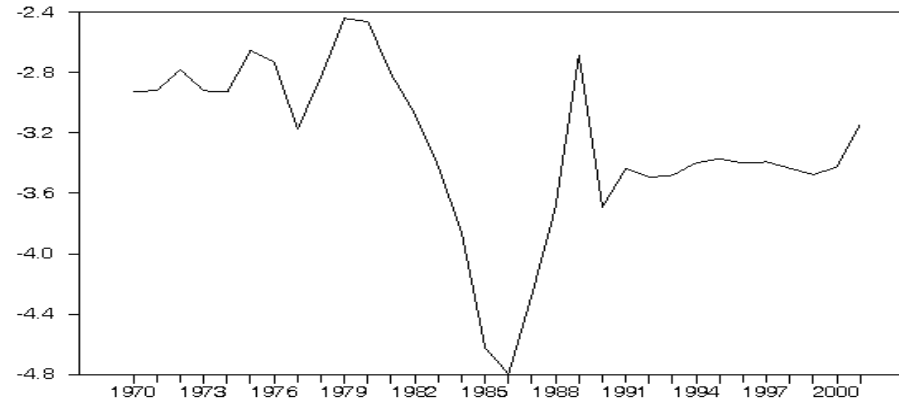
**EK2: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları(Tasarruf Oranı Değişkeni İçin)**



**Tasarruf Oranı Değişkeninin Sabit İçerdiği Durum(S)**

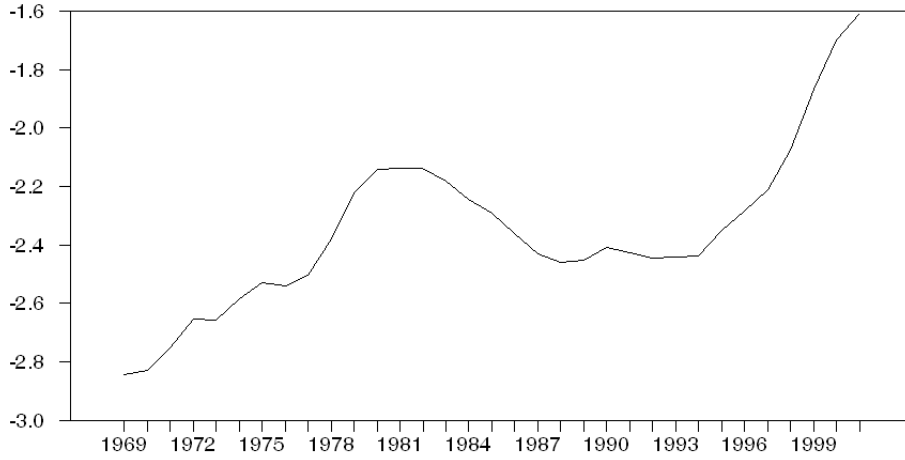


**Tasarruf Oranı Değişkeninin Trend İçerdiği Durum(S)**



**Tasarruf Oranı Değişkeninin Hem Sabit Hem Trend İçerdiği Durum(S)**

**EK3: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Kırılma Yılları(Logaritması Alınan Yatırım ve Tasarruf Oranı Değişkenleri İçin)**



**Yatırım Oranı Değişkeninin Trend İçerdiği Durum(LogI)**



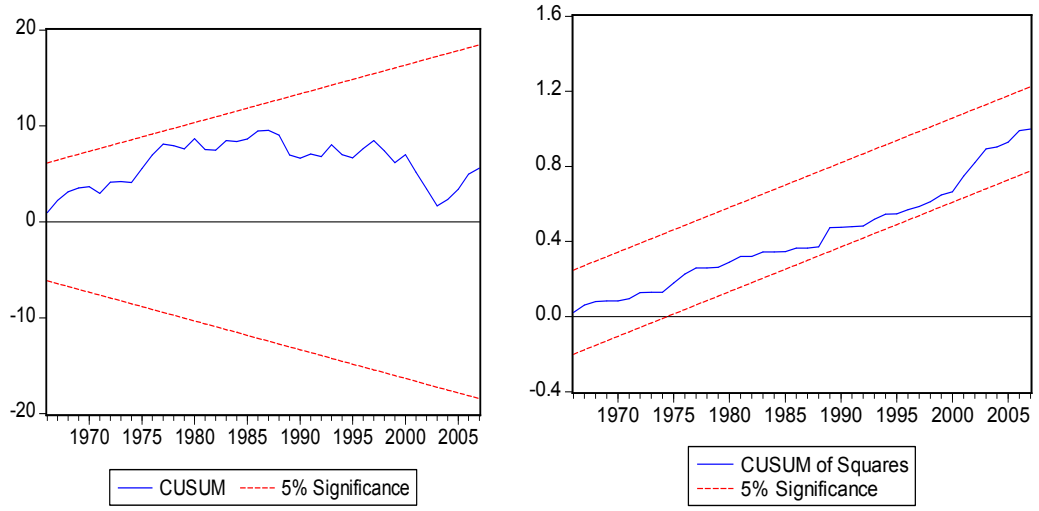
**Tasarruf Değişkeninin Hem Sabit Hem Trend İçerdiği Durum(LogS)**

**EK4: Katsayı Sınırlama Testi(Uzun Dönem)**

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	66.54552	(1, 42)	0.0000
Ki-kare	66.54552	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

### EK5: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri(Uzun Dönem)

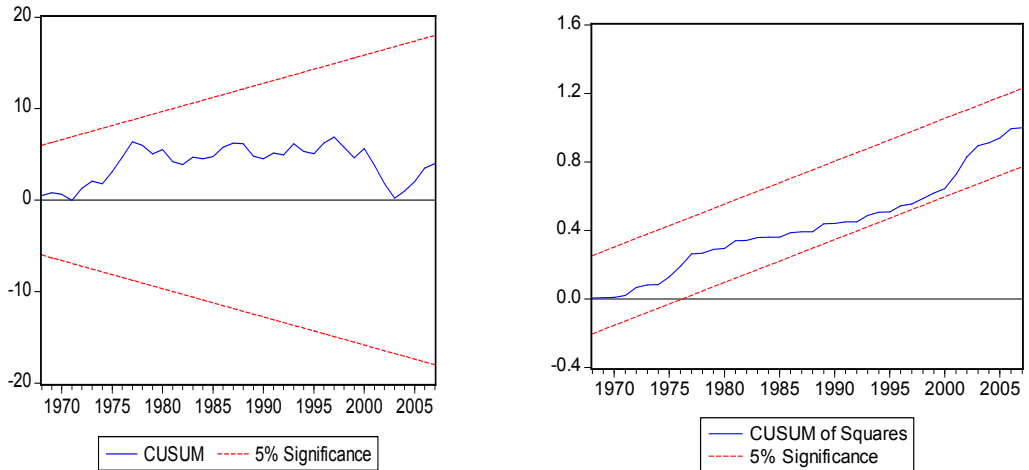


### EK6: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	32.38465	(1, 40)	0.0000
Ki-kare	32.38465	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

### EK7: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

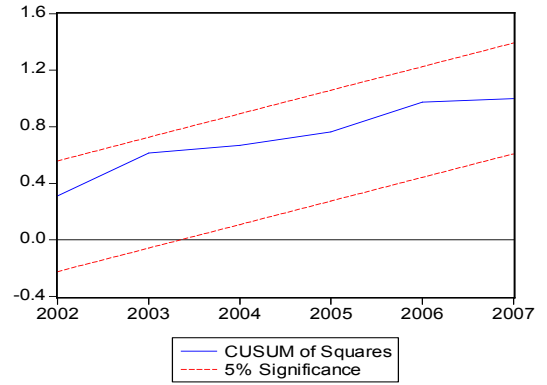
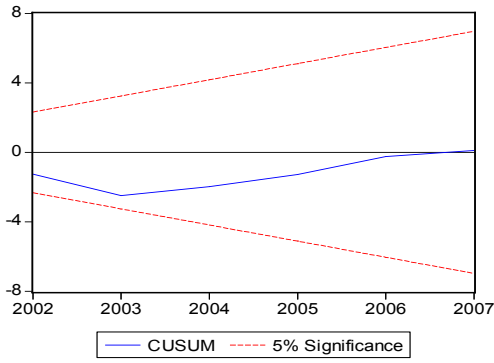


## EK8: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	75.71033	(1, 41)	0.0000
Ki-kare	75.71033	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

## EK9: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

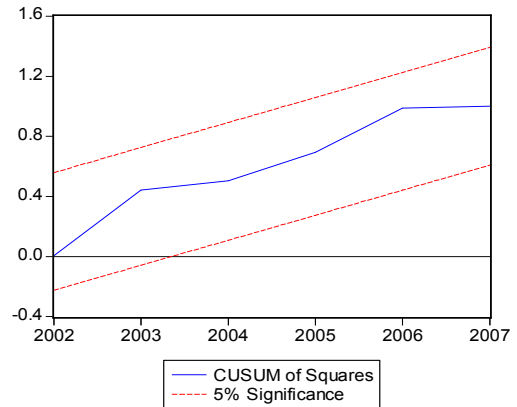
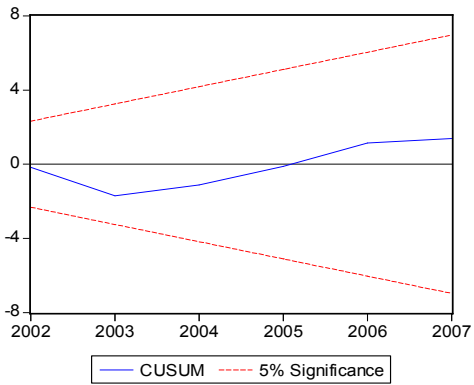


## EK10: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	36.01484	(1, 39)	0.0000
Ki-kare	36.01484	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

## EK11: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

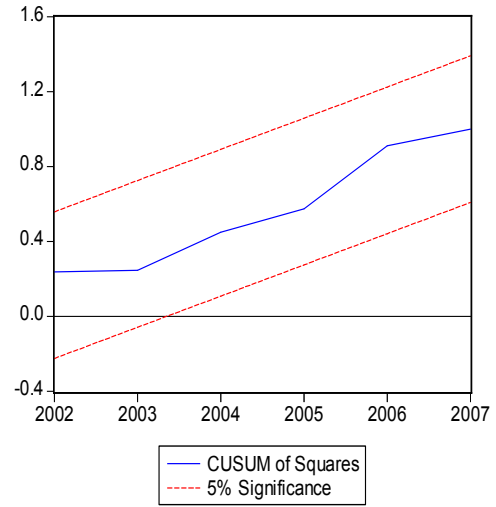
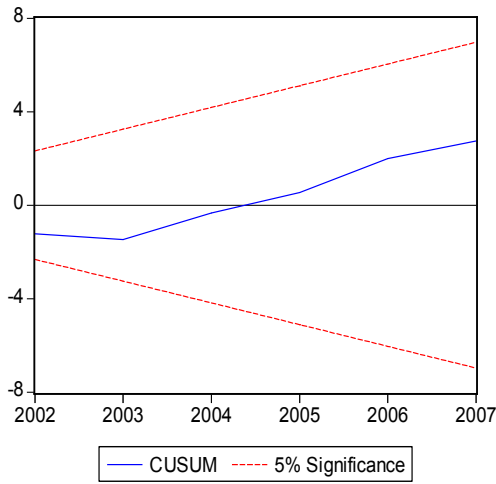


## EK12: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	31.00701	(1, 41)	0.0000
Ki-kare	31.00701	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

## EK13: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

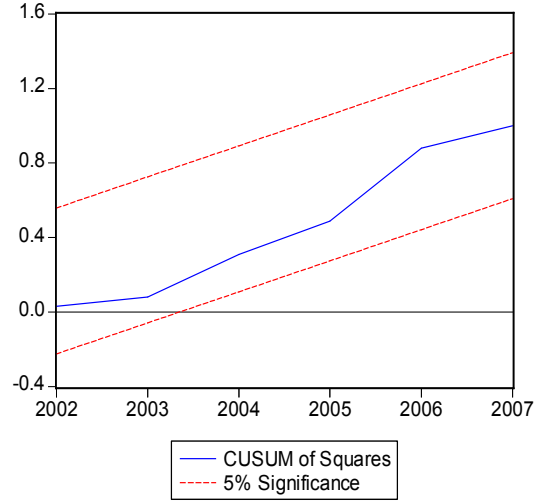
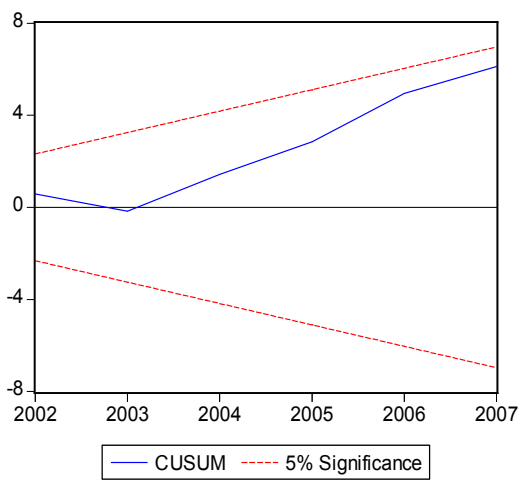


## EK14: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	17.84134	(1, 39)	0.0001
Ki-kare	17.84134	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

### EK15: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

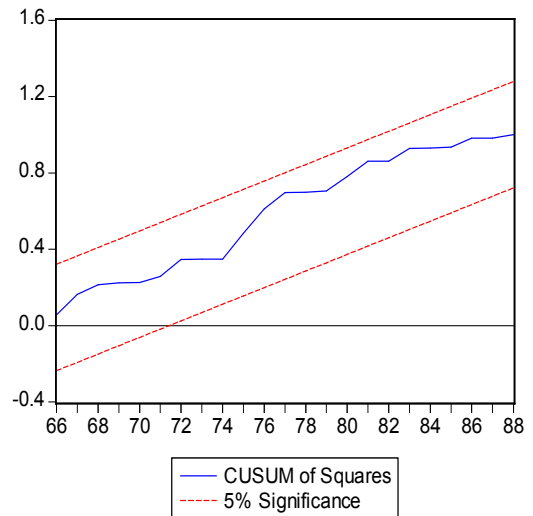
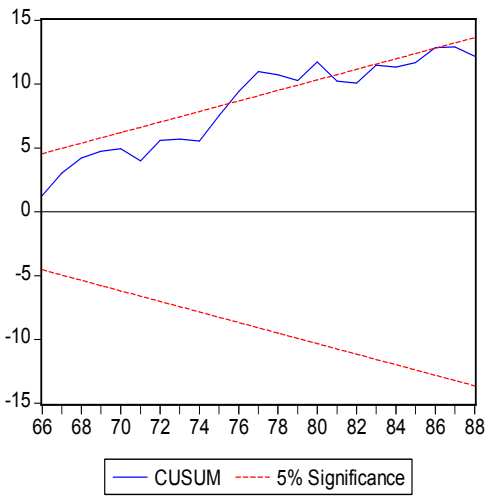


### EK16: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	62.86101	(1, 23)	0.0001
Ki-kare	62.86101	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

### EK17: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri

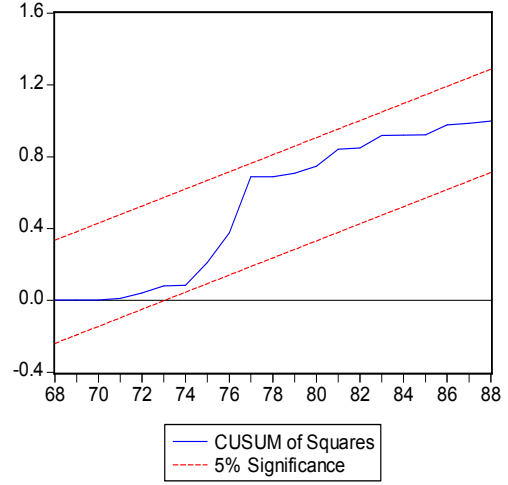
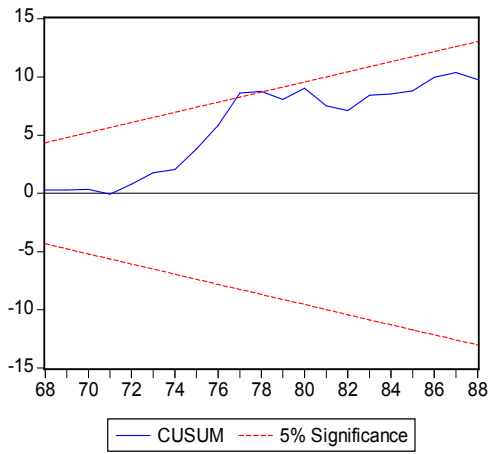


## EK18: Katsayı Sınırlama Testi

Test İstatistiği	Hesap Değeri	Serbestlik Derecesi	Olasılık
F-istatistiği	19.13108	(1, 21)	0.0003
Ki-kare	19.13108	1	0.0000

Not:  $H_0$  : tasarruf tutma katsayısı = 1;  $H_1$  : tasarruf tutma katsayısı  $\neq$  1

## EK19: CUSUM Ve CUSUM Kare Testleri



## EK20: Uzun Dönem İlişkinin Testi(1989–2007)

k	F istatistiği	%5 anlamlılık düzeyindeki kritik değer	
		Alt sınır	Üst sınır
1	4.88	4.94	5.73

Not: F istatistiği Kritik Tablo değerinden küçük olduğu için uzun dönem ilişkisi yoktur.

**EK 21: Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişkenler	LogI	LogS	dLogI	dLogS
Ortalama	1.324169	1.290759	0.003436	0.002907
Medyan	1.337458	1.301025	0.013543	0.00404
Maksimum	1.434569	1.434569	0.057992	0.071767
Minimum	1.170262	1.10721	-0.07918	-0.090177
Standart Sapma	0.067672	0.06274	0.035508	0.039596
Çarpıklık	-0.55189	-0.49907	-0.43607	-0.348899
Basıklık	2.575281	3.273646	2.184354	2.50625
Jarque-Bera	2.680895	2.053078	2.673576	1.370081
Olasılık	0.261728	0.358245	0.262688	0.50407
Toplam	60.91176	59.3749	0.154616	0.130836
Toplam Standart Sapma	0.206078	0.177135	0.055477	0.068983
Gözlem Sayısı	46	46	45	45