

**OECD VE G-20 ÜLKELERİNDE SERMAYE HAREKETLERİYLE SEÇİLMİŞ
İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN PANEL VERİ
ANALİZİ**

Doktora Tezi

Havva Nesrin TİRYAKİ

ESKİŞEHİR - 2017

**OECD VE G-20 ÜLKELERİNDE SERMAYE HAREKETLERİYLE SEÇİLMİŞ
İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN PANEL VERİ
ANALİZİ**

Havva Nesrin TİRYAKİ

DOKTORA TEZİ

İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Mustafa ÖZER

Eskişehir

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Mayıs, 2017

Bu Tez Çalışması BAP Komisyonunca kabul edilen 1506E490 no.lu proje kapsamında desteklenmiştir.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Havva Nesrin TİRYAKİ'nin "OECD ve G-20 Ülkelerinde Sermaye Hareketleriyle Seçilmiş İktisadi Değişkenler Arasındaki İlişkilerin Panel Veri Analizi" başlıklı tezi 25 Mayıs 2017 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca İktisat Anabilim Dalında, Doktora tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Mustafa ÖZER
Üye : Doç.Dr.M.Oğuz ARSLAN
Üye : Doç.Dr.Aykut EKİNCİ
Üye : Doç.Dr.Necati ÇİFTÇİ
Üye : Doç.Dr.Levent ERDOĞAN

Prof.Dr.Kemal YILDIRIM
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET
OECD VE G-20 ÜLKELERİNDE SERMAYE HAREKETLERİYLE SEÇİLMİŞ
İKTİSADİ DEĞİŞKENLER ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN PANEL VERİ
ANALİZİ

Havva Nesrin TİRYAKİ

İktisat Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs, 2017

Danışman: Prof. Dr. Mustafa ÖZER

Bu tezin amacı, sermaye hareketlerinin, OECD ve G-20 ülkelerinde ekonomik büyüme ve Reel Effektif Döviz Kuru (REER) üzerindeki etkilerini incelemektir. Birinci bölümde farklı sermaye hareketleri ödemeler dengesi temel alınarak tanımlanmış ve sermaye hareketlerinin nedenleri ve ekonomik etkileri açıklanmıştır. İkinci bölümde, OECD ülkeleri ve OECD'nin kilit ortağı olan ülkelerde 2002-2014 yılları arasında, doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve işçi döviz girişlerinin REER üzerindeki etkileri rassal etkiler modeli ile incelenmiştir. OECD ve kilit ortak ülkeler gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülkeler olmak üzere iki grubu ayrıldığında sermaye girişlerinin REER üzerinde herhangi anlamlı bir etkisi olmazken gelişme yolunda olan ülkelerde sermaye girişlerinin REER'in değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Üçüncü bölümde G-20 ülkelerinde 1985-2014 yılları arasında beşer yıllık gözlemlerle net sermaye akımlarının (NKF) kişi başına düşen GSYİH'daki yıllık büyüme oranı üzerindeki etkileri Neo-klasik ve içsel büyüme modelleri çerçevesinde kişi başına düşen GSYİH (doğal logaritma), kamu harcamalarının GSYİH'daki payı, gayri safi yurtiçi yatırımların GSYİH'daki payı, dışa açıklık, ortalama okullaşma oranı ve finansal gelişmişliğin bir göstergesi olarak özel kredilerin GSYİH'daki payı, kukla değişken olarak 2008 küresel krizi ve finansal gelişmişlik düzeyinin NKF'lerin ekonomiler üzerindeki etkilerini gösteren etkileşimli değişken de modele dahil edilerek GMM tahmincisi ile incelenmiştir. Analizde G-20 ülkelerinin ekonomik büyüklük ve ekonomik yapıları açısından farklı oldukları dikkate alınarak farklı gruplandırmalar yapıldığında G-7 ülkeleri ve G-20 içerisinde cari fazla veren ülkelerde NKF'nin ekonomik büyümeyi negatif; G-7 dışında kalan G-20 ülkeleri ve cari açık veren G-20 ülkelerinde ise ekonomik büyümeyi pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar, sermaye hareketlerini esas alarak büyümeye çalışan ülkeler için önemli çıkarımlar içermektedir.

Anahtar Sözcükler: Sermaye Hareketleri, Reel Döviz Kuru, Net Sermaye Akımı, Panel Veri Analizi, GMM Tahmincisi

ABSTRACT

PANEL DATA ANALYSIS OF THE RELATIONSHIPS BETWEEN SELECTED ECONOMIC VARIABLES AND CAPITAL FLOWS IN OECD AND G-20 COUNTRIES

Havva Nesrin TIRYAKI

Department of Economics

Department of Economics Anadolu University, Graduate School of Social Sciences,
May, 2017

Supervisor: Prof. Dr. Mustafa ÖZER

The aim of this thesis is to examine the effects of capital movements on economic growth and real effective exchange rate (REER) in OECD and G-20 Countries. In the first chapter of the thesis, the types, the causes and consequences of capital flows are discussed. In the second chapter, we investigate the effects of foreign direct investment, portfolio investments and remittance inflows on the REER in OECD countries and the key partners of OECD, consisting of developed countries, over the period of 2002 and 2014 by using Random Effects Model. When the OECD and the key partner countries are classified as developed and developing countries, the capital inflows to the developing countries increase the value of REER; but, they don't have significant effect on the REER for developed countries. In the third chapter, the effects of net capital flows (NKF) on annual per capita GDP growth between 1985 and 2014 in the G-20 countries are examined as a function of GDP per capita (natural logarithm), the share of government consumption in GDP, the share of gross domestic investments in GDP, the openness, the average schooling rate and the share of private credits in GDP as an indicator of financial development, dummy variable for the effects of the 2008 global crisis and interaction term for effect of financial development level of economies on NKF by using Generalized Method of Moments (GMM). The results of the study indicate that NKF has negative effect on economic growth in the G-7 countries and G-20 countries which have current account surplus. However, it has a positive effect on the economic growth of the G-20 countries other than G-7 and G-20 countries experiencing with current account deficits. The overall results of the study have some implications for policies using the capital inflows as a main input to increase the economic growth.

Keywords: Capital Movements, Real Exchange Rate, Net Capital Flow, Panel Data Analysis, GMM Estimator

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalardan bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilemeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmamın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programı”yla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm

Havva Nesrin TIRYAKI

İÇİNDEKİLER

Sayfa

BAŞLIK SAYFASI	i
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	Error! Bookmark not defined.
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	v
TABLolar DİZİNİ.....	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	x
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖDEMELER DENGESİNDEKİ YERİ, SEBEPLERİ, SONUÇLARI VE EKONOMİK ETKİLERİ	3
1.1. Giriş	3
1.2. Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Dengesindeki Yeri	4
1.2.1. Sermaye hesabı.....	4
1.2.2. Finansal hesap	5
1.2.2.1. Portföy yatırımları	7
1.2.2.2. Finansal türevler	9
1.2.2.3. Rezerv varlıklar.....	9
1.2.2.4. Diğer Yatırımlar.....	10
1.2.3. Net hata ve noksan.....	11
1.3. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi	11
1.4. Sermaye Akımlarının Sebepleri ve Sonuçları.....	13

İÇİNDEKİLER

1.4.1.1. İçsel faktörler.....	16
1.4.1.2. Dışsal faktörler	18
1.5. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri.....	19
1.5.1. Sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkileri	21
1.5.2. Sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkileri	22
1.5.3. Sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkileri.....	24
1.6. Sonuç	25

İKİNCİ BÖLÜM

2. REEL DÖVİZ KURU VE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ.....	27
2.1. Giriş	27
2.2. Reel Döviz Kuru	28
2.3. Literatür İncelemesi.....	31
2.4. Değişkenler, Veriler, Model ve Yöntem	35
2.4.1. Değişkenler ve veriler	35
2.4.2. Model, yöntem ve bulgular	39
2.5. Sonuç	46

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İKTİSADİ BÜYÜME VE SERMAYE AKIMLARI İLİŞKİSİ.....	48
3.1. Giriş	48
3.2. Büyüme Teorileri	50
3.2.1. Neo-klasik büyüme teorisi.....	50
3.2.2. İçsel büyüme modelleri-AK modeli.....	55
3.2.2.1. Finansal gelişmelerin büyüme üzerindeki etkileri	57
3.3. Literatür Taraması	60
3.4. Model, Yöntem ve Veri.....	65

İÇİNDEKİLER

3.4.1. Model ve yöntem	65
3.4.2. Değişkenler ve veriler	67
3.4.3. Ampirik bulgular	70
3.5. Sonuç	77
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	82
KAYNAKÇA.....	87
ÖZGEÇMİŞ.....	110

TABLULAR DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1.1. Sermaye girişleri ve finansal göstergeler arasındaki ilişki	15
Tablo 2.1. İkinci Bölümde Veri Setini Oluşturan Ülkeler	36
Tablo 2.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	40
Tablo 2.3. CADF-CIPS Panel Birim Kök Testleri.....	42
Tablo 2.4. Hadri ve Kurozumi (2012) Panel Birim Kök Testi Sonuçları	43
Tablo 2.5. Gelişmiş Ülkeler İçin Delta Testi	43
Tablo 2.6. Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Delta Testi.....	44
Tablo 2.7. Gelişmiş Ülkeler İçin Nedensellik Testi Sonuçları (lag 2).....	44
Tablo 2.8. Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Nedensellik Testi Sonuçları(lag 1)	45
Tablo 2.9. Birim ve Zaman Etkilerini Gösteren F ve LM Test Sonuçları	45
Tablo 2.11. Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Rassal Etkiler Modeli Sonuçları	46
Tablo 3.1. G-20 Ülkeleri İçin GMM Tahmin Sonuçları	71
Tablo 3.2. G-7 Ülkeleri İçin GMM Tahmin Sonuçları	73
Tablo 3.3. G-7 Ülkeleri Dışında Diğer G-20 Ülkeleri için GMM Tahmin Sonuçları ...	74
Tablo 3.4. Pozitif Cari İşlemler Hesabı Veren G-20 Ülkelerinin GMM Tahmin Sonuçları	76
Tablo 3.5. Negatif Cari İşlemler Hesabı Veren G-20 Ülkelerinin GMM Tahmin Sonuçları	77

ŞEKİLLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 3.1. Neo-klasik Büyüme Modelinde Sermaye Emek Oranının Dinamiği.....	54
Şekil 3.2. AK Modeli.....	56

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

α	: Alfa
β	: Beta
ε	: Epsilon
μ	: Mu
γ	: Gamma
Δ	: Delta
δ	: Delta
\forall	: Hepsi İçin
λ	: Lambda
∂	: Kısmi Türev
Σ	: Toplam
t	: Zaman İndisi
i	: Birim İndisi
φ	: Phi
ψ	: Psi
σ	: Sigma
\exists	: Vardır
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ASEAN	: Güneydoğu Asya Ülkeleri İşbirliği Örgütü
BPM6	: The sixth edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual
CADF	: Yatay Kesit Augmented Dickey Fuller
CIPS	: Yatay Kesit Peseran Shin Testi
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EKK	: En Küçük Kareler
GMM	: Genelleştirilmiş Momentler Methodu
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
NEEK	: Nominal Efektif Döviz Kuru

NKF	: Net Sermaye Akımları
PPP	: Satın Alma Gücü Paritesi
RER	: Reel Döviz Kuru
REER	: Reel Efektif Döviz Kuru
SDR	: Özel Çekme Hakları
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği
TFP	: Toplam Faktör Verimliliği
TSGMM	: İki Aşamalı GMM

GİRİŞ

Sermaye hareketleri ekonomiler üzerinde fayda sağlarken aynı zamanda ekonomilere bazı maliyetler de getirmektedir. Sermaye girişlerinin olumlu yönleri, yüksek getirili yatırımlar için finansman sağlayabilmesi ve ekonomik büyüme oranlarını yükseltmesi; genellikle verimlilik ve büyümeyi artıran gelişmiş teknoloji, yönetim teknikleri ve uluslararası ağlara erişim gibi olumlu yönleri vardır. Sermaye çıkışları ise, yerli vatandaşların ve şirketlerin daha yüksek getiri elde etmelerini ve daha iyi bir şekilde risk dağıtımını yapabilmelerini sağlar ve böylece tüketim ve gelirdeki dalgalanmaları azaltabilir. Bunların yanında sermaye giriş ve çıkışlarının negatif etkileri de söz konusudur. Dış finansmana bağımlı ülkelerde sermaye girişinin ani duruşu veya çıkışı ile bu ülkeler finansal krizlere ve/veya devalüasyonlara karşı daha savunmasız hale gelir. Büyük miktarda sermaye girişi, para birimlerinin değer kazanmasına ve ihracatta rekabet gücünün zayıflamasına neden olabilir. Son olarak, bir dizi piyasa kısıtlarından dolayı sermaye girişleri verimsiz yatırımlara yönlendirilebilir, bu da yeni zorluklar yaratan aşırı yatırım ve balonlara neden olur. Ayrıca sermaye hareketlerinin ekonomik göstergeler üzerinde etkileri de gözlemlenmektedir. Bununla ilgili çalışmalar genellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için yapılmıştır.

Bu çalışmada sermaye hareketlerinin reel efektif döviz kuru ve ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmektedir. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sermaye türleri ve sermaye akımlarının ödemeler dengesindeki yeri, sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi, sermaye hareketlerinin sebep ve sonuçları ve ekonomik etkileri incelenerek sermaye hareketleriyle ilgili kavramsal bir çerçeve oluşturulmuştur.

İkinci bölümde çeşitli sermaye hareketlerinin reel döviz kuru üzerindeki etkileri teorik bir çerçevede ortaya konulup, literatürde bu konuyla ilgili çalışmalar incelenmektedir. Ayrıca Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) üye ülkeleri ve bu örgütün kilit ortağı olan ülkelerde 2002-2014 yılları arasında sermaye girişlerinin reel efektif döviz kuru üzerindeki etkileri panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. İkinci bölümde sermaye türlerinden doğrudan yabancı yatırımlar, portföy yatırımları ve işçi dövizleri kullanılmıştır. Ayrıca OECD üyeleri ve kilit ortakları olan ülkeler, gelişmişlik düzeyi olarak farklı gruplarda yer aldıklarından, daha homojen bir dağılım göstermesi açısından ülkeler gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülkeler olarak ikiye

ayrılmıştır. Bölüm sonunda elde edilen ampirik bulgular tartışılmış ve sonuç bölümü oluşturulmuştur.

Üçüncü bölümde ise sermaye hareketleri ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki incelenmektedir. Konumuzla doğrudan bağlantısı nedeniyle, bu bölümde Neo-klasik ve Yeni Büyüme teorileri üzerinde durulmuştur. Ardından ekonomik büyüme ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi açıklayan çalışmalar tanıtılmıştır. Son olarak ekonomik büyüme ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi incelemek için G-20 ülkelerinden 17 ülkenin 1985-2014 yıllarını kapsayan bir Genelleştirilmiş Momentler Methodu (GMM) analizi yapılmıştır. Kişi başına düşen Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH)'nın yıllık büyüme oranı bağımlı değişken olarak kabul edilerek, döviz akışı olarak da tanımlanabilen net sermaye akımları ve Neo-klasik ve içsel büyüme modellerine göre büyümenin belirleyicisi olan diğer değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve 2008 Küresel Krizi de kukla değişken olarak modellere dahil edilmiştir. G-20 ülkeleri içerisinde yer alan G-7 ülkeleri ekonomik büyüklük ve gelişmişlik düzeyi olarak grup içerisinde kalan diğer on ülkeden farklılaştığı için G-20 ülkeleri bu iki gruba bölünmüş ve farklılaşan sonuçlar elde edilmiştir. Ayrıca ekonomik yapıları da farklı olan G-20 ülkeleri, cari fazla veren ve cari açık veren ülkeler olmak üzere iki farklı grupta da incelenmiştir. Elde edilen bulgular bölüm sonunda tartışılmış ve son olarak bölüm sonunda bu bölümdeki analize dair sonuçlar ortaya konmuştur.

Son olarak çalışmada yapılan analizlerden elde edilen bulgular ışığında genel sonuçlar ve değerlendirme bölümü yer almaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. SERMAYE HAREKETLERİNİN ÖDEMELER DENGESİNDEKİ YERİ, SEBEPLERİ, SONUÇLARI VE EKONOMİK ETKİLERİ

1.1. Giriş

Dış ödemeler dengesi veya dış ödemeler bilançosu, ülkelerin belirli bir dönemdeki dış ekonomik ve mali ilişkilerinin durumunu gösteren, ülkelerin mal hizmet ve sermaye akımları gibi işlemlerden doğan diğer ülkelerden sağladığı gelirlerin diğer ülkelere yaptığı ödemelere eşit olup olmadığını gösteren bir bilançodur (Seyidoğlu, 2013, s. 327). Ödemeler dengesi, yatırımcılar, işletme sahipleri, tüketiciler ve hükümet yetkilileri için büyük önem taşır. Çünkü, ödemeler bilançosundan elde edilen veriler Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH), istihdam düzeyi, fiyatlar genel düzeyi, döviz kuru ve faiz oranları gibi makroekonomik değişkenlerle karşılıklı etkileşim içerisindedir (Eiteman, Moffett and Stonehill, 2007, s. 78). Sermaye hareketleri de ülkelerin ulusal hesaplarında önemli bir yere sahip olan giriş ve çıkışlardır. Bu yüzden bu bölümde öncelikle sermaye kalemlerinin, sermaye giriş ve çıkışlarının ödemeler dengesinde kayıt altına alınması ile ilgili kavramsal açıklamalar yapılacaktır. Daha sonra sermaye giriş ve çıkışlarını belirleyen dinamikler üzerinde durulacaktır.

Sermaye hareketleri günümüzdeki anlamı ile 1800'lü yıllardan itibaren ekonomiler üzerinde önemli etkilere sahiptir. Bu bölümde aynı zamanda sermaye hareketleri tarihi bir perspektif ile incelenmektedir.

Son olarak, sermaye hareketlerinin enflasyon, faiz oranları ve cari işlemler hesabı üzerindeki etkileri kavramsal bir çerçevede açıklanmaktadır.

1.2. Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Dengesindeki Yeri

Bir akım tablosu olan ödemeler dengesi dış ekonomik faaliyetler sonucunda ortaya çıkan bir bilançodur. Ödemeler dengesi, bir dönem içerisinde gerçekleşen ülke sakinleri ile yerleşik olmayanlar arasındaki işlemleri özetler. Ödemeler dengesi, mal ve hizmet hesapları, birincil gelir hesabı, ikincil gelir hesabı, sermaye hesabı ve finansal hesaptan oluşur. Ödemeler dengesi içerisindeki farklı hesaplar, ülke içerisinde üretilen ve dışarıdan temin edilen ekonomik kaynakların niteliğine göre ayrılır (IMF, 2009, s. 9).

Ödemeler dengesi hesabında yer alan hesaplarda, uluslararası ticareti yapılan malların ve hizmetlerin toplam dengesi olan cari hesap dengesi, yalnızca yerli ve yabancı yatırımcıların finansal, gayrimenkul ve özkaynak varlıkları şeklinde yaptıkları yatırımlardan doğan alacak dengelerinin yer aldığı sermaye hesabı ile telafi edilebilir. Bu iki hesap içerisinde uluslararası ticaret ve finansal akımlarla ilgili verilerde yaşanan hesaplama hataları için denkleştirme sağlayan “net hata ve noksanlar” hesabı da ödemeler dengesinde yer almaktadır (Ott, 2008).

Ödemeler dengesi, ülke içerisinde yerleşik olanlar ile olmayanlar arasındaki mal ve hizmet, birincil gelir ve ikincil gelir akışlarını gösteren (IMF, 2009, s. 9) cari işlemler hesabı; ülkede yerleşik olan birimlerin yerleşik olmadıkları ülkelerde yaptıkları fiziki yatırımlardan, yerleşik olmadıkları ülkelere aktardıkları yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonosu alım-satımı, yabancı ülkelerdeki bankalarda açtırılan mevduat hesapları gibi mali fonlardan meydana gelen sermaye ve finansal hesap (Seyidoğlu, 2013, s. 338); ve net hata ve noksanlar hesabından oluşmaktadır.

Bu çalışmanın sonraki bölümlerinde yer alan analizlerde kullanılan değişkenler bağlamında sermaye ve finansal hesapta yer alan varlıkların tanıtımı için bu hesaplar ayrıntılı bir şekilde bu başlık altında yer almaktadır.

1.2.1. Sermaye hesabı

Sermaye hesabı yerleşikler ile yerleşik olmayan kişiler arasında gerçekleşen sermaye transferlerini ve yerleşik kişiler ile yerleşik olmayan kişiler arasında üretilmeyen ve de finansal olmayan varlıkların edinilmesi ve elden çıkarılmasını kapsar (IMF, 2009, s. 216).

Üretilmeyen ve finansal olmayan varlıklar, kara parçası gibi maddi olmayan varlıklar ile bayilikler, ticari marka ve kira ile lisans vb. transfer edilebilir sözleşmeler gibi maddi olmayan varlıklardan oluşur (TCMB, tarihsiz, s. 9).

Sermaye transferleri, bir varlığın mülkiyetinin (nakit veya demirbaş hariç) bir taraftan diğerine değişimini; bir veya her iki tarafın bir varlığı (nakit veya demirbaş hariç) elde etmesi veya elden çıkarması; bir borcun alacaklı tarafından affedildiği durumların kayıt altına alınmasıdır (IMF, 2009, s. 219).

Ödemeler Dengesi ve Uluslararası Yatırım Pozisyonu El Kitabı'nın altıncı baskısı (BPM6) ile birlikte göçmen transferleri, mülkiyet değişimini içermemesi sebebiyle ödemeler dengesi istatistiklerine kaydedilmemeye başlanmıştır.

Ödemeler dengesinde sermaye akımları kayıt altına alınırken ülkeye yabancı bir ülkeden gelen sermaye alacak (+), ülkeden yabancı bir ülkeye sermaye çıkışı borçlu (-) işlemleri olarak kabul edilir. Yani bir ülkede yerleşik olmayanların bu ülkedeki sermaye varlıklarındaki artışlar (sermaye girişi) alacaklı, bu ülkede yerleşik olanların yabancı bir ülkedeki sermaye varlıklarındaki artışlar ise (sermaye çıkışı) borçlu olarak kayıt altına alınır (Seyidoğlu, 2013, s. 338).

1.2.2. Finansal hesap

Finansal hesap, ödemeler dengesinde özel kuruluşlar ve kamu kurumları tarafından gerçekleştirilen kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarının izlendiği hesaptır¹.

Finansal hesapta yer alan uluslararası sermaye işlemleri oldukça çeşitlidir. Çeşitliliğin yarattığı karmaşanın önüne geçmek için uluslararası sermaye akımları vadelerine göre farklı kategorilere ayrılmıştır. Vadesi bir yıldan uzun süren uluslararası sermaye akımları *uzun vadeli sermaye işlemleri*, vadesi bir yıla kadar olan uluslararası sermaye akımları ise *kısa vadeli sermaye işlemleri* olarak adlandırılır. Uzun vadeli işlemlerde genelde dolaysız yabancı sermaye olarak nitelendirilen *Doğrudan Yabancı Yatırımlar* (DYY) bu grupta önemli bir yer oluşturur. Ayrıca yabancı tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin alım ve satımı da *Portföy Yatırımı* olarak bu grupta yer alır. Kısa vadeli sermaye işlemleri ise hazine bonoları, finansman bonoları, mevduat sertifikaları, vadeli banka mevduatları, ihracat kredileri, prefinansman kredileri, muhabir açıkları gibi daha çok özel nitelikli ve yüksek faiz oranlarından ve döviz kurundaki değişimlerden faydalanmaya yönelik sermaye akımlarını kapsar (Seyidoğlu, 2013, s. 339).

¹ <http://www.mahfiegilmez.com/2014/01/odemeler-dengesini-okumak.html> (Erişim Tarihi: 07.06.2017)

Finansal hesabın bakiyesi net finansal varlık edinimi eksi net yükümlülük oluşumu olarak gösterilmektedir, yani, eksi bakiye net girişi, artı bakiye net çıkışı göstermektedir (TCMB, tarihsiz, s. 5).

1.2.2.1. Doğrudan yabancı yatırımlar

Yabancı yatırımcıların, başka bir ülkede kâr elde etmek istediklerinde sermayelerini nasıl dağıtacaklarına karar verirken iki temel tercih yapmaları gerekir. Bunlardan ilki, yatırım yaptıkları şirketin günlük faaliyetlerine aktif olarak katılmadan sadece kısa vadeli spekülâtif finansal kazançlar yapma fikriyle, genellikle hisse senedi veya tahvil satın alan bir portföy yatırımı yapmaktadır. Bu durum bir sonraki başlıkta açıklanacaktır. Yabancı yatırımcıların tercih edebilecekleri diğer bir yatırım yöntemi de doğrudan başka bir ülkede üretim faaliyetine katılmak veya şirket yönetemlerine katılmak olabilir (Galeza and Chan, 2015, s. 34).

DYY'ler bir ülkedeki yerleşik bir kuruluş tarafından başka bir ülkede yerleşik olan bir şirkete uzun süreli ve kalıcı bir yatırım yaparak bu şirketin yönetim faaliyetlerine katılması yoluyla bu şirket hisselerinin en az yüzde onunu aşan miktarda yapılan yatırımlardır (TCMB, tarihsiz, s. 19). En uç durumda, yatırımcılar, yerleşik olmadıkları başka bir ülkede, sıfırdan yeni tesisler kurabilir ve operasyonlar üzerinde tam kontrole sahip olabilirler (Galeza and Chan, 2015, s. 34). DYY'lerin bir diğer özelliği de likiditelerinin portföy yatırımlarına göre daha düşük olmasıdır.

Bir ülkede yerleşik olan yatırımcı tarafından yurtdışında yerleşik bir şirkete yapılan yatırım, varlık ve yükümlülük esasına göre bu yatırımcının yerleşik olduğu ülke ekonomisinde varlık artışı olarak kaydedilmektedir. Yurtdışındaki şube, iştirak ve bağlı ortaklığın doğrudan yatırım yaptığı ülkedeki ana ortağına yaptığı yatırımlar (tersine yatırım) ise bu yatırımcının yerleştiği olduğu ekonomide yükümlülük artışı olarak kaydedilmektedir. Bir ekonomideki DYY'lerin kayıt altına alındığı hesapta varlık tarafı doğrudan yatırımcının yerleşik olmadığı ülkedeki doğrudan yatırım işletmesine yaptığı yatırımları, ülkede yerleşik olan doğrudan yatırım yapan işletmenin yurtdışında doğrudan yatırım şirketine yaptığı yatırımlar (tersine yatırım) ve yurtdışındaki yerleşik olan grup şirketlerine yapılan yatırımları kapsar. "Grup şirketleri", doğrudan yatırımcılarının aynı olmasından dolayı aralarında doğrudan yatırım ilişkisi bulunan ancak bir grup şirketinin diğer bir grup şirketindeki oy hakkının yüzde ondan fazla olmadığı işletmelerdir (TCMB, tarihsiz, s. 10). Dolaylı doğrudan yatırım ilişkileri

olarak da ifade edilen bu durum, başka bir kuruluştta oylama gücüne sahip olan bir doğrudan yatırım girişiminde, doğrudan yatırım ilişkileri zinciri aracılığıyla dolaylı kontrol veya etki yaratabilen oy hakkına sahip olmak yoluyla ortaya çıkmaktadır. Örneğin, bir şirket, başka bir şirketle doğrudan bir yatırım ilişkisine sahip olabilir. Söz konusu ikinci şirket ise üçüncü bir şirket ile doğrudan bir yatırım ilişkisine sahip olabilir. Bu durumda birinci şirket üçüncü şirket üzerinde BPM6’da belirtilen ölçülere göre dolaylı kontrol veya etki sahibi olabilir (IMF, 2009, s. 101).

Ödemeler dengesinde sermaye işlemlerinde daha önce bahsedildiği gibi yükümlülük artışı veya varlık azalışı, alacak (+) işaretiyle gösterildiği için, bir ülkeye giriş yapan DYY, yükümlülük artışı yaratması ve ödemeler dengesi hesabına (+) olarak kaydedilmesinden dolayı ülkeler, DYY girişlerini cari hesap açıklarının finansman kaynağı olarak görürler. Bu yüzden ülkeler DYY girişlerini artıracak politikalara öncelik verirler. Ayrıca DYY’lerin ithal ikamesi sağlayarak ödemeler dengesinde ithalat ile ilgili döviz ödemeleri yükünü azaltması, yapılan üretimin bir kısmının da dış piyasalara yönelik ihracatı artırmasıyla ülkenin ödemeler dengesini olumlu yönde etkilemesi beklenir. Dolayısıyla DYY’lerin ihracatı artırıcı, ithalatı ise azaltıcı etkisiyle birlikte dış ticaret, cari işlemler ve ödemeler dengesinin bu durumdan pozitif yönde etkileneceği yorumu yapılabilir (Durgan, 2016, s. 13).

BPM6’da doğrudan yabancı yatırımlar, sermaye ve yatırım fonu payları ile borç enstrümanları olmak üzere iki ana grupta toplanmaktadır. Sermaye ve yatırım fonu payları, doğrudan yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışında başka bir ekonomide yeni bir şirket kurma veya aktif bir şirkete dahil olma yoluyla yaptığı yatırımları ve bu yatırımlardan elde edilen kârların dağıtılmadan sermayeye ilave edilmesini kapsar. Borç enstrümanları ise, doğrudan yatırımcılar ile bağlı olduğu kuruluşların, şubelerin ve iştiraklerinin arasındaki borçlanma faaliyetlerinden oluşan yatırımları gösterir (TCMB, tarihsiz, s. 11).

1.2.2.2. Portföy yatırımları

Portföy yatırımları şirketler tarafından sunulan hisse senetleri veya devletler tarafından sunulan bono ve tahviller olmak üzere, kâr payı veya faiz getirisi sağlayan uluslararası piyasa işlemlerinden oluşur. Portföy yatırımları sektörel bazda bir dağılımla “Net Varlık Edinimi” ve “Net Yükümlülük Oluşumu” ana başlıkları altında; hisse

senetleri ve yatırım fonu payları ile borç senetleri olarak ve uzun vadeli ve kısa vadeli olmak üzere sınıflandırılır (Kopuz, 2010, s. 30; TCMB, tarihsiz, s. 11).

Hisse senedi, tüm alacaklıların taleplerinin karşılanması için bir şirketin veya birleşme benzeri kuruluşların (quasicoperation) kalan değerine ilişkin talepleri onaylayan tüm belgeleri ve kayıtları kapsar.

Yatırım fonları, yatırımcıların finansal veya finansal olmayan varlıklara ya da her ikisine de yatırım yapmak için fon topladıkları ortak yatırım taahhütleridir.

Borçlanma senetleri, bir borcun kanıtı olarak kullanılan alınıp satılabilen belgelerdir. Borçlanma araçları, gelecekte belli dönemlerde anapara ve / veya faiz ödemeyi gerektiren araçlardır (IMF, 2009, s. 85).

Borçlanma senetleri kısa veya uzun vadeli olabilmektedir. Bunlar;

Uzun vadeli borçlanma senetleri:

- Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller
- Kâra katılmayan tercihli hisse senetleri
- Sıfır kuponlu tahviller ve diğer indirimli tahviller
- Endeksli tahviller
- Varlık destekli menkul kıymetler

Kısa vadeli borçlanma senetleri:

- Hazine bonosu
- Banka kabulleri
- Mevduat sertifikaları
- Ticari kağıtlar

Portföy yatırımlarının karakteristik özelliği, kolay paraya çevrilebilir olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, yasal sahipliği, organize olmuş piyasalarda teslimat veya onaylama yoluyla bir birimden diğerine kolayca aktarılabilir. Sahipleri tarafından alınıp satılabilirler ki bu durum yatırımın ve kazanç elde etmenin etkin ve esnek bir yoludur. Çünkü portföy yatırım araçlarına yatırım yapmak için, yatırımcı, yönetimde söz sahibi olmak zorunda değildir, para herhangi bir şekilde bir yere/şeye bağlı değildir ve genellikle likiditesi yüksektir. Portföy yatırımlarının bir diğer özelliği de bir dizi risk ve getiri ödünleşimi (trade off) içermesidir (IMF, 2009, s. 110).

Finansal hesap kalemlerinde portföy yatırımları ile DYY'ler arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Bunlardan ilki yukarıda da bahsedildiği gibi yönetim ve kontrole ilişkindir. DYY'lerde, yatırımcı şirketin yönetimi ve kontrolünde etkili

olmaktadır. Diğer fark ise yatırımcının yatırım sermayesinin yanı sıra üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisini de beraberinde getirebilmesidir. Portföy yatırımlarında yabancı yatırımcının sermaye dışında başka bir katkı yapmasına gerek yoktur (TCMB, tarihsiz, s. 11).

1.2.2.3. Finansal türevler

Finansal türevler, belirli bir finansal enstrüman ya da gösterge ya da emtiaya bağlı olan ve kendi başlarına bu bağlı olduğu araçtan (enstrümandan) bağımsız piyasalarda işlem görebilen, belirli finansal risklerle (faiz oranı riski, döviz kuru riski, hisse senedi ve emtia fiyat riskleri, kredi riski vb.) doğrudan bağlantılı olduğu finansal araçlardır. Finansal türevlere dair işlemler, ileri bir tarihte yapılacak alım-satımın şartlarını bugünden belirleyen ve tarafları hukuki olarak bağlayan sözleşmeler ile gerçekleştirilir. Bu sözleşmeler ödemeler dengesi metodolojisine göre vadeli ve opsiyon tipi sözleşmeler olmak üzere iki temel grupta toplanır (TCMB, tarihsiz, s. 11; IMF, 2009, s. 93-94). Vadeli sözleşmeler, belirli bir vadede önceden belirlenmiş fiyat, miktar ve belirli malı, kıymetli madeni, finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını veya döviz alma ya da satma yükümlülüğü veren sözleşmeler; opsiyon sözleşmeleri ise ödediği opsiyon primi karşılığında opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, daha önce belirlenmiş fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni veya döviz alma ve satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan sözleşmelerdir (SPK, 2016).

1.2.2.4. Rezerv varlıklar

Rezerv varlıkları, ödemeler dengesinin finansman ihtiyaçlarının karşılanması, döviz kuru müdahalelerinde bulunabilmek için ve diğer (ekonomilerde para birimine güvenin korunması ve dış borçlanma için bir temel oluşturulması gibi) ilgili amaçlar için para otoriteleri tarafından kolaylıkla temin ve kontrol edilebilen dışsal varlıklardır. Rezervler döviz varlıklarından ve gerçekten varolan reel varlıklardan oluşmalıdır. Rezerv varlıkların para otoriteleri tarafından kontrol edilme ve kullanıma hazır durumda olma özellikleri önem arz eder (IMF, 2009, s. 112).

Bir ülkedeki ödemeler dengesinde meydana gelen bir dış açık dolayısıyla döviz talebinin artması durumunda döviz kuru istikrarının bozulması istenmiyorsa merkez bankası piyasada döviz satar; böylece rezervlerde azalma olur. Aksi durumda da, dış

ödemeler fazlası dolayısıyla döviz talebindeki azalma kurun değerindeki düşüşe sebep olmaması için merkez bankası piyasadan döviz satın alır; böylece rezervlerde artış görülür (Seyidoğlu, 2013, s. 341).

Rezerv varlıklar;

- Parasal Altın Rezervleri
- Özel Çekme Hakları (SDR)
- IMF Nezdindeki Rezerv Opsiyonu
- Diğer Rezerv Varlıklar

başlıklarında sınıflandırılmaktadır.

Parasal Altın Rezervleri: Ülkenin para otoritelerinin elinde bulunan parasal altın rezervleri,

Özel Çekme Hakları (SDR): Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yaratılan ve üye ülkelerin kotaları çerçevesinde bu ülkelere rezerv sağlamak amacıyla tahsis edilen uluslararası rezervler,

IMF Nezdindeki Rezerv Opsiyonu: Üye ülkelerin IMF'deki rezerv pozisyonları, üye ülkelerin kredi dilimlerinden satın alışlarının toplamı olup, üye ülkeye her an ödenebilen tutarlar,

Diğer Rezerv Varlıkları: Rezerv varlıklar içerisinde yukarıda sınıflananlar dışında kalan diğer rezerv varlıklarıdır. Örneğin, bankaların elinde tuttuğu rezerv varlıkların parasal yetkilinin kontrolüne girmesi durumunda bu başlıkta kaydedilir (TCMB, tarihsiz, s. 12).

1.2.2.5. Diğer Yatırımlar

Ödemeler bilançosunda, DYY, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv varlıklar haricindeki diğer tüm finansal hareketler diğer yatırımlar kaleminde yer almaktadır. Varlık ve yükümlülük ayrımının yapıldığı bu kaleminde yatırımlar türlerine ve sektörüne göre alt gruplara ayrılmıştır (TCMB, tarihsiz, s. 11-12):

- Efektif ve mevduatlar,
- Krediler,
- Sigorta, emeklilik ve standardize garanti şemaları,
- Ticari krediler ve avanslar (ihracat ve ithalat için açılan krediler),
- Diğer alacak ve borçlar
- SDR

1.2.3. Net hata ve noksan

Ödemeler bilançosu prensip olarak dengede olmasına rağmen, derleme ve kaynak verilerdeki eksiklikler sebebiyle bu denge koşulu sağlanamayabilir. Bu dengesizlik durumu, ödemeler bilançosu için normal bir özelliktir ve net hatalar ve noksan (istatistik farklar) hesabı adı altında denkleştirme için ödemeler bilançosunda yer alır. Net hata ve noksan hesabının pozitif bir değer alması;

- cari ve sermaye hesaplarındaki borçların değerinin çok yüksek;
- finansal hesapta varlıklarda net artışların değerinin çok yüksek;
- finansal hesapta yükümlülüklerdeki net artışların değerinin çok düşük olması gibi eğilimleri işaret eder. Net hata ve noksan hesabının negatif değer alması ise bu eğilimlerin tersini ifade eder (IMF, 2009, s. 11).

1.3. Sermaye Akımlarının Tarihsel Gelişimi

Dünyada sermaye hareketleri 1500'li yıllara dayanmaktadır. Ayrıca, sermaye akımları İngiliz sanayi devrimi, dünya savaşları ve küresel krizler vb. gibi nedenlerle önemli kırılmalara yol açmıştır. Ancak günümüzdeki anlamıyla sermaye hareketleri sanayi devriminden sonra şekillenmiş ve literatürde de sanayi devrimi sonrası incelenmeye başlanmıştır.

Sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi açısından İngiltere'nin sanayi devrimi nedeniyle bir öncü olduğu kabul edilmektedir. Çünkü sanayi devrimi yeni yatırımlara dönüşebilecek sermaye oluşumuna neden olmuştur. Sermaye oluşumu 1800'li yıllarda sadece İngiltere ile kısıtlı değildir, aynı zamanda sanayileşmiş diğer ülkelerde de bu durum yaşanmıştır (Şener, 2008, s. 45).

İngiltere'de oluşan sermaye birikiminin, ekonomideki tasarruf eğilimi sayesinde gerçekleşmiş olması iddiası da bir başka görüştür. Tasarrufun sermaye birikimindeki rolünü vurgulayan teoriler, tasarrufun yatırımların finanse edilmesinin tek yolu olduğu görüşüne dayanmaktadır. Bu teoriler yabancı sermayenin yatırımların finansmanı için kullanılabileceğini göz ardı etmektedir. Ancak açık bir ekonomide yurtiçi tasarrufa ek olarak net sermaye akışı yatırımların finansmanına katkı sağlar (Brezis, 1995, s. 46).

1800'li yılların ilk yarısına gelindiğinde, sanayileşme sonucu biriken sermaye ile, özellikle İngiltere gibi sömürgeleşme yoluna giden ülkeler, sömürge altına aldıkları ülkelere yabancı sermaye aktarmaya ve yatırımlar yapmaya başlamıştır. Bu dönemde sanayileşmiş ülkelerin alternatif yatırımlara yönelmesi, daha ucuz ve bol iş gücü ve

hammaddeye sahip bağımsız ve az gelişmiş ülkelere doğru olmuştur. 18. yüzyılda yabancı sermaye yatırımları Asya ve Afrika ülkelerinden ziyade Amerika kıtasına doğru yönelmiştir. Sanayileşmiş ülkelerde oluşan gelir farkı uçurumları sermayedar bir sınıf oluşmasını sağlamış ve yapılan sermaye yatırımları çoğunlukla bu sermaye sahipleri tarafından gerçekleştirilmiştir. Genelde portföy yatırımları olarak gerçekleşen bu akımlar, sanayileşmemiş devletlerin bono ve tahvilleri sanayileşmiş ülkelere satması şeklinde de görülmektedir. 1800'lü yılların sonundan Birinci Dünya Savaşı'na kadar yabancı sermaye yatırımları sanayileşmiş ülkelere az gelişmiş ülkelere doğru ve DYY'ler şeklinde yoğunlaşmıştır. Bunun sebebi ise sanayileşmiş ülkelerin kendi sanayileri için hammadde ve işgücü ihtiyaçlarını karşılamak istemeleridir (Şener, 2008, s. 45-47).

Birinci Dünya Savaşı, sermayenin ülkeler ve kıtalar arasındaki hareketinin sekteye uğramasının nedenlerinden birisidir. Birinci Dünya Savaşı ile birlikte Amerika Birleşik Devletleri (ABD) uluslararası piyasalarda bir alacaklı olarak ilk kez sahnede yer aldı ve uluslararası piyasalarda kredi veren Avrupa ülkelerinin bu konumu değişmesine neden oldu. Almanya önemli ölçüde sermaye ithalatı yapmaya başladı ve savaşın ekonomik etkilerinden dolayı diğer yabancı sermaye hareketlerine yön veren Fransa ve İngiltere gibi Avrupa ülkelerinde de sermaye birikimi azaldı ve daha çok ülke içerisindeki ekonomik dalgalanmaların ön plana çıkmasına neden oldu. Ayrıca, 1920'ler boyunca gelişmiş ülkelerin sermayesi, çevre ülkeler için bir kalkınma finansmanı olarak kullanılmaktan ziyade, Avrupa'da yaşanan savaşın ekonomik etkilerini azaltmak için kullanıldı. Ardından Büyük Buhran'la birlikte altın standardının kullanımı kaldırılmış ve ekonomiler için büyük bir çöküş gerçekleşmiştir. 1929 Büyük Buhran'dan sonra ise dünya ticareti gerilemiş ve çevre ülkelerde, 1914 öncesindeki 60 yıllık sürede çok önemli bir gelişme sergileyen uluslararası piyasalara bağımlılık, dünya krizinin etkisi ile yıkıcı sonuçlar doğmasına neden olmuştur. (Fishlow, 1985, s. 384-385).

Savaş öncesi dönemde daha çok portföy yatırımları şeklinde olan akımlar, savaş sonrası çokuluslu şirketlerin kurulmasıyla birlikte DYY şeklinde olmuştur. İkinci Dünya Savaşı ile büyük bir yıkıma uğramış olan Avrupa ülkeleri, savaştan galip ayrılan ABD'den kredi ve hibe almak zorunda kalmıştır. Savaşın bir diğer galibi olan Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği (SSCB), ABD'nin karşısına bir güç olarak çıkmış; ABD bu güce karşı Batı Avrupa ekonomilerinin yeniden toparlanmaları ve ABD tarafında olmaları adına bu bölgeye doğru uluslararası sermaye akışını hızlandırmıştır. Bu

dönemdeki akımlar daha çok resmi sermaye transferleri şeklinde gerçekleşmiştir. ABD'nin yardım transferlerine karşılık yeni bir güç olarak doğan SSCB ve Çin de savaştan zarar gören ekonomilere yardımlarda bulunmuş ancak bu iki müttefikin yaptığı yardımlar ABD'nin yardımlarının yarısından daha az bir miktarda olmuştur (Şener, 2008, s. 50-51).

İkinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası sermaye hareketlerinde, dünya savaşları ve küresel kriz öncesinde yaşanan uluslararası sermaye piyasalarındaki ivme yakalanmıştır. Ayrıca, İkinci Dünya Savaşı sonrasında bu hızlı toparlanmada bilgi ve iletişim teknolojilerindeki yeniliklerin de etkisi büyüktür. Ayrıca İkinci Dünya Savaşı sonrasında, kurulan yeni uluslararası sistemde, aslında sanayileşmiş ülkeler Bretton Woods sisteminin öngördüğü sermaye kontrollerine sıkı sıkıya bağlı kalmışlardır. Bu sistem dış ticarete serbestliği savunurken, finansal sistemin daha kontrol altında tutulmasını öngörmekteydi. Bretton Woods'un taslağında; hükümet izinleri olmadan mevduat ya da yatırımların kabul edilmemesi ve eğer ülke hükümeti isterse o ülke vatandaşlarının banka mevduatı, yatırım ve finansal aktif biçimindeki tüm servetlerini bildirmelerini isteyebilecekti. Fakat bu finansal kontrollere ABD'deki finansal çevrelerden güçlü eleştiriler geldi. Çünkü Bretton Woods sistemi içerisinde böyle kontrollerin olması, ABD'ye olan sermaye akışını durdurabilirdi ve Bretton Woods'un tasarlayıcıları olan Keynes ve White'ın aksine bu çevreler finansal serbestlikten yana idi. İtirazlara rağmen savaş sonrasında kurulan uluslararası finansal sistem sermaye hareketlerini kontrol altında tutmaya yönelik oluşturulmuştur. Ancak 1945-1947 yılları arasında ABD liberal bir finansal sistem denemesi gerçekleştirirse de, bu deneme bir krizle sonuçlanmıştır. 1970'lere kadar ABD ve Avrupa ülkeleri sermaye kontrollerine devam etmişler ancak 1974'ten itibaren ABD başta olmak üzere bütün sanayileşmiş ülkeler 1980'lerin ortalarına kadar sermaye kontrollerini tamamen kaldırarak serbest bir finansal yapı benimsemişlerdir (Esen, 1997, s. 32-36).

1.4. Sermaye Akımlarının Sebepleri ve Sonuçları

1.4.1. Sermaye akımlarının sebepleri

Sharma vd. (1997), sermaye girişlerinin sebeplerini 3 ana başlık altında toplamıştır. Bunlar;

- i) Yurtiçi para talebi fonksiyonundaki otonom artışlar,
- ii) Sermayenin yurtiçi verimliliğinin artması,

iii) Uluslararası faiz oranlarındaki düşüşler.

Bu faktörlerden ilk ikisi “çekici”, üçüncüsü ise “itici” güçtür. Tablo 1.1’de bu faktörlerin etkileri özetlenmektedir.

Sharma vd. (1997)’ne göre, sermaye girişlerinin sebeplerini açıklarken ülkenin uyguladığı döviz kuru politikası oldukça önemli olduğunu öne sürmüştür. Esnek kur politikası uygulanan bir ekonomide, sermaye girişleri ülke parasının değerini artıracak, ithalat ürünlerinin nispi olarak fiyatlarını düşürecek ve dış ticarete konu olmayan malların tüketimi azalacaktır. Bu yüzden, diğer koşullar sabitken, döviz kuru ne kadar esnek ise sermaye girişlerinin enflasyonist etkisi o kadar az olacaktır. Ayarlanabilir kur ya da sabit kur politikası altında ise sermaye girişlerinin enflasyonist baskı yaratıp yaratmaması, giren sermayenin yurtiçi para talebinde bir artıştan kaynaklanıp kaynaklanmadığına ya da uluslararası faiz oranlarının düşmesinden veya sermayenin verimliliğinin artmasından kaynaklı olup olmamasına bağlıdır. Eğer, sermaye girişleri yurtiçi para talebinin sürekli artmasından kaynaklanıyor ise enflasyonist bir etki yaratmaz. Ancak diğer sebeplerden dolayı artmışsa sterilizasyonun olmadığı durumda döviz rezervindeki birikme (accumulation) para tabanının genişlemesine ve enflasyonist baskının artmasına sebep olacaktır.

Agénor (1998)’a göre sermaye girişinin para talebi fonksiyonundaki bir kaymadan mı yoksa dışsal faktörlerden mi (varlık fiyatları, para ve kredi toplamları (monetary and credit aggregate)), ödemeler dengesi ve faiz oranları gibi) kaynaklandığı bazı göstergelerdeki değişimlerden anlaşılabilir. Örneğin, para talebi fonksiyonundaki yukarı yönlü bir kayma yurtiçi bonolarının, hisse senetlerinin ve emlak fiyatlarının düşmesine ve portföy sahiplerinin yeniden portföy tahsisine gitmesine sebep olacaktır. Aksine, sermaye girişleri uluslararası faiz oranlarındaki bir düşüş ya da yurtiçi verimlilik oranlarındaki bir artıştan kaynaklanıyor ise reel ve finansal varlıkların fiyatlarında bir artış söz konusu olacaktır (Agénor, 1998, s. 45).

Faiz oranları sermaye girişlerinin “itici” sebeplerinin belirlenmesinde önemli bir role sahiptir (Agénor, 1998, s. 40). Diğer bütün koşullar sabitken, “itici” faktörlerden kaynaklanan girişler (uluslararası faiz oranlarının düşmesi sonucu olan girişler), yurtiçi faiz oranlarında aşağı yönlü bir baskı oluşturur.

Sharma vd. (1997)’ne göre reel para balanslarının davranışları da sermaye girişleri konusunda bilgi verir. Buna göre para talebi değişimleri sonucu gerçekleşen sermaye girişleri para balansında bir artışla birlikte görülür fakat bu durum enflasyonist bir etki

yaratmaz. Bu yüzden de reel para balansı artar. Uluslararası faiz oranlarında meydana gelen bir düşüşten kaynaklanan sermaye girişleri ise başlangıçta nominal ve reel para balansını yukarı çeker ancak enflasyonun artmasıyla reel balanslarda düşüş yaşanır. Yurtiçi fiyatlar genel düzeyindeki değişim düşük enflasyonlu ülkelerde, yüksek enflasyona sahip ülkelere göre daha yavaş olur. Yurtiçi verimlilikten kaynaklanan sermaye girişleri, yüksek faiz oranları ve yüksek gelir ortamında gerçekleşir; para talebi artışının net etkisi diğer iki faktörün faiz oranları ve gelir değişimine verecekleri tepkiye göre ortaya çıkar (Sharma vd., 1997, s. 4).

Tablo 1.1. *Sermaye girişleri ve finansal göstergeler arasındaki ilişki*

Gösterge	Çekici(Pull) Faktörler		İtici(Push) Faktör
	Para talebi eğrisinin yukarı kayması	Yurtiçi sermaye verimliliğinin artması (uzun süreli giriş)	Dışsal faktörler (uluslararası faiz oranlarının düşmesi) (kısa süreli giriş)
Varlık fiyatları			
Faiz oranları	Artar	Artar	Azalır
Getiri eğrisi	Düzleşir	Belirli değil	Dikleşir
Döviz kuru	Değer kazanır	Değer kazanır	Değer kazanır
Hisse senedi fiyatı	Azalır	Artar	Artar
Emlak fiyatı	Azalır	Artar	Artar
Enflasyon	Azalır	Artar	Artar
Para ve kredi toplamları			
Reel para balansı	Artar	Muhtemelen azalır	Artar
Taban para	Artar	Artar	Artar
Uluslararası rezervler	Artar	Artar	Artar
Banka kredileri	Muhtemelen artar	Artar	Muhtemelen artar
Döviz mevduatları	Azalır	Belirli değil	Azalabilir
Ödemeler dengesi			
Doğrudan yabancı yatırımlar	Belirli değil	Artar	Belirli değil
Portföy yatırımları	Özellikle kısa dönemli girişleri artar	Hem kısa hem de uzun dönemli girişleri artar	Özellikle kısa dönemli girişleri artar

Kaynak: Sharma, Haque and Mathieson, 1997.

Bankacılık sistemindeki döviz mevduatları, yurtiçi para talebi fonksiyonu yukarı kaydığında ve uluslararası faiz oranları düştüğünde azalmalıdır. Ancak, yurtiçi verimlilik oranı artışının döviz mevduatları üzerindeki etkisi net değildir. Yani, yerel paraya olan ihtiyacın artması, döviz mevduatlarını yerel para birimi yerine ikame olabilirlikten uzaklaştıracaktır; gelir etkisi ise bu durumun tersine bir etki yaratacaktır.

Bu yüzden para talebindeki artışın döviz mevduatları üzerindeki etkisi net değildir. Sermaye girişlerinin bileşimleri, bu girişlerin sebebi ile ilgili bilgi sağlayabilir; ancak özellikle kısa dönemde DYY ve portföy yatırımlarını birbirinden ayırt etmek oldukça güçtür. Genellikle, para talebi artışı kısa dönemli portföy yatırımlarını cezbeder, sermayenin yurtiçi getiri oranlarının artması gibi sebepler ise uzun dönemde DYY'leri cezbeder. Ayrıca uyarıcı faktörlerdeki değişimle sermaye girişleri arasında bir zamansal gecikme yaşanabilir. Bunun sebepleri düzenleyici bir ortam veya ev sahibi ülkenin absorptif kapasitesidir. Bu yüzden sermayenin yurtiçi verimliliğindeki bir artış önce büyük portföy yatırım girişlerine daha sonra DYY girişlerine sebep olacaktır (Sharma vd., 1997, s. 4).

1.4.1.1. İçsel faktörler

Lopez-Mejia (1999), sermaye girişlerinin sebeplerini içsel ve dışsal faktörler olarak ikiye ayırmaktadır. Buna göre, literatürde yer alan çalışmalar doğrultusunda, yabancı yatırımcılar için gelişmekte olan ekonomilerde içsel faktörler iki kanal ile açıklanabilir. İlk olarak, ülkelerin pek çoğunda kredibilite (kredi itibarı/creditworthiness) yani dış borçların yeniden yapılandırılması yolu gelişmiştir. Örneğin 1980'lerin ortalarında Romanya ve Bulgaristan'ın, 1990'da Polonya'nın dış borçları ertelenmiştir. Ayrıca ağır borç yükü altındaki Arjantin, Kosta Rika, Meksika, Uruguay, Venezuela gibi Latin Amerika ülkeleri ve Nijerya ve Filipinler "Brady-type"² girişimleri gibi uygulamalardan resmen faydalanmışlardır.

Gelişmekte olan ekonomilerde yatırımcıları çeken diğer kanal yapısal reformlar sonucu oluşan verimlilik artışı ve Doğu Avrupa, Güneydoğu Asya Ülkeleri İşbirliği Örgütü (ASEAN) ülkeleri ve Latin Amerika'da uygulanan başarılı istikrar programları sonrasında makroekonomi yönetimlerinin güven kazanmasıdır. Avrupa ülkeleri 1990-1991 yıllarında bir takım istikrar programları yürürlüğe koymuş ve 1992 ve 1993'te bu ülkelerin sermaye hesapları çarpıcı bir biçimde gelişmiş ve iyileşmiştir (Calvo, Sahay and Végh Gramont, 1995).

1980'lerin ortalarında Endonezya, Malezya ve Tayland bütçe açıklarını azaltmak için uyum programları gerçekleştirmiş, döviz kurunun değerini düşürmüş ve kredi

² Tarihte gerçekleşen bir tür borç erteleme. Bu tip borç erteleme işlemleri garanti altına alınmış tahvil ve bonolar için yeni ikincil piyasa oluşmasını sağlamıştır. Bu tür işlemler diğer erteleme işlemlerinden farklı olarak borç yükünü azaltmıştır (Hale, 2007, s. 202).

genişlemesinin genel olarak değerini düşürmüştür. 1990'larda Filipinler aynı uygulamaları gerçekleştirmiştir. Dahası bu dört ülke gerçekleştirilen bu reformlarla birlikte ekonomilerini dış ticarete açmış ve finansal sistemlerinde de reformlara gitmiştir (Koenig, 1996).

Latin Amerika'da, Bolivya, Şili ve Meksika 1980'lerin sonunda dezenflasyon programları uygularken Arjantin, Brezilya, Ekvator ve Peru bu programları 1990'ların başında, ASEAN ülkelerinde olduğu gibi, istikrar politikaları, ticaret ve sermaye piyasaları liberalizasyonu ile eşanlı gerçekleştirilmiştir (Calvo, Leiderman and Reinhart, 1996, s. 127).

Kahn, Bennett and Schadler (1993)'e göre gelişmekte olan ekonomilerde yerel etkiler sermaye girişleri için baskın bir sebeptir. Dışsal faktörlerdeki değişimler bazı ülkelerde yaşanan sermaye akımı dalgalanmaları ile aynı döneme rastlamaz. Dahası zaman konusundaki bu farklılıklar, dalgalanmaların kalıcı olması ve farklı ülkelerde bu girişlerin çok yoğun olması yatırımcıların ülkelere özgü özelliklere karşı bir reaksiyon gösterdiğini ortaya koyar. Bohn and Tesar (1996) 1980-1994 dönemini kapsayan çalışmasında Asya ülkelerinde içsel faktörlerin dışsal faktörlerden daha önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Hernandez vd. (2001) 1977-1997 yılları arasında gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarını açıklarken, yatırımlara ev sahipliği yapan ülkelerde, özel sermaye akımlarının sebeplerine ilişkin daha çok ülkelere özgü özelliklerin önemli olduğunu ve dışsal faktörlerin anlamlı bir etkisinin olmadığını savunurlar.

Dünya Bankası (1997), dışsal faktörlerden daha çok içsel faktörlere dikkat çeker. Bu faktörler şu şekilde sıralanabilir;

- i) Ekonomik temeller yatırımcıların uzun dönem getirilerini etkiler. Güçlü ekonomik temellere sahip ekonomilerde (yüksek yatırım oranı/GSYİH), düşük enflasyon, reel döviz kurunun değişkenliğinin düşük olması), zayıf ekonomik temellere sahip olan ekonomilere göre daha az sermaye çekmişlerdir.
- ii) Gelişmekte olan ekonomilerde DYY özel sermaye akımları içerisinde en büyük paya sahip yatırım türüdür ancak DYY'ler makroekonomik temellerin güçlü olup olmadığına karşı duyarlı olsa da bu durum dünya faiz oranları ile açıklanamaz.
- iii) Portföy yatırımları faiz oranlarına karşı daha duyarlıdır.

1.4.1.2. Dışsal faktörler

Calvo, Leiderman and Reinhart (1996), sanayileşmiş ülkelerdeki konjonktürel (cyclical conditions) koşulların sermaye akışının gelişmekte olan ülkelere doğru olmasının temel sebebi olduğunu öne sürer. Özellikle 1990'larda yaşanan dünya faiz oranlarındaki düşüşü ya da yatırımcıların gelişmekte olan ekonomilere "itilmesi" iki yolla gerçekleşmiştir. Birincisi ABD, Japonya ve birçok Avrupa ülkesinde görülen durgunluk dönemi ve dünya faiz oranında yaşanan düşüşle birlikte gelişmekte olan ülkelerde kâr imkanlarının nispeten daha ilgi çeken bir hal almasıdır. İkincisi ise, dünya faiz oranlarında yaşanan düşüşün, borçlu ülkelerin borcu zamanında ödememe (temerrüt riski) riskini azaltması ve kredibilitelerini yükseltmesidir. Sermaye dalgalanmalarının bu şekilde açıklanması önemli sonuçlar ortaya çıkarır. Aslında Calvo, Leiderman and Reinhart (1993)'in dikkat çektiği gibi, bu itiş gücü bulunan faktörlerin tersine dönmesi sermayenin dışarıya çıkmasına ve makroekonomik oynaklığa da sebep olabilir.

Lopez-Meija (1999)'ya göre, sermaye ihracatı yapan ülkelerin finansal yapılarında yaşanan iki gelişme özel sermayenin, ülkelerin sınır ötesi yatırım imkanlarına cevap verebilirliğini artırmıştır. Bu gelişmelerden ilki, düşen iletişim maliyetlerinin, rekabet gücündeki artışın ve yurtiçi piyasalarda yükselen maliyetlerin sanayileşmiş ülkelerdeki firmaları etkinlik ve kârlılıklarını artırmak için sınır ötesinde üretim yapmaya itmesidir. Bu durum sadece DYY'lerin hacmini artırmamış aynı zamanda 1970 ve 1980'lerdeki DYY'lerden farklı bir yapı ortaya çıkarmıştır. Çünkü o yıllarda DYY yalnızca doğal kaynak çıkarma ve ithal ikame güdüleri ile gerçekleşmekteydi. İkincisi ise, sanayileşmiş ekonomilerde finansal yapıda yaşanan gelişmelerin, gelişmekte olan ekonomilere doğru sermaye hareketlerini artırmasıdır. Bu durum kurumsal yatırımcıların önemini artırmıştır. Böylece kurumsal yatırımcılar kendilerini dışarda yatırım yapma konusunda daha yetenekli bulmuşlardır çünkü gelişmekte olan ülkelerde yatırımcıların uzun dönemde beklenen getirisi ve risk çeşitlendirme imkanları daha yüksektir. 1980 ve 1990'ların başında yatırımların beklenen getirilerinin artması, ülkelerin yapısal reformlar ve makroekonomik istikrar programları uygulamalarının ardından kredibilitelerinin artmasının bir sonucu idi. Gelişmekte olan ekonomilerde risk çeşitlendirme imkanlarının artması yatırımcılar için bu piyasalarda daha çeşitli yatırım araçları gelişmesini sağlamış ve likiditeyi artırmıştır. Bunun sonucu olarak da daha kapsamlı ve daha derin menkul kıymetler piyasaları oluşmuştur. Buna ek olarak, piyasalar küreselleştikçe bu imkanlar kredi sağlayan

ülkelerde daha da artmıştır. Bu durum kurumsal yatırımcının önemini artırmış ve rekabetçiliğin, finansal inovasyonun, serbestleşmenin ve teknolojik değişimin artmasını sağlamıştır (Lopez-Mejia, 1999, s. 17).

Bu sebepler doğrultusunda literatürde yer alan ilk dönem çalışmalarında da itici faktörler özellikle ABD faiz oranları ve küresel konjonktürel durumlar sermaye akımlarında önemli rol oynamışlardır. Calvo, Leiderman and Reinhart (1992)'a göre 1973-1991 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişinin artması çoğunlukla itici faktörlerin özellikle de ABD'deki faiz oranlarının düşük faiz oranlarının bir sonucu olduğunu ileri sürerler. Ayrıca gelişmiş ülkelerdeki konjonktürel koşullar gelişmekte olan ülkelere olan sermaye girişlerinin ana belirleyicisidir. Harvey (1995), 1976-1992 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere özkaynak akımının risk ve getirilerini incelemiş ve yatırımcıların gelişmekte olan ülkelerin getirisi ile bu ülkelere alternatif olarak daha az getiri sağlayan yabancı ülkeleri karşılaştırmıştır. Gelişmekte olan ülkelere olan özkaynak akımlarının öncelikle küresel faktörlerden kaynaklandığı sonucuna ulaşmıştır. Fernandez-Arias (1996) Asya ve Latin Amerika ülkelerinde 1989 ve 1993 yılları arasında uluslararası faiz oranlarındaki düşüşün gelişmekte olan ülkelere sermaye girişinin temel sebebi olduğuna ulaşmışlardır. Ayrıca Fernandez-Arias (1996) ülkelerin kredibilitelerinin dünya faiz oranına bağlı olduğunu ve yabancı faiz oranlarının diğerlerine oranla en önemli faktör olduğunu iddia eder. Chuhan vd. (1998) çekici faktörlerin de en az itici faktörler kadar önemli olduğunu ve Montiel and Reinhart (1999) ise itici faktörlerin sermaye akımlarının zamanını ve büyüklüğünü belirlerken, çekici faktörlerin akımların dağılımını belirlediğini öne sürerler (Vita and Kyaw, 2008, s. 305).

1.5. Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Etkileri

Sermaye giriş ve çıkışları ekonomiler üzerinde fayda sağladığı gibi ekonomilere bazı maliyetler de getirmektedir. Sermaye girişlerinin olumlu yönleri, yüksek getirili yatırımlar için finansman sağlayabilmesi ve böylece büyüme oranlarını yükseltmesidir. Sermaye girişleri – özellikle DYY'ler- genellikle verimlilik ve büyümeyi artıran gelişmiş teknoloji, yönetim teknikleri ve uluslararası ağlara erişimi beraberinde getirmektedir. Sermaye çıkışları ise, yerli vatandaşların ve şirketlerin daha yüksek getiri elde etmelerini ve daha iyi bir şekilde risk dağıtımını yapabilmelerini sağlayabilir. Böylece tüketim ve gelirdeki dalgalanmaları azaltabilir. Sermaye girişleri ve çıkışları piyasa disiplini artırabilir, bu sayede kaynakların daha verimli bir şekilde tahsis

edilmesine ve daha yüksek verimlilik artışına neden olabilir. Bunların yanında sermaye giriş ve çıkışlarının negatif etkileri de söz konusudur. Dış finansmana bağımlı ülkelerde sermaye girişinin ani duruşu veya çıkışı ile bu ülkeler finansal krizlere ve/veya devalüasyonlara karşı daha savunmasız olacaktır. Büyük miktarda sermaye girişi, para birimlerinin değer kazanmasına ve ihracatta rekabet gücünü zayıflatmasına neden olabilir. Sermayenin serbest dolaşımı aynı zamanda bir ülkenin bağımsız bir para politikası izlemesi, özellikle sabit bir döviz kuru benimsendiğinde, karmaşık hale gelebilir. Son olarak, bir dizi piyasa kısıtlarından dolayı sermaye girişleri verimsiz yatırımlara yönlendirilebilir, bu da yeni zorluklar yaratan aşırı yatırım ve balonlara neden olur (Forbes, 2016, s. 40).

Sermaye giriş ve çıkışlarındaki dalgalanmalar geçmişten günümüze hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomilerinde önemli etkiler yaratmışlardır. Özer and Kamışlı (2016)'ya göre özellikle de Türkiye gibi gelişen piyasalarda yabancı sermaye kontrollerinin serbestleştirilmesi, uluslararası yatırım ve portföy çeşitlendirmesi imkanı yarattığı gibi ayrıca bu ülkeler tarafından daha esnek döviz kuru rejimlerinin benimsenmesi sonucunda döviz piyasalarında oynaklığı artırmış ve bu piyasalardaki yatırımları daha riskli hale getirmiştir.

1990'larda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler finansal sistemle ilgili yetersizlik algısı uyandırmış ve özellikle gelişmekte olan piyasalardaki sermaye akımlarıyla ilgili olarak, küresel mali reform konusunda yoğun bir tartışma yaratmıştır. Bu dönemlerde yaşanan krizlerin olumsuz dışsal ve politik şoklar nedeniyle şiddetlenen iç politika başarısızlıklarından ve uluslararası finansal sistemdeki zayıflıktan kaynaklandığı yaygın bir şekilde kabul görmüştür (Mussa vd., 2000).

Sermaye giriş ve çıkışları ile ilgili önemli bir nokta sermaye çıkışlarının ve sermaye girişlerindeki ani duruşların sebep olduğu döviz krizleridir. Reinhart and Calvo (1999)'ya göre gelişmekte olan ekonomilerde krizlerin şiddetinin ve sıklığının artması sonucu ne tür politikaların ve döviz kuru düzenlemelerinin bu ekonomileri sermaye akımlarındaki ani duraklamalara karşı daha az savunmasız hale getirebileceği konusu tartışılmalıdır. Sermaye çıkışları, finansal piyasalardaki sorunların derinleşmesine ve krizleri uzamasına sebep olmaktadır. Gelişmiş ülkelerin aksine, gelişmekte olan ülkeler krizler sırasında rutin olarak uluslararası sermaye piyasalarına erişimi kaybederler. Kısa vadeli borç finansmanına olan bağımlılıkları, kamu ve özel sektörün mevcut borçlarını kısa sürede geri ödemesi gerektiği anlamına gelir. Sorun, borçlarının genellikle yabancı

para birimi cinsinden oluşması ile daha da derinleşir. Sermaye girişlerinin ani olarak tersine çevrilmesi ya da ani bir şekilde durması, bir ülkeyi iflas etmeye zorlayabilir ya da mevcut sermaye stokunun verimliliğini önemli ölçüde düşürebilir ve bu durum nispi fiyatlarda ve yüksek maliyetli iflas savaşlarında beklenmedik dalgalanmalara neden olabilir (Reinhart and Calvo, 1999). Sermaye akımlarının durması üç şekilde makroekonomik etki yaratabilir: i) net ihracatın ani bir şekilde artması ve cari işlemler hesabındaki artışlar, ii) yurtdışı üretimin ve emme kapasitesinin düşmesi, iii) varlık fiyatlarının düzeltilmesidir (Mendoza, 2008).

Gosh and Qureshi (2016)'nın 1980-2013 yılları arasında 53 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmadan elde edilen sonuçlara göre sermaye girişleri reel döviz kurunun değerlendirilmesine sebep olmakta ve büyüme boşlukları yaratmaktadır. Yatırım türlerine göre ise bu etkiler değişebilmektedir örneğin, DYY'ler daha az makroekonomik dengesizlikler ve finansal istikrarsızlık yaratmaktadır. Portföy (borç) akımları ve diğer yatırım girişleri ise hem makroekonomik dengesizlikler hem de finansal açıklar yaratmaktadır. Ayrıca bu çalışmada finansal akımlar yüzünden genişleyen iç kredi hacmi ve kurun aşırı değerlendirilmesi, sermaye akımları ile finansal krizler arasında bir bağlantı oluşturmaktadır (Ghosh and Qureshi, 2016).

Sermaye giriş ve çıkışlarının ekonomilerde makroekonomik dengesizlikler yaratması, giriş ve çıkışların kontrolsüz olması durumunda sermaye girişlerinin ani bir şekilde durması veya çıkışlar yaşanması ekonomilerin finansal krizlere sürüklendiği 1990'lardan itibaren yaşanan krizlerde görülmüştür. Literatürde aynı zamanda finansal sermaye akımlarının bazı makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri de incelenmektedir. Reel döviz kuru ve büyüme üzerindeki etkileri çalışmanın iki ve üçüncü bölümünde ampirik uygulamalarla incelenmektedir. Aşağıda ise sermaye hareketlerinin bu iki gösterge dışındaki etkileri incelenmiştir.

1.5.1. Sermaye hareketlerinin enflasyon üzerindeki etkileri

Sermaye hareketlerindeki giriş ve çıkış dalgalanmalarının etkileri literatürde birçok çalışmada incelenmektedir. Sermaye girişlerindeki dışsal etkilerden dolayı yaşanan artışların çıktı miktarı, enflasyon oranı, varlık fiyatları, kredi büyümesi ve döviz kuru artışlarına yol açtığı gözlemlenmektedir. Literatürde yapılan analizlerinden elde edilen bulgular ışığında, sermaye girişleri genellikle hem cari işlemler hesabında bir bozulma hem de uluslararası rezervlerde birikim ile birlikte gerçekleşmektedir. Bu

durum merkez bankasının nominal ve reel döviz kuru değişimine karşı eğilimini azaltmasından veya azaltmaya yönelik ısrarlı çabalarından kaynaklanmaktadır (Reinhart and Reinhart, 2008, s. 39). Döviz kurunun değerlenmesini engellemek için gerekli olan yabancı rezervlerin birikimi aşırı para kaybına yol açabilir ve böylelikle aşırı ısınma ve finansal sistem zayıflıkları yaratabilir. Bu durumda, gerçek değerlenme, nominal döviz kurlarındaki artıştan ziyade yüksek enflasyon yoluyla oluşabilir. Döviz kurunun dalgalanmasına izin verilmesi, döviz değerindeki değişiklikler konusunda belirsizlik yaratarak kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerini caydırabilir (Cardarelli, Elekdag and Köse, 2010, s. 341).

Reinhart and Reinhart (2008)'a göre gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinin yurtiçi makroekonomik göstergelerden enflasyon ve döviz kuru üzerinde bir artış etkisi yarattığı sonucuna ulaşılmıştır. Justiniano, Primiceri and Tambalotti (2014), ABD'de son kriz öncesi dönemde konut fiyatlarındaki ve hanehalkı borcundaki artışın büyük bir kısmını sermaye girişleri ile açıklanabildiğini göstermişlerdir. Sá, Towbin and Wieladek (2014) ve Tillmann (2013) sırasıyla OECD ve gelişmekte olan Asya ekonomilerinde sermaye girişlerindeki artışın enflasyon oranını artırdığına dair kanıtlar bulmuşlardır. Sermaye girişlerinden borçlanma akımlarındaki hızlı bir artış, Scott (2015)'e göre, kısa dönemli makroekonomik etkiler yaratmaktadır. Bu etkiler, çıktı miktarında, enflasyon oranında, varlık fiyatlarında ve kredi genişlemesindeki artışlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sermaye girişlerinin enflasyon üzerinde negatif etkisi olduğu yönünde bulgulara ulaşan çalışmalar da mevcuttur. Muinhos (2000), Brezilya için sermaye girişleri ile enflasyon arasındaki ilişkiyi incelerken, reel döviz kurunu aracı bir etken olarak kullanmaktadır. Sermaye girişlerinin reel döviz kuru üzerindeki değer artırıcı etkisinin, döviz fiyatlarını düşürmesini, uzun vadede bu durumun ise reel ücretleri düşürmesi beklenmektedir. Reel ücretlerdeki düşüş ise maliyet enflasyonunu düşürecektir. Muinhos (2000) reel ücretlerle enflasyon arasındaki bu ilişkiyi geriye dönük ücret teorisi ile ilişkilendirmektedir.

1.5.2. Sermaye hareketlerinin faiz oranları üzerindeki etkileri

Finansal piyasalar beklenti odaklı piyasalardır. BM (2012)'ye göre geleceğin belirsizliği göz önüne alındığında, varlık fiyatlarının ekonomik temeller tarafından doğru bir şekilde belirlendiği fikrinin tümü savunulamaz. Finansal varlık fiyatlarında

gözlenen huzursuzluk ve dalgalanma, bu gerçeğin bir yansımasıdır. Bu bağlamda, merkez bankalarının para politikasının yürütülmesinde belirlediği faiz oranları, finansal piyasalarda ve beklentilerin oluşmasında önemli ipuçları ve rehberlik sağlar. İç politika gereklilikleri değiştiği sürece, farklı ulusal merkez bankalarının belirlediği kısa vadeli faiz oranları arasında büyük farklılıklar olabilir. Faiz farklılıkları enflasyon farklılıklarını büyük ölçüde yansıtmaktadır. Ancak bu farklılıklar başka nedenlerle de ortaya çıkabilir. Böylece reel faiz oranları dünya genelinde farklılaşır. Ulusal para politikaları ile kısa vadeli oranlara kıyasla daha az yakından ilgili olan daha uzun vadeli faiz oranları için de benzer farklılıklar gözlemlenmektedir. Düşük faizli bir para birimi cinsinden borçlanma ve faiz farkını elde etme amacıyla bu parayı bir başka yüksek faizli para birimine yatırma teşviği vardır. Bu teşvik, faiz oranı farklılıklarının olması durumunda, arbitraj operasyonlarına, diğer bir deyişle aktörlerin farklı pazarlardaki fiyat farklarından kazanç sağlamaya teşebbüs etmesine (düşük fiyattan satın alma, yüksek fiyattan satış yapma) neden olur. Farklı para birimleri göz önüne alındığında, döviz kuru, bu tür arbitraj işlemlerinin kârlılık denkleminde girmektedir. Daha da önemlisi, ilgili yatırımlardaki döviz kuru değişimleriyle ilgili beklentiler oluşmaktadır. Geleneksel faiz paritesi³ teorisi, yüksek faiz oranlarının, para biriminin değer kaybedeceği beklentisiyle telafi edileceği şekilde belirlendiğini veya bunun tersini belirtir. Bu durumda, faiz farklarından kazanç elde etme imkânı olmayacak ve dolayısıyla, yüksek faizli bir para birimi cinsinden yatırım yapmak için düşük faizli bir para birimi cinsinden borçlanma teşviği kalmayacaktır (BM, 2012).

Literatürde bu alanda yapılan çalışmalar kısıtlıdır. Örneğin, Warnock and Warnock, (2009) uluslararası yabancı sermaye akımlarının ABD'nin uzun dönemli faiz oranları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Buna göre ABD'de büyük çaplı devlet tahvil alımları, ABD'nin uzun dönemli faiz oranlarını düşürmektedir.

³ Faiz paritesi, yerli ve yabancı tahvillerin ülke parası cinsinden beklenen getirisinin aynı olması koşuludur. Buna göre eğer döviz kuru doğru dengelenmişse yerli ve yabancı varlıklar aynı getiri oranına sahip olur. Sermayenin serbest dolaşımı ve iki para biriminin birbirini ikame edebilir olduğu varsayımı altında; örneğin yerli aktiflerin getirisi yabancı aktiflerin getirisinden fazla ise, yerli paraya olan talep artar ve yerli para değer kazanır. Aksi durumda ise yabancı para değer kazanır. Böylece döviz kuru dengesi yerli ve yabancı aktiflerin getirilerinin eşit olduğu noktada sağlanır. (Yalta, 2011)

1.5.3. Sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkileri

Neo-klasik ticaret ve ekonomik büyüme modellerinde tam sermaye mobilitesi yabancı sermayenin artışı, düzenli tüketimi (smooth consumption), portföy çeşitliliğini ve üretimde verimliliği artırır. Ancak tam sermaye hareketliliği bulaşıcılığa (financial contagion), parasal istikrarsızlığa ve iç politikalarda bağımsızlık kaybına sebep olmaktadır (Calvo, Leiderman and Reinhart,1996; Goldstein, 1991). Calvo vd. (1996)'ne göre sermaye hareketlerinin en önemli makroekonomik etkilerinden birisi de büyük sermaye girişleri olması durumunda, borçlu ülkelerin cari açıklarını daha da genişletmesidir.

Cari işlemler hesabı ile yabancı sermayenin akımları arasındaki ilişkiyi açıklayan çeşitli teorik modeller bulunmaktadır. Bu modeller, cari işlemler dengesinin, ülkenin çektiği yabancı sermaye akımlarının miktarını etkileyebileceğini, yabancı sermaye akımlarının da cari hesap dengesini çeşitli şekillerde etkileyebileceği iki yönlü bir ilişkinin varlığını öne sürmektedir. Cari işlemler dengesinin bir ekonominin istikrarının göstergelerinden biri olması nedeniyle cari işlem fazlası, yabancıları bu ülkeye yatırım yapmaya teşvik edebilir. Cari işlemler hesabının yabancı sermaye girişlerini nasıl etkilediği döviz kuru sisteminin türüne bağlıdır. Örneğin, bir ülke tam mobiliteye sahip sermaye hareketleri altında cari açık veriyorsa, bu açık dış borçlanma veya uluslararası rezervlerle finanse edilebilir. Eğer sabit döviz kuru söz konusu ise ve “steril bir müdahale”⁴ varsa, ülkede yerleşik olanlar devalüasyon beklentisiyle yabancı finansal pozisyonlarını artıracak ve cari işlemler açığı finansal hesap açığına neden olacaktır. Bununla birlikte, sterilize edilmemiş müdahale durumunda faiz oranları artacak, yabancı sermayenin akışı sağlanacak ve bu nedenle cari hesap açığı finansal hesap fazlalığı yaratacaktır (Wong and Carranza, 1999).

Sermaye hareketlerinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkisi birkaç farklı kanal ile açıklanmaktadır. Bunlardan ilki, sermaye girişleri ile cari hesap dinamikleri arasındaki

⁴ Steril müdahale, merkez bankalarının döviz yapılan müdahalenin para arzı üzerindeki etkisini tersine çevirecek işlemleri eş anlı ya da kısa bir zaman içinde gerçekleştirmeleridir. Merkez bankalarının para arzı üzerinde dengeleyici işlemler olmadan yaptığı döviz müdahaleleri ise sterilize edilmemiş müdahalelerdir. Örneğin sterilize edilen döviz müdahalelerinde döviz piyasasında merkez bankasınca yapılan döviz satış işlemleri merkez bankasının net dış varlıklarını azaltır ve aynı zamanda para tabanında bir daralma meydana getirir. Müdahale işlemini sterilize etmek için açık piyasa işlemleri ile piyasadan yerli borçlanma senetleri alınırsa piyasaya yerli para arz edilmiş olur, merkez bankasının net iç varlıkları artar ve böylece para tabanı müdahaleden önceki seviyesine döner (Ağcaer, 2003, s. 10).

ilişkinin düzenli tüketim teorisi⁵ (consumption-smoothing theory) ile açıklanmasıdır. Buna göre, sürekli gelir hipotezinin geçerli olduğu durumda, ulusal nakit akımının (GSYİH eksi yatırımlar eksi kamu harcamaları) zamanla düşeceği beklentisi varsa, insanlar gelecekteki tüketim düzeylerinin sürekli gelir düzeyinde kalması için, bugünün cari hesabında fazla görülecektir. Ulusal nakit akımının zaman içinde artacağı beklentisi varsa, o zaman dışardan borçlanma yoluyla tüketim düzeyi korunacak ancak bu durumda cari işlemlerde açık görülecektir (Ghosh and Ostry, 1995, s. 306-307)

Sermaye girişlerinin cari işlemler hesabı üzerindeki etkisi tasarruf ve yatırımlar arasındaki uyumsuzluk ile de açıklanmaktadır. Yurtiçi tasarruf oranlarında bir değişiklik olmadığı durumda, girişlerin büyük olduğu dönemlerde yatırım oranlarında meydana gelen artışlar cari işlemler hesabındaki açığın artmasına sebep olmaktadır. Sermaye girişlerinin aniden kesilmesi ve sermayenin çıkış yapması durumunda cari işlemler hesabındaki açıklarda artma görülmektedir (Sarisoy-Guerin, 2012, s. 2-3). Bu açıklama, özellikle DYY'lerin yerli yatırımları tamamladığı varsayımıyla geçerli olacaktır. Yabancı sermayenin yerli yatırımın yerini aldığı bir durumda, yabancı sermaye akımlarının cari hesap üzerinde olumsuz bir etkisi olmak zorunda değildir. Yabancı sermayenin cari hesap üzerindeki etkisi, ulusal tasarruflar üzerindeki etkileri dikkate alınmadan anlaşılabilir. Yurtiçi tasarruflar üzerinde yabancı sermayenin iki tür etkisi vardır. Sermaye akımlarındaki artış, ekonomiye olan güvenin bir göstergesi olarak görülüp, ülkede yerleşik olanlar varlıklarını elde tutmak isteyebilir ve bu durumda yurtiçi tasarrufların artmasına sebep olur. Bir diğer etki ise, sermaye akımlarının tüketimin finansmanında kullanılması durumunda tasarruf oranlarının azalması şeklinde ortaya çıkabilir. Bu yüzden sermaye akımlarının tasarruflar ve cari işlemler hesabı üzerindeki etkisi, bireylerin davranışlarına bağlıdır (Bosworth, Collins and Reinhart, 1999), (Dooley, 1986), (Bayraktar-Saglam and Yalta, 2015))

1.6. Sonuç

Bu bölümde ödemeler bilançosu tanıtılmış ve sermaye giriş ve çıkışlarının ödemeler bilançosunda nasıl kaydedildiği, hangi kalemler altında işlendiği ortaya

⁵ Düzenli Tüketim Teorisi: Milton Friedman tarafından 1956 yılında ortaya atılan model insanların tüketimde düzenli bir yol tercih edeceklerini savunur. Buna göre tüketim ekonomik aktörlerin sürekli gelirlerinin bir fonksiyonudur. Gelirde geçici şoklardan kaynaklanan değişimler olduğunda, tasarruflarla veya borçlanma yoluyla bir ayarlama yapılır ve tüketimde bir değişim yaşanmaz. İnsanların henüz kazanmadıkları geliri harcayabilecekleri kabul edildiğinden, tam sermaye mobilitesi varsayılır (Friedman, 1956).

konmuş; sermaye hareketleri tarihsel bir perspektifle ele alınmış ve dünya tarihindeki Sanayi Devrimi, Birinci ve İkinci Dünya Savaşları ve 1929 Büyük Buhran gibi önemli olayların sermaye hareketleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Daha sonra, sermaye hareketlerinin belirleyicileri, itici ve çekici faktörler ve aynı zamanda içsel ve dışsal faktörler olarak incelenmiştir.

Bu bölüm aynı zamanda, sermaye hareketlerinin, çalışmanın diğer bölümlerinde yer alan döviz kuru ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki dışındaki makroekonomik göstergeler üzerindeki etkilerini de kapsamaktadır. Bu doğrultuda, literatürde yer alan çalışmalarda sermaye girişleri hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranı üzerinde artırıcı bir etki yaratmaktadır. Bunun yanı sıra sermaye akımlarının faiz oranları üzerindeki etkileri de incelenmiş, ancak literatürde bu yönde çalışmaların eksik olduğu gözlemlenmiştir. Ancak ABD’de devlet tahvil alımlarının uzun dönemli faizleri düşürdüğü yönünde kanıtlar sunan çalışmalar mevcuttur. Bu bölümde son olarak sermaye hareketlerinin ödemeler dengesinin en önemli unsurlarından birisi olan cari işlemler hesabı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Literatürde bununla ilgili çalışmalarda bu etkinin düzenli tüketim teorisi ve yatırım-tasarruf eşitsizliği kapsamında incelendiği görülmüştür.

İKİNCİ BÖLÜM

2. REEL DÖVİZ KURU VE ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI İLİŞKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ

2.1. Giriş

Özellikle son yıllarda hızlanan finansal küreselleşme ile birlikte, döviz kuru ve sermaye akımları üzerinde önemle durulan iki değişken haline gelmiştir. Artan finansal piyasa entegrasyonları sonucu uluslararası sermaye işlemlerinin önemi de gittikçe artmış ve bu kapsamdaki işlemlerin ulaştığı boyut uluslararası ticaret hacmini önemli ölçüde aşmıştır. Bu tür sermaye girişleri ile bir ülkede tüketim düzeyi azalmadan; yüksek yatırım düzeylerine ulaşılabilme olanağı kazanılırken; aynı zamanda ülkelerde cari işlemler açığı ortaya çıkmaya başlamıştır. Bunların yanında, sermaye girişleri ev sahibi ülkenin para biriminin değer kazanmasına ve sonuç olarak uluslararası ticarete konu olan malların üretiminin yapıldığı sektörlerde karlılık oranının düşmesine sebep olur (Ibarra, 2011, s. 2080). Bunun sonucunda ise, düşük yatırım seviyeleri ve tüketimde artışlar görülür ve cari işlemler açığı daha da artar. Bu durumda sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerindeki potansiyel pozitif etkisi ciddi biçimde zayıflamış olur.

Bir ekonominin diğer ülkelerle olan ilişkileri büyük ölçüde dış ticaret aracılığı ile gerçekleşir ve uluslararası ekonomik gücünü de büyük oranda bu ilişkiler belirler. Başta döviz rezervleri olmak üzere bir ülkenin uluslararası rezervleri, o ülkenin ekonomik ve uluslararası gücünü yansıtır. Bu nedenle, iktisadi politika yapıcılarının temel ilgi alanlarından birisi, istikrarlı bir reel döviz kuru için gerekli olan döviz rezervlerinin sağlanmasıdır (Biswas, Mandal and Saha, 2014, s. 453-454). Bütün bu kaygılar ve politika tercihleri ülkenin benimsediği döviz kuru rejimi ile yakından ilişkilidir. Bilindiği gibi, bu anlamda ülkelerin benimseyebileceği “dalgalı kur” ve “sabit kur” olmak üzere temelde iki döviz kuru sistemi vardır. Bu iki rejim arasında yer alan ve tam dalgalanmadan, tamamen kontrol altında tutulan kur rejimlerine kadar birden çok seçenek vardır. Geçtiğimiz yüz yılda döviz kuru rejimleri oldukça gelişmiş, ülkelerin kur rejimi tercihleri de farklılık göstermiştir. Başlangıçta bütün gelişmiş ülkeler altın standardını benimserken, gelişmiş ülkeler ise 21. yüzyılın başlarında dalgalı kur rejimini benimsemeye başlamıştır. Her iki dönemde de gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkeleri izlemiş ancak hep zorluklar yaşamıştır (Bordo, 2003).

Günümüzde, dokuz farklı rejim uygulanmaktadır. Sabit kur rejimi altında sayılabileceğimiz rejimler: i) para otoriteleri tarafından rezervlerin tamamının döviz olarak tutulduğu *para kurulları*; ii) bir adım daha ileri giden ve ulusal para birimini tamamen ortadan kaldıran *dolarizasyon*; iii) aynı para birimini kullanan farklı üye ülkelerin oluşturduğu para birlikleridir. Ara rejimler ise: iv) ülkelerin periyodik olarak yeniden ayarlayabileceği *ayarlanabilir kur*; v) ülkelerin belirli dar aralıklarda düzenli olarak bir dizi devalüasyon sonucu kur ayarlamasına gittiği *yönlendirilmiş sabit parite*; vi) döviz kurunun farklı yabancı paralar ile değerlendirilmiş bir sepete göre belirlendiği *sepet kur*; vii) para otoritelerinin, kurun önceden ilan edilen merkezi bir paritenin sınırlarına ulaştığında müdahale ettiği *hedef bölgeleri ya da bantlarıdır*. Son olarak ise dalgalı kur rejimleri viii) tamamen serbest bırakılan ve para otoritelerinin müdahale etmediği, piyasa tarafından belirlenen *serbest dalgalanma* ve ix) para otoritelerinin herhangi bir rüzgara karşı serbest dalgalanan kura müdahaleye hazır bulunduğu *gözetimli dalgalanma*dır (Bordo, 2003, s. 1-4).

2.2. Reel Döviz Kuru

Reel döviz kuru (RER), iki ülke arasındaki enflasyon farkına göre düzeltilmiş nominal döviz kurudur. RER, satın alma gücü paritesi (PPP) ve ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan mallar arasındaki ayırım esas alınarak iki şekilde tanımlanabilir.

PPP'ye göre RER aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$r_{ppp} = e \frac{P_f}{P} \quad (2.1)$$

Burada e nominal döviz kurunu, P_f yurtdışı fiyatlar genel düzeyini ve P yurtiçi fiyatlar genel düzeyini ifade eder. PPP'ye göre hesaplanan reel döviz kuru r_{ppp} , nominal döviz kurunun yurtdışı fiyatlar genel düzeyi ile yurtiçi fiyatlar genel düzeyi oranlarıyla deflate edilmiş halidir. r_{ppp} 'nin azalması, döviz kurunun reel anlamda değer kazanması olarak yorumlanabilir (Kıpıcı ve Kesriyeli, 1997, s. 2).

Bir ülkede ticarete konu olan malların fiyatlarının dünya fiyatlarına eşit olduğu varsayımı altında, ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan malların nispi fiyatları baz alınarak hesaplanan RER şu şekilde hesaplanır:

$$r_r = \frac{P_t}{P_n} = e \frac{P_t^*}{P_n} \quad (2.2)$$

Burada e nominal döviz kurunu, P_t ve P_t^* sırasıyla yurtiçi ve uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarını, P_n ise ticarete konu olmayan malların fiyatlarını ifade eder. Buna göre r_r azaldığında, yerli paranın değer kazanması anlamına gelir. Bu şekilde

hesaplanan reel döviz kuru ile ilgili değerlendirme yapılırken, ülkenin tek bir ticaret ortağı olduğu varsayılır. Oysa ülkelerin birçok ticaret ortakları vardır. Bunun için reel efektif döviz kuru (REER) adı verilen üçüncü bir reel döviz kuru tanımı yapılmıştır (Kıpıcı ve Kesriyeli, 1997, s. 1-3).

Reel döviz kurunun artması, ülkede uygulanan döviz kuru rejimlerine bağlı olarak farklı şekillerde yorumlanabilir. Esnek kur rejimi geçerli iken, reel kur artışları, nominal kurda yaşanan değer artışından kaynaklanırken; sabit kur rejiminde, bu değerlendirme ticarete konu olmayan malların fiyatlarında yaşanan artıştan kaynaklanır. Ayrıca ara rejim uygulayan ülkelerde yukarıdaki etkenlerin birlikte etkisiyle reel kur artışları ortaya çıkar (Jongwanich and Kohpaiboonb, 2013, s. 138).

Analizlerde, efektif döviz kurları uluslararası rekabetin bir ölçüsü olmak, parasal/finansal endekslerinin bileşenleri olmak, dış şokların iletilmesinin bir göstergesi olmak, para politikasının bir ara veya ana hedefi olmak gibi çeşitli amaçlara hizmet etmektedir. Bu nedenle, efektif döviz kurlarının doğru ölçümleri hem politika yapımcılar hem de piyasa katılımcıları için önemlidir (Klau and Fung, 2006, s. 51).

Catão (2007)'ya göre REER, bir ülke ve ticaret ortakları arasındaki ikili RER'lerin ortalaması olup, o ülkenin her bir ortağı ile ticaret paylarının ağırlıklandırılması ile elde edilir ve reel döviz kuru doğru bir değere sahip olmadığında ortalama bir değer olduğu için bir ülkenin REER'i, "dengede" olabilir. Bu yüzden efektif döviz kurları diğer döviz kurlarına göre döviz kurlarının makroekonomik etkilerini incelerken daha iyi bir göstergedir.

Nominal efektif döviz kuru (NEER), bir ülkenin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre, o ülkenin para biriminin ağırlıklı ortalama değeridir ve bahsi geçen ağırlıklandırma ikili ticaret akımları kullanılarak belirlenmektedir (Kocakale ve Toprak, 2015, s. 2). REER ise, nispi fiyatların veya maliyetlerin belirli bir miktarına göre ayarlanan NEER'dir; REER'deki değişiklikler hem nominal döviz kurundaki gelişmeleri hem de ticaret ortakları arasındaki enflasyon farkını hesaba katmaktadır.

Daha öncede vurgulandığı gibi, sermaye girişleri sonucu ülkeler cari açık verirken; tüketim düzeyi azalmadan daha fazla yatırım yapabilir duruma gelebilir. Aynı zamanda, sermaye girişleri ile birlikte, ulusal para reel anlamda değer kazanma eğilimindedir. Ulusal paranın bu şekilde değer kazanması, ticarete konu olan sektörlerde karlılığın azalmasına neden olabileceği gibi, yatırım yerine tüketim

harcamalarının aşırı bir biçimde artmasına neden olur (Ibarra, 2011, s. 2080). Bir ekonominin büyük ölçüde sermaye girişlerine bağımlı hale gelmesi, ülke parasının değer kazanması ve bazı durumlarda aşırı değerlenmesi (temel ekonomik göstergelerle belirlenenden daha yüksek bir düzeydeki döviz kuru) gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu durumdan başta sanayi sektörü olmak üzere ekonominin önemli sektörleri rekabet kaybına uğrarken ihracat olumsuz etkilenebilir. Sanayi sektörü gibi uzun dönemli büyümenin öncüsü olan sektörler için, yabancı sermayeye olan bağımlılığı azaltmak, döviz kurunun aşırı değerlenmesinin önüne geçilmesine ve böylece ihracat odaklı sanayi sektörünün gelişimine yardımcı olabilir (Kose vd., 2010, s. 4336).

Reel döviz kuru, uluslararası rekabet gücünün belirleyicilerinin arasında yer almaktadır çünkü her ülkede politika yapıcılar firmaların uluslararası piyasalarda daha iyi rekabet edebilmesi için düşük faktör maliyetleri veya avantajlı döviz kurları yaratmayı arzu ederler (Porter, 1990, s. 87).

Ayrıca Dünya Ekonomi Forumu ve Balassa rekabet gücü indekslerinde REER'yi kullanmıştır. Bu medenle sermaye akımları, döviz kurları üzerindeki etkileri yoluyla ülkelerin uluslararası rekabet gücü üzerinde önemli etkide bulunur.

2008 Finansal Krizi sonrası, artan sermaye hareketlerinin reel döviz kurlarında artış yarattığı yoğun bir biçimde tartışılmaya başlanmış ve kurlarda ortaya çıkan artışların, özellikle gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rekabet gücünü azalttığı ve ihracat sektörlerini olumsuz etkilediği görüşü hakim olmuştur.

Her ne kadar ulusal paranın değer kazanmasının ülke ekonomisinin rekabet gücünü azaltacağı beklense de; reel döviz kuru ile ülkelerin rekabet gücü arasındaki ilişkinin yönü çeşitli etkenlere bağlı olarak farklılaşacağından, bu iki değişken arasında çok açık bir ilişkiden söz etmek mümkün değildir. Örneğin, ulusal paranın değer kazanması sonucu ülkenin dış rekabet gücü azalıyorsa, bu azalma gerçekte döviz kurunun yanlış dengelenmesinden kaynaklanabilir. Benzer biçimde, verimlilik artışından kaynaklanan reel kur hareketleri rekabet gücünü artırabilir. Ayrıca, gerçekleşen reel döviz kuru düzeyi ile denge döviz kuru arasında farklılık oluştuğunda da, ülkelerin dış rekabet düzeyi bu farklılaşmadan etkilenir (Guergil and Kaufman, 1998, s. 4).

2.3. Literatür İncelemesi

Sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkileri ile ilgili çalışmalar genellikle gelişmekte olan ülkeleri incelemiştir. Gelişmekte olan ülkeler için yabancı sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkilerini inceleyen çalışmalar temelde Salter-Swan-Corden-Dornbush Modeli, diğer adıyla “bağımlı ekonomi modeli”ne dayanır. Bu modele göre küçük bir ekonomide emeğin sektörler arasında mobil olduğu durumda, bir sektöre sermaye girişi arttığı zaman, bu sektördeki emeğin marjinal verimliliği artar ve dolayısıyla bu durum, ekonomide diğer sektörlerde bulunan kaynakları çekerek (kaynak hareketi etkisi) reel ücretlerde artış meydana gelir. Daha yüksek seviyedeki reel hanehalkı geliri, fiyatı dışsal olarak belirlenen ticarete konu olan malların toplam talebindeki genişlemeyi tetikler ve bu durum kaynakların sermaye girişinin yaşandığı sektöre kaymasını artırarak, ticarete konu olmayan malların nisbi fiyatlarının doruğa ulaşmasına sebep olur (harcama etkisi). Ticarete konu olmayan malların nisbi fiyatında yaşanan artış ise reel döviz kurunun değer kazanması ile sonuçlanır (Biswas and Dasgupta, 2012, s. 327-328).

Sermaye girişlerinin RER üzerindeki etkisi “Hollanda hastalığı sendromu”nu işaret eden bir durumdur. Hollanda hastalığı sendromu, literatürde sermaye girişlerinin RER üzerindeki etkilerini Neo-klasik görüş geleneği ile açıklamak için kullanılan bir terim olmuştur. Hollanda hastalığı ifadesi, 1977’de *Economist Dergisi*’nin Hollanda ve benzer ekonomiler için bu terimi kullanmasıyla ortaya çıkmıştır. 1959’da Hollanda’nın doğal gaz rezervlerini keşfetmesinden sonra reel döviz kurunda değer artışı yaşanmıştır ve bu durum kaynakların etkin dağılımını olumsuz etkilemesi nedeniyle ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir (Economist, 2014).

Daha sonra bu terim literatürde, bir ekonomide doğal kaynak keşfinden sonra ya da yoğun sermaye girişlerinden sonra sanayi sektöründe gerileme yaşanması ve RER’de değer artışı meydana gelmesi durumunu ifade etmek için kullanılmaktadır (Williamson, 2009). Benzer durumlar Avustralya’da maden yatakları, Birleşik Krallık ve OPEC üyelerinde petrol yataklarının keşfinden sonra bu sektörlerde patlama yaşanırken sanayi sektöründe gerilemelerin yaşanması durumunda da yaşanmıştır. Bu sektörel patlamalar sadece doğal kaynak keşifleri gibi teknolojik değişimler değil aynı zamanda örneğin enerji sektörüne büyük sermaye girişleri olması durumlarında da kaynak hareketi etkisi yaratmaktadır. Yalnızca emeğin sektörler arasında mobil olduğu durumda, gerileme yaşayan uluslararası ticarete konu olan mal üretimi yapan sektörlerde (sanayisizleşen

sektörlerde), üretim miktarı ve istihdam düzeyi düşmüş, ticaret dengesi bozulmuş, bu sektöre ait faktör getirisi azalmıştır. Ayrıca, bu sektörel patlamalar, uluslararası ticarete konu olmayan malların göreceli fiyatlarının, ticarete konu olan malların fiyatlarına göre artması ile yani reel döviz kurun değerinin artması ile sonuçlanmıştır (Corden and Neary, 1982, s. 825-840-841). Ouattara and Strobl (2008), CFA Fransı bölgesi ülkelerinde 1980-2000 yıllarında yabancı yardımların reel kurda etkilerini incelemek için yaptığı çalışmada ise, bu tür sermaye girişlerinin ülkelerin RER üzerinde değer artırıcı etkisi olduğunu, ancak söz konusu Hollanda sendromu etkisinin uygun politika seçimleri ile giderilebileceği sonucuna ulaşmışlardır. Kutun and Wyzan (2005), Kazakistan'ın doğal kaynak zenginliğinin ihracat sektöründe patlamaya sebep olduğu 1996-2003 yıllarını kapsayan dönemde, petrol fiyatlarındaki değişimin reel kurda değer artışına sebep olduğunu ve bu durumun da Hollanda sendromunun Kazakistan ekonomisinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Hollanda sendromu teorisi, sermaye girişlerinde işçi dövizlerinin etkisini araştıran çalışmalarda daha sık görülmektedir. Roy and Dixon (2016), Güney Asya ülkelerinde Hollanda sendromu varlığını analiz etmek için yaptığı çalışmada, DYY ve diğer sermaye girişi türleri kadar önemli bir yeri olan işçi dövizlerinin RER üzerinde değer artırıcı etkisinin varlığı hipotezini reddedemeyip, finansal liberalizasyonun bu etkiyi zayıflatma gücü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Amuedo-Dorantes and Pozo (2004), 13 Latin Amerika ve Karayip ülkeleri için yaptıkları çalışmada ülkelere giren işçi dövizlerinin, yaşanan RER değer artışının %22 sinin sebebi olduğunu, bu durumun uluslararası rekabeti düşürdüğünü ve literatürdeki Hollanda sendromu ile uyumlu olduğunu belirtmişlerdir. Ayrıca Bourdet and Falck (2006), Lopez vd. (2007), Acosta vd. (2009), Lartey vd. (2012) ve Hassan and Holmes (2013) de işçi dövizlerinin RER üzerinde değer artıran bir etkiye sahip olduğu görüşündedir.

Balassa-Samuelson hipotezi malların ticarete konu olabilirliğine odaklanarak reel döviz kuru değişimlerini açıklamayı hedefler. Balassa (1964) ve Samuelson (1964)'a göre, emek verimliliğindeki farklılıklar uluslararası ticarete konu olan ve olmayan sektörlerde gerçek maliyetlerde ve nispi fiyatlarda değişime sebep olur (Asea and Mendoza, 1994, s. 2). Balassa-Samuelson hipotezi bu iki sektör arasında işçi ücretlerinin eşitleneceği varsayımına göre hareket eder ve bu varsayımına göre ticarete konu olan sektörlerde yaşanan verimlilik artışıyla birlikte bu sektörlerde çalışan işçi ücretlerinin artmasıyla, ticarete konu olmayan sektörlerde çalışan işçilerinde

ücretlerinde artış yaşanır, bu ücret artışları ticarete konu olmayan sektörlerde gerçek maliyetlerde artışa sebep olur ve ticarete konu olmayan malların fiyatlarını artırarak reel döviz kurunun değer kazanmasına sebep olur (Bayar ve Tokpunar, 2013, s. 407).

Calvo vd. (1993) ve Calvo vd. (1996), 1990'lı yılların başından itibaren Latin Amerika ve Asya'da bulunan gelişmekte olan ülkelere olan büyük sermaye akımlarının ekonomiler üzerinde olumlu etkilerinin yanı sıra olumsuz etkilerinin de bulunacağını ve sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde reel döviz kurunun değer kazandığını ortaya koyarlar. Elbadawi and Soto (1997), Şili için yaptıkları çalışmadan dört gruba ayırdıkları sermaye akımlarından, ekonomik teori beklentilerine uyumlu olarak kısa dönem sermaye girişleri ve portföy yatırımlarının denge reel döviz kurunun değerini artırmadığı (ancak bu iki değişken kısa dönemde RER üzerinde etkilidir), aksine uzun dönemli sermaye girişlerinin ve DYY'lerin denge döviz kuru üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşımlardır. Athukorala and Rajapatirana (2003), 1985-2000 yılları arasında Asya ve Latin Amerika'daki gelişmekte olan ekonomilerde RER ile sermaye girişleri arasındaki ilişkiyi açıklamak için yaptıkları çalışmalarında, sermaye girişlerinin RER üzerindeki kurun değerini artırıcı etkisinin Asya ülkelerine nazaran Latin Amerika ülkelerinde daha fazla olduğunu ve DYY olmayan sermaye girişlerinin RER üzerinde kur değerini artıran etkisinin yanısıra DYY girişlerinin kurun değerini azaltan bir etkiye sahip olduğu bulgusuna ulaşımlardır.

Lartey (2007) Sahra-altı Afrika ülkeleri için yaptığı çalışmada DYY girişlerinin reel efektif döviz kurunun değerini artırdığı ve yardım girişlerinin (aid flow), Hollanda hastalığı etkisinin Sahra-altı Afrika ülkeleri için geçerli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Saborowski (2009), 84 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptığı çalışmada finansal sistemi güçlü ve hisse senedi piyasaları aktif olan ülkelerde DYY girişlerinin döviz kurun reel değerini artırıcı etkisinin daha az olduğuna dikkat çekmiş ancak aynı etkilerin diğer sermaye türlerinde olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca yazar, esnek kur rejimi uygulamasının büyük sermaye girişlerinin olumsuz etkilerini azaltacağını savunur. Bakardzhieva vd. (2010), sermaye ve döviz akışının RER, rekabet düzeyi, ihracat ve büyüme üzerindeki etkisini farklı bölgelerden seçilen 57 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmasında, portföy yatırımlarının, yabancı borçlanmaların, yardım transferlerinin ve gelirlerin RER üzerinde değer artırıcı etkisi olduğunu ancak işçi dövizlerinin bölgeler arasında farklı etkiler yarattığını ve DYY'nin RER üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Combes vd. (2010) 42 gelişmekte olan ülkede sermaye

girişlerinin ve döviz kuru rejimlerinin REER üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında, hem kamu sermaye girişlerinin hem de özel sermaye girişlerinin REER üzerinde değer artırıcı etkisi olduğunu; daha oynak bir yapıya sahip olan portföy girişlerinin değer artırıcı etkisinin en çok, daha sonra sırasıyla DYY, banka borçları ve işçi dövizlerinin değer artırıcı etki yarattığını tespit etmiş; bunun yanı sıra esnek döviz kuru varlığında, sermaye girişlerinin REER üzerindeki değer artırıcı etkisinin yavaşlatılabildiği sonucuna ulaşmışlardır. Ibarra (2011), Meksika’da farklı türdeki sermaye akımlarının RER üzerindeki etkilerini incelemiş ve sadece portföy yatırımlarının değil aynı zamanda DYY girişlerinin de ev sahibi ülkenin reel kurunda değerlenmeye yol açabildiği sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuç benzer çoklu ülke çalışmalarının DYY’lerin reel kur üzerinde önemli bir etkisinin olmayabildiği ve hatta kurun değerini düşürdüğü sonuçları ile ters düşmektedir. Bu çalışma DYY’nin cari açığın önemli bir bileşeni olduğu durumda DYY’nin reel kur üzerinde değer artırıcı etki yaratma eğiliminde olduğunu iddia eder çünkü cari açıkta yaşanan değişimler genellikle RER’de ayarlamalardan kaynaklanır. DYY’nin yalnızca 1995 ekonomik krizinden sonraki dönemde DYY cari işlemler açığının temel bileşenlerinden birisi olmasıyla Peso’nun reel değerinin belirleyicisi olması Ibarra (2011)’nin bu yorumunu desteklemektedir.

Gabrisch (2015), altı tane rekabet düzeyi düşük Batı Balkan ülkesi için 1996-2012 yıllarını kapsayan, RER’nin gelişimi ve sermaye akımları arasındaki nedensellik ilişkisini araştıran çalışmasında, sermaye akımlarından RER değerlenmesine doğru bir nedensellik tespit etmiş ve bu durumun cari işlemler hesabını olumsuz etkilediğini ya da dengesinin bozulmasına sebep olduğunu ortaya koymuştur. Ersoy (2013), Türkiye’de 1992-2007 yılları arasında farklı özel sermaye girişlerinin ve döviz piyasası baskılarının REER üzerindeki etkilerini incelemiş ve REER ve banka borçlarının, DYY’nin, portföy yatırım borçlarının, işçi dövizlerinin ve döviz piyasası baskısının arasında uzun dönem denge ilişkisi olduğunu; bu ilişkinin sayılan değişkenlerden REER’e doğru ve tek yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğunu; portföy yatırım borçlarının ve banka borçlarının REER’nin değerini artırdığını; DYY ve işçi dövizlerinin ise negatif etkiye sahip olduğu ancak bu değerlerin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Kosteletou and Liargovas (2000), Avrupa ülkeleri, ABD ve Japonya’yı kapsayan çalışmalarında, DYY ve RER’in birbirleri ile olan bağlantısını incelemiştir. Bu çalışmada serbest dalgalanan döviz kuruna sahip Fransa, Danimarka, ABD, Birleşik

Krallık, Japonya gibi büyük ülkelerde, RER'den DYY'ye doğru bir etkileme gücü tespit etmişlerdir. Bu etki ödemeler dengesine parasal yaklaşımla veya uluslararası firmaların stratejik davranışları ile açıklanabilir; buna göre, firmalar korumacılık korkusu ile RER'in değer kazandığı piyasalara yatırım yaparlar. Örnekleme dahil para birimleri Euro'ya bağlı olan küçük Avrupa ülkelerinde ise, DYY girişlerindeki artış, RER'in değerini artırmıştır. Bunun nedeni ise DYY girişleri harcama gücünü artırarak yurtiçi tüketimin artmasına sebep olması, sonuç olarak bu durumun ticaret hesabında açığa ve RER'in değer kazanmasına sebep olması olabilir. Danimarka ve Fransa'da ise DYY girişleri tam tersi etki yaratmış ve finansal sermaye birikimi için kullanılmış olabilir. Celasun vd. (1999), Türkiye için yaptıkları çalışmada sermaye girişlerinin döviz kuru ve faiz oranı üzerindeki etkisinde maliye politikasının önemini vurgulamış; Türkiye'de, mali dengesizliğin olduğu dönemde, sermaye girişlerinin reel kurun değerlenmesi ve yüksek reel faiz oranları görülmüştür. Sy and Tabarraei (2009), az gelişmiş ülkelerin finansal sistemlerine giriş yapan dış yardımların, petrol gelirlerinin, işçi dövizlerinin ve DYY'lerin RER üzerindeki etkilerini Hollanda sendromu çerçevesinde açıkladığı çalışmasında, gelişmekte olan ülkelerde RER hareketlerinin %19'unun sermaye girişlerinden kaynaklandığını, bu etkinin RER üzerinde kısa dönemde gerçekleştiğini ancak uzun dönemde verimliliği etkilediğini tespit etmiştir. Bir başka deyişle, sermaye girişlerinin RER üzerindeki uzun dönem etkisi Balassa Samuleson etkisidir. Cardarelli vd. (2010), 1987-2007 döneminde 52 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında özel sermaye akımlarındaki dalgaların makroekonomik sonuçlarını incelemişler ve sermaye girişlerinin büyük miktarlarda olduğu dönemlerde RER'de değer artışları yaşandığı ve cari işlemler hesabında bozulmalar görüldüğü sonucuna ulaşmışlar, daha da önemlisi girişlerin yoğun olduğu bu dönemlerde GSYİH'daki büyümenin hız kazandığı ancak sonrasında önemli bir ölçüde GSYİH'da azalma yaşandığını tespit etmişlerdir. Rehman vd. (2010), sermaye girişlerini DYY ve işçi dövizleri formunda incelemiş ve Pakistan'da hem işçi dövizlerinin hem de DYY'lerin denge reel kurun değerini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

2.4. Değişkenler, Veriler, Model ve Yöntem

2.4.1. Değişkenler ve veriler

Literatürde yer alan sermaye akımlarının reel döviz kuru üzerindeki etkilerinin incelendiği çalışmalarda, literatür taramasında da görüldüğü gibi, genellikle gelişmekte

olan ülke grupları üzerinde durulmuştur. Bu çalışmada literatürden farklı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarının bir arada olduğu OECD üyesi 34 ülke ve buna ek olarak OECD'nin kilit ortak olarak gördüğü Brezilya, Çin, Güney Afrika ve Hindistan çalışmaya dahil edilmiştir.

OECD üye ülkeleri sanayileşme düzeyleri yüksek ve zengin ekonomilere sahip ve sermaye girişi olduğu kadar sermaye çıkışı da yaşayan ülkelerden oluşmaktadır. Ancak yapılan ön testlerde ülkelerin gelişmişlik düzeylerindeki farklılıklardan dolayı sağlıklı sonuçlar elde edilememiş ve örnekleme oluşturan 38 ülke gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülke olmak üzere iki gruba bölünmüştür. Çalışmaya dahil olan ülkeler Tablo 2.1.'de yer almaktadır. Ülke grupları 2009'da yaşanan Küresel Finansal Krizden sonra ülke ekonomilerinin gücünü de görmek açısından bu çalışma önem arz etmektedir. Bu çalışma ile gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülke ekonomilerinin döviz kurlarının sermaye akımlarına verdikleri tepki de ölçülebilmektedir.

Tablo 2.1. İkinci Bölümde Veri Setini Oluşturan Ülkeler

Gelişmiş Ülkeler			Gelişme Yolunda Olan Ülkeler
1. Avustralya	11. Finlandiya	21. Lüksemburg	30. Türkiye
2. Avusturya	12. Fransa	22. Hollanda	31. Polonya
3. Belçika	13. Birleşik Krallık	23. Norveç	32. Macaristan
4. Kanada	14. Yunanistan	24. Yeni Zelanda	33. Meksika
5. İsviçre	15. İrlanda	25. Portekiz	34. Şili
6. Çek Cumhuriyeti	16. İzlanda	26. Slovak Cumhuriyeti	35. Brezilya
7. Almanya	17. İsrail	27. Slovenya	36. Hindistan
8. Danimarka	18. İtalya	28. İsveç	37. Çin
9. İspanya	19. Japonya	29. Amerika Birleşik Devletleri	38. Güney Afrika
10. Estonya	20. Kore		

Çalışmada kullanılan değişkenler 2002-2014 yıllarını kapsamaktadır. Literatürde yer alan çalışmalarda reel kur göstergesi olarak REER kullanımı yaygın olmasından dolayı bu çalışmada Federal Reserve Bank of St. Louis'in ekonomik veritabanından elde edilen (Real Effective Exchange Rates Based on Manufacturing Consumer Price Index) REER verileri kullanılmıştır. Açıklayıcı değişken olarak ise doğrudan yabancı yatırımları girişlerinin GSYİH'daki % payı, portföy yatırımı girişlerinin GSYİH'daki % payı ve işçi dövizli girişlerinin GSYİH'daki % payı kullanılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmalarda genellikle portföy yatırımı girişlerinin döviz kuru üzerinde değer artırıcı bir etkisi olurken, DYY'lerin portföy yatırımları kadar olmasa da reel kuru artırmaya yönelik bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bununla uyumlu

olarak bu çalışmada da portföy yatırımı girişlerinin ve DYY'lerin ve işçi dövizlerinin kurun değerini artırması beklenmektedir. Kullanılan açıklayıcı değişkenlerin ayrıntılı bir şekilde aşağıda açıklanmaktadır;

Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY): Bu çalışmada DYY girişlerinin REER üzerindeki etkilerini görmek amacıyla Dünya Bankası'ndan elde edilen DYY girişlerinin GSYİH'daki % payı verileri kullanılmıştır. Dünya Bankası verilerine göre, doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcıların vatandaşı olmadığı başka bir ülke ekonomisinde faaliyet gösteren bir işletmede kalıcı bir yönetim geliri elde etmek için (yüzde 10 veya daha fazla sahibine oy hakkı veren hisse senedi) yapılan yatırımın net girişini ifade etmektedir. Ödemeler dengesinde, öz sermaye, kazançların yeniden yatırılması, diğer uzun vadeli sermaye ve kısa vadeli sermaye toplamıdır.

Küreselleşme ile birlikte DYY'lerin ekonomilerde önemi gittikçe artmıştır ve DYY'ler özellikle gelişmekte olan ülkelerin gelişme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde temel amaçlardan bir tanesi DYY'leri kendi ülkelerine çekmek ve böylece gelişmiş ülkelerin ileri teknolojilerinin gelişmekte olan ülkeye girişini sağlamaktır. DYY'lerin teknolojiyi yayma etkisi gelişmekte olan ülkeler için önem arz eder. Özellikle DYY'ler sayesinde sermaye ve teknoloji yoksunluğu yaşayan ülkelerde bu eksiklik giderilebilmektedir. DYY girişlerinin ülke ekonomisinde temel olarak iki kanalla etkin olurlar. Bunlardan ilki verimlilik kapasitesinin inşasını sağlamak, ikincisi ise ileri teknoloji sağlamak ve yatırımların verimliliğinin artmasına yardımcı olan kurumların kendi alanlarında sahip olduğu uzmanlık bilgisini artırmaktır (Ng, 2006, s. 2).

Literatürde yer alan çalışmalarda bahsedildiği gibi DYY'lerin reel kur üzerindeki etkileri karmaşıktır. Çalışmaların bazıları DYY'lerin RER üzerinde herhangi bir anlamlı etkisi olmadığını ortaya koyarken birçok çalışma DYY'lerin az ya da çok REER değerini artırıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bu çalışmada, DYY girişlerinin REER üzerindeki etkilerini görmek amacıyla Dünya Bankası'ndan elde edilen DYY girişlerinin GSYİH'daki % payı verileri kullanılmıştır. Doğrudan yabancı yatırımlar, yatırımcıların vatandaşı olmadığı başka bir ülke ekonomisinde faaliyet gösteren bir işletmede kalıcı bir yönetim geliri elde etmek için (yüzde 10 veya daha fazla sahibine oy hakkı veren hisse senedi) yapılan yatırımın

net girişini ifade etmektedir. Ödemeler dengesinde, öz sermaye, kazançların yeniden yatırılması, diğer uzun vadeli sermaye ve kısa vadeli sermaye toplamıdır.

Portföy Yatırımları: Portföy yatırımları verileri Dünya Bankası veri tabanında elde edilmiştir. Dünya Bankası verilerine göre, portföy yatırımları hisse senetleri ve borçlanma senetleri işlemlerini kapsayan bir değişkendir ve doğrudan yatırım olarak kaydedilenler dışındaki hisse senetleri, tahviller, mevduat makbuzları (Amerikan ya da küresel) ve yabancı yatırımcılar tarafından yerel borsalarda doğrudan hisse alımları da dahil olmak üzere hisse senetlerinden net girişleri içermektedir.

Literatürde yer alan çalışmalarda portföy yatırımlarının ekonomik etkileri karmaşıktır. Portföy yatırımlarının reel sektör üzerindeki etkileri üç şekilde ortaya çıkar: 1) Gelişmekte olan ülkelere giriş yapan portföy yatırımı, borçlanma yaratmayan bir yabancı yatırım kaynağı sağlar. Portföy yatırımı girişleri yurtiçi tasarruflarına ek olarak, ülkedeki yatırım oranlarını artırabilen bir kaynaktır. Aynı zamanda döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltarak, yatırımlar için yapılması gereken ithalatı kolaylaştırır. 2) Portföy yatırım girişlerinin artması, bir ülkenin sermaye dağıtım etkinliğini artırır. Bu görüşe göre portföy yatırımları doğrudan yabancı yatırımlar gibi finansal kaynakların getiri oranlarının daha düşük olması beklenen sermaye bolluğu yaşanan ülkelere getiri oranları daha yüksek olan sermaye kıtlığı yaşayan ülkelere doğru olur. Sermaye kıtlığı yaşayan ülkelere olan portföy yatırım akımları, bu ülkede sermaye maliyetini düşürür, yatırımları artırır ve çıktı miktarı yükselir. Ancak bir diğer görüşe göre ise portföy yatırımları sermaye dağılımı etkinliğini sağlamaz çünkü uluslararası sermaye akımları ya çok az reel ekonomiyle ilgilidir ya da neredeyse hiçbir şekilde reel ekonomiyle ilişkili değildir. Bunun sonucunda ise portföy yatırımları, yatırımlar, çıktı miktarı ya da reel değişkenler üzerinde etkin değildir. 3) Portföy yatırımları yurtiçi sermaye piyasasıyla olan çeşitli bağlantılar aracılığı ile ekonomiyi etkileyebilir. Portföy yatırımlarının en önemli faydalarından biri yurtiçi hisse senedi piyasa fiyatlarına yukarı yönlü bir baskı sağlamasıdır. Bu durum firmaların fiyat-kazanç oranları üzerinde bir etki yaratır. Yüksek fiyat-kazanç oranı daha düşük finansman maliyeti sağlarken bu durum daha yüksek yatırım miktarına imkan tanır. Düşük sermaye maliyeti ve hisse senedi piyasası patlamaları yeni hisse senedi varlıklarını teşvik eder. Yeni hisse senetlerinin yüksek temettüleri bu oluşumda tetikleyici bir görev üstlenir. Ancak, hisse senedi yatırımlarının her zaman özel sektörde reel yatırımları artırmayacağı açıklığa

kavuşturulmalıdır. Bunun nedeni ise hisse senedi yatırımlarının çoğu yeni çıkan hisse senetlerinden ziyade ikincil piyasalarda gerçekleşmesidir. Birincil piyasalarda oluşan varlıkların ilk etkisi yatırımları artırmak amacıyla gerçekleşen fon akımlarından ziyade, hisse senetlerinin fiyatlarının artırılmasıdır. Refah düzeyi yükselen yerel yatırımcının tüketimi artabilir. Bu yolla sermaye girişinin bir kısmı tüketime aktarılır. Ancak her türlü sermaye akımlarının olumsuz etkileri ile de ilişkili olan portföy yatırımlarının olumsuz etkisi, genellikle büyük bir bölümü sermaye kazançları olarak telafi edilir (Pal, 2010, s. 3-4).

İşçi Dövizleri: İşçi dövizleri için Dünya Bankası veri tabanında yer alan IMF'nin Ödemeler Dengesi El Kitabı'nın altıncı baskısında tanımlanan iki ögenin toplamından oluşan kişisel transferler ve çalışanların tazminatı verileri kullanılmıştır. Dünya Bankası verilerine göre işçi dövizleri, kişisel havaleler, kişisel transferler ve çalışanların tazminatlarını içerir. Bireysel transferler, ikamet eden haneler tarafından ikamet etmeyen hane halkına veya bu hanelere yapılan nakit veya aynı cari transferlerdir. Bireysel transferler, bu nedenle, mukim olan ve olmayan kişiler arasındaki mevcut tüm transferleri içerir. Çalışanların tazminatı, ikamet etmedikleri bir ekonomide istihdam edilen sınır ötesi, mevsimlik ve diğer kısa vadeli işçilerin ve yerleşik olmayan kişilerin istihdam ettiği sakinlerin gelirini ifade eder.

2.4.2. Model, yöntem ve bulgular

Bu çalışmada değişken parametrelerinin alacağı pozitif (+) değerler REER indeks değerinde bir artış yani paranın değer kazanması, negatif (-) değerler ise paranın değerinin azalması olarak yorumlanmaktadır. Buna göre portföy yatırımı, doğrudan yabancı yatırımlar ve işçi dövizleri girişlerini temsil eden değişkenlerin katsayılarının alacağı pozitif değerleri reel efektif döviz kuru indexi üzerindeki pozitif etki yani ülkelerin para biriminin değerlenmesi, negatif değerler ise ülke para biriminin yabancı para birimi karşısında değer kaybetmesi olarak yorumlanacaktır.

Analizimizde yer alan ülkeler iki gruba ayrılmış ve gelişmiş ülkelerden oluşan grubumuzda değişkenler reel efektif döviz kuru indexi için REER, doğrudan yabancı yatırımlar için FDI, portföy yatırımları için PORT, ve işçi dövizleri için REM kısaltmaları kullanılmıştır. Gelişmekte olan ülkeler için ise bu değişkenler için REERD,

FDID, PORTD ve REMD kısaltmaları kullanılmıştır. Gelişmiş ülkeler için modelimiz Eşitlik 2.3. ve gelişmekte olan ülkeler için modelimiz ise Eşitlik 2.4.'deki gibidir.

$$REER = f (FDI, PORT, REM) \quad (2.3)$$

$$REERD = f (FDID, PORTD, REMD) \quad (2.4.)$$

Yatay Kesit Bağımlılığı: Yatay kesit bağımlılığın test edilmesi, panel veri modellerinin tahmininde önemlidir. Yatay kesit bağımlılığı analizi kesit birimlerine gelen bir şoktan bütün serilerin aynı derecede etkilenip etkilenmeyeceğini gösterir. Aynı zamanda paneli oluşturan yatay kesitler arasındaki bağımlılığın dikkate alınması birim kök analiz sonuçlarını önemli ölçüde etkilemektedir (Pesaran H. M., 2004). Panelin zaman boyutu (T) kesitsel boyuttan (N) daha büyük olduğunda, bu amaçlar için Breusch and Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi uygun görülmektedir (De Hoyos and Sarafidis, 2006, s. 2). Çalışmada paneli oluşturan yatay kesitler (ülkeler) arasındaki bağımlılık; gelişmekte olan ülke gruplarında zaman boyutu kesit boyutundan büyük olduğu $T > N$ için Breusch and Pagan (1980) LM testiyle incelenmiştir. Gelişmiş ülke grubu için ise zaman boyutu kesit boyutundan küçük olduğu için $T < N$ Bias-corrected scaled LM (Baltagi, Feng and Kao, 2012) test istatistikleri kullanılmıştır.

Testlerin hipotezleri:

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı yoktur.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 2.2'de yer alan istatistikler doğrultusunda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke grupları için H_0 hipotezi reddedilerek her bir değişken için %5 anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Buna göre ülkelerden birinde modele dahil edilen değişkenlerde yaşanan bir şokun diğer ülke değişkenlerini de etkilediğini söyleyebiliriz.

Tablo 2.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Gelişmiş Ülkeler			Gelişme Yolunda Olan Ülkeler		
Değişkenler	Bias-Corrected scaled LM Test	Olasılık	Değişkenler	Breusch-Pagan LM Test	Olasılık
RER	35.615	0.000	RERD	124.998	0.000
FDI	5.672	0.000	FDID	57.741	0.012
PORT	5.655	0.000	PORTD	73.981	0.000
REM	43.503	0.000	REMD	78.044	0.000

Birim Kök Testleri: Serilerde yatay kesit bağımlılığı belirlendikten sonra ikinci nesil panel birim kök analizi tekniklerinden Pesaran (2007) tarafından geliştirilen Yatay

Kesit Augmented Dickey Fuller (CADF), Yatay Kesit Peseran Shin Testi (CIPS) ve Hadri and Kurozumi (2012) birim kök testleri kullanılarak serilerin durağanlıkları test edilmiştir.

CADF testi her ülke için ayrı CADF test istatistiği değerlerini verir. Elde edilen test istatistiği değerleri Pesaran (2007)'in CADF kritik tablo değerleriyle karşılaştırarak, her ülke için durağanlık ayrı ayrı test edilir. CADF kritik tablo değeri, tahmin edilen CADF istatistiği değerinden büyükse boş hipotez reddedilir ve sadece o ülkenin serisinin durağan olduğu yorumu yapılır. En küçük kareler (EKK) tahminine göre CADF için kurulan regresyon modeli (Pesaran, 2007):

$$y_{it} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i y_{i,t-1} + u_{it}, i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (2.5)$$

Eşitlik 2.5'te y_{it} i. biriminin t dönemindeki gözlemi, u_{it} hata terimidir.

$$u_{it} = \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (2.6)$$

Eşitlik 2.6'da, f_t , gözlenemeyen ortak etkileri (common effect), ε_{it} ise bireysel-spesifik hatayı gösterir. Eşitlik 2.5 ve Eşitlik 2.6 birlikte yazıldığında;

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \gamma_i f_t + \varepsilon_{it} \quad (2.7)$$

Elde edilir. Eşitlik 2.7'de $\alpha_i = (1 - \phi_i)\mu_i$, $\beta_i = -(1 - \phi_i)$ ve $\Delta y_{it} = y_{it} - y_{i,t-1}$ 'dir. Birim kök testi hipotezi;

$$H_0: \beta_i = 0 \text{ tüm } i' \text{ ler için,}$$

$$H_1: \beta_i < 0, i = 1, 2, \dots, N, \beta_i = 0, i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$$

CADF testi ile panelde yer alan ülkelere özgü birim kök varlığı tahmin edilmektedir. Panelin bütünü için her bir ülke için bulunan CADF istatistiklerinin aritmetik ortalaması alınır. Buna göre CIPS istatistiği;

$$CIPS = N^{-1} \sum_{i=1}^N CADF_i \quad (2.8)$$

CIPS test sonuçları Tablo 2.3'te yer almaktadır. Elde edilen değerler ışığında hem gelişmiş hem de gelişme yolunda olan ülkeler için boş hipotez reddedilmektedir.

Tablo 2.3. CADF-CIPS Panel Birim Kök Testleri

Gelişmiş Ülkeler		Gelişme Yolunda Olan Ülkeler	
Değişkenler	CIPS-istatistik değeri	Değişkenler	CIPS-istatistik değeri
RER	-1.67	RERD	-1.701
FDI	-1.406	FDID	-1.618
PORT	-2.303	PORTD	-1.617
REM	-2.039	REMD	-0.807

*Değişkenlerin hepsi Pesaran (2007) makalesinde Tablo 2b 'de yer alan kritik değerlerden küçük olduğu için %1 anlamlılıkla düzeyde durağandır.

Tablo 2.4.'te ise Hadri and Kurozumi (2012) birim kök testleri sonuçları yer almaktadır. Hadri and Kurozumi (2012) birim kök testi, panelde yer alan birimler arasında yatay kesit bağımlılığını ve serileri oluşturan ortak faktörlerden kaynaklanan birim kökleri göz önünde bulundurup ortak faktörlerin varlığına izin verir. Bu çalışmada Hadri and Kurozumi (2012)'ye ait Z_A^{SPC} test istatistiği kullanılmıştır. Buna göre;

$$y_{it} = z_t' \delta_i + f_t \gamma_i + \varepsilon_{it}, \varepsilon_{it} = \phi_{i1} \varepsilon_{it-1} + \dots + \phi_{ip} \varepsilon_{it-p} + v_{it} \quad (2.9)$$

$$i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T$$

Eşitlik 2.9.'da z_t' deterministik terimi, $z_t' \delta_i$ bireysel etkileri, f_t tek boyutlu gözlemlenemeyen ortak faktörü, γ_i yüklem faktörünü ve ε_{it} AR(p) sürecini izleyen bireysel spesifik hata terimlerini göstermektedir. Sonrasında her bir i için yatay kesit bağımlılığı sorununun üstesinden gelmek adına aşağıdaki denklemde gösterildiği gibi y_{it} 'leri hesaplar. Buna göre;

$$y_{it} = z_t' \hat{\delta}_i + \hat{\phi}_{i1} y_{it-1} + \dots + \hat{\phi}_{ip} y_{it-p} + \hat{\psi}_{i0} \bar{y}_{t-p} + \hat{v}_{it} \quad (2.10)$$

2.10 eşitliği elde edilir. Eşitlik 2.10'un tahminine ait uzun dönem varyans;

$$\hat{\sigma}_{iSPC}^2 = \frac{\hat{\sigma}_{vi}^2}{(1-\hat{\phi}_i)^2} \quad (2.11)$$

Eşitlikte 2.11'de yer alan $\hat{\sigma}_{vi}^2 = 1/T \sum_{t=1}^T \hat{v}_{it}^2$ ve $\hat{\phi}_i = \min \left\{ 1 - \frac{1}{\sqrt{T}}, \sum_{j=1}^p \hat{\phi}_{ij} \right\}$ 'dir. Bu varyans kullanılarak;

$$Z_A^{SPC} = \frac{1}{\hat{\sigma}_{iSPC}^2 T^2} \sum_{t=1}^T (S_{it}^W)^2 \quad (2.12)$$

Bu testte boş hipotez seride birim kök yoktur şeklindedir. Yani,

$$H_0: \phi_i(1) \neq 0, \forall i; \text{ seride birim kök yoktur,}$$

$H_1: \phi_i(1) = 0, \exists i$; seride birim kök vardır.

Tablo 2.4. *Hadri and Kurozumi (2012) Panel Birim Kök Testi Sonuçları*

Değişkenler	Gelişmiş Ülkeler		Değişkenler	Gelişme Yolunda Olan Ülkeler	
	Z_A^{SPC}	Olasılık		Z_A^{SPC}	Olasılık
RER	-2.558	0.994	RERD	-1.551	0.939
FDI	0.392	0.347	FDID	0.760	0.223
PORT	1.121	0.131	PORTD	1.181	0.118
REM	-3.487	0.999	REMD	1.612	0.053

Tablo 2.4.'te yer alan sonuçlara göre boş hipotezleri değişkenlerin hiç biri için reddedilemez yani seriler düzeyde durağandır. Her iki birim kök testi sonuçlarına göre değişkenler düzeyde durağan oldukları kabul edilmiştir.

Modelde kullanılan değişkenlerin her iki ülke grubu için de düzeyde durağan yani $I(0)$ olduğunun tespitinden sonra değişkenlerin homojenlik testi yapılmıştır.

Homojenlik Testi : Daha önce kesit sayısı olan N 'nin zamansal birimi gösteren T 'den küçük olması durumlarda Swamy (1970) tarafından geliştirilen homojenlik testi, Pesaran and Yamagata (2008) tarafından N 'nin T 'den büyük olduğu durumlar için geliştirilmiştir. Pesaran and Yamagata (2008) büyük ve küçük örneklerde homojenliğin tespit edilebilmesi için delta testi kullanmıştır. Delta testi Pesaran and Yamagata (2008)'e göre;

$$\hat{\Delta} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S}-k}{2k} \right) \sim X_k^2 \quad (2.13)$$

$$\hat{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1}\tilde{S}-k}{v(T,k)} \right) \sim X_k^2 \quad (2.14)$$

Eşitlik 2.13'te ve 2.14'te $\hat{\Delta}$, $\hat{\Delta}_{adj}$ sırasıyla büyük ve küçük örnekler için düzeltilmiş delta test istatistiğini, \tilde{S} Swamy test istatistiğini ifade etmektedir, N kesit sayısını, k açıklayıcı değişken sayısını ve $v(T, k)$ standart hatayı temsil etmektedir. Testin hipotezleri ise,

$H_0: \beta_i = \beta$ Eğim katsayıları homojendir.

$H_1: \beta_i \neq \beta$ Eğim katsayıları homojen değildir.

Tablo 2.5. *Gelişmiş Ülkeler İçin Delta Testi*

Test	Test İstatistiği	Olasılık
$\hat{\Delta}$	-0.609	0.729
$\hat{\Delta}_{adj}$	-0.759	0.776

Tablo 2.6. Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Delta Testi

Test	Test İstatistiği	Olasılık
$\hat{\Delta}$	-0.855	0.804
$\hat{\Delta}_{adj}$	-1.067	0.857

Tablo 2.5'te ve Tablo 2.6'da yer alan sonuçlara göre olasılık değerleri %5'ten büyük olduğu için H_0 hipotezi reddedilememektedir yani analize dahil edilen değişkenler hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde homojendir.

Panel Nedensellik Testi: Çalışmada seriler arasındaki nedenselliği tespit edebilmek için Dumitrescu and Hurlin (2012)'in nedensellik testi kullanılmıştır. Bu analiz tekniğinde standartlaştırılmış Wald istatistiklerinin hesaplanması basittir ve standart bir normal asimptotik dağılım gösterir ayrıca yatay kesit bağımlılığı altında ve küçük boyutta N ve T varlığında kullanılabilir (Dumitrescu and Hurlin, 2012, s. 1459). Bu modelde, Y ile X arasındaki ilişki;

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^k Y_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^k X_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.15)$$

şeklindedir. Eşitlik 2.15'te yer alan K'lar optimum gecikme uzunluğunu ifade eder. Analizin kısıtları serilerin durağan olması gerekliliği ve katsayıların homojen olduğu varsayımıdır. Testin hipotezleri:

$H_0: \beta_i = 0 \forall i = 1, \dots, N$, Panelin hiçbir birimi için nedensel bir ilişki yoktur

$H_1: \beta_i = 0 \forall i = 1, \dots, N_1$

$\beta_i \neq 0 \forall i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$ Panelin bazı birimlerinde nedensel ilişki vardır.

Tablo 2.7. Gelişmiş Ülkeler İçin Nedensellik Testi Sonuçları (lag 2)

H_0	Test İstatistiği	Olasılık
RER FDI'nin nedeni değildir.	1.476	0.139
FDI RER'nin nedeni değildir.	1.099	0.271
RER PORT'nin nedeni değildir.	-0.667	0.504
PORT RER'nin nedeni değildir.	0.705	0.480
RER REM'nin nedeni değildir.	0.696	0.486
REM RER'nin nedeni değildir.	2.690	0.007*

*: %1 anlam düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2.8. *Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Nedensellik Testi Sonuçları(lag 1)*

H₀	Test İstatistiği	Olasılık
RERD FDID'nin nedeni değildir.	1.380	0.167
FDID RERD'nin nedeni değildir.	1.665	0.095***
RERD PORTD'nin nedeni değildir.	-0.127	0.898
PORTD RERD'nin nedeni değildir.	-0.125	0.900
RERD REMD'nin nedeni değildir.	6.596	0.014**
REMD RERD'nin nedeni değildir.	2.451	0.000*

*, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2.7'ye göre ise gelişmiş ülkelerde yalnızca işçi dövizlerinden reel döviz kuruna doğru bir nedensellikten bahsedilebilir. Bunun dışında kalan portföy yatırım girişleri ve DYY girişleri gelişmiş ülkelerde reel döviz kurunun nedeni olamaz. Tablo 2.8.'e göre gelişme yolunda olan ülkelerde %10 anlamlılık düzeyinde DYY girişlerinden reel döviz kuruna doğru bir nedensellik olmadığını ifade eden boş hipotezi reddedilebilmektedir. Yani DYY girişlerinden reel döviz kuruna doğru bir nedensellikten bahsedebiliriz. İşçi dövizleri ile reel döviz kuru arasında ise karşılıklı bir nedensellikten bahsedilebilir. Çünkü nedenselliğin olmadığını ifade eden boş hipotez %5 anlamlılık düzeyinde reddedilebilmektedir.

Nedensellik analizlerinden sonra panel için Sabit Etkiler ya da Rassal Etkiler modellerinden hangisini kullanmamız gerekliliğine dair F ve LM testleri yapılmıştır. Tablo 2.9.'a göre hem sabit hem de rassal etkiler için kurulacak modeller anlamlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde sabit etkiler modeli dışında gelişmiş ülke grubu da dahil olmak üzere yalnızca birim etkileri anlamlıdır. Bu yüzden kurulan modellerde hem gelişmiş hem de gelişme yolunda olan ülkelerde rassal etkiler modeli kullanılmış, zaman etkisi modele dahil edilmemiştir. Hausman test istatistiğine göre elde edilen olasılık değeri %5'ten büyük olduğu için rassal etkiler modelinin kullanılması uygun bulunmuştur.

Tablo 2.9. *Birim ve Zaman Etkilerini Gösteren F ve LM Test Sonuçları*

Gelişme Yolunda Olan Ülkeler			Gelişmiş Ülkeler		
Test	İstatistik	Olasılık	Test	İstatistik	Olasılık
F _{Birim}	8.315294	0.000	F _{Birim}	9.181	0.000
F _{Zaman}	2.552923	0.005	F _{Zaman}	1.244	0.250
F _{Birim-Zaman}	4.711714	0.000	F _{Birim-Zaman}	6.813	0.000
LM _{Birim}	49.99946	0.000	LM _{Birim}	315.201	0.000
LM _{Zaman}	0.782586	0.376	LM _{Zaman}	0.459	0.497
LM _{Birim-Zaman}	50.78205	0.000	LM _{Birim-Zaman}	315.661	0.000
Hausman	2.038025	0.564	Hausman	1.332	0.721

Tablo 2.10. Gelişmiş Ülkeler İçin Rassal Etkiler Modeli Sonuçları

Değişken	Katsayı	t-test	Olasılık
REM	0.004545	0.208408	0.8350
PORT	-0.000019	-0.873838	0.3828
FDI	0.0000896	0.669568	0.5035
C	1.001409	40.29032	0.0000*

*, %1 anlam düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2.11. Gelişme Yolunda Olan Ülkeler İçin Rassal Etkiler Modeli Sonuçları

Değişken	Katsayı	t-test	Olasılık
REMD	0.0117	2.001	0.047**
PORTD	0.0159	2.183	0.031**
FDID	0.0022	3.217	0.001*
C	0.9086	39.274	0.000*

*, ** sırasıyla %1 ve %5 anlam düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2.11’de gelişme yolunda olan ülke grubunda reel efektif döviz kuru ile sermaye akımı girişleri arasında %5 anlamlılık düzeyinde bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre reel efektif döviz kuru üzerinde sırasıyla en çok etkiye sırasıyla portföy yatırımları, işçi dövizleri ve doğrudan yabancı yatırımlar sahiptir. Bu üç değişkenin reel efektif döviz kuru üzerinde pozitif bir etkisi vardır. Portföy yatırımlarının GSYİH’daki payında % 1’lik bir artış reel efektif döviz kuru indeksini % 0.015 birim artırmakta yani ülke para biriminin değer kazanmasına işaret etmektedir. Benzer yorumlar diğer değişkenler için de yapılabilir.

Gelişmekte olan ülkelerin aksine OECD içerisinde yer alan gelişmiş ülkelerde sermaye akımlarının reel efektif döviz kuru üzerinde anlamlı bir etkisi söz konusu değildir. Zaten literatürde yer alan çalışmalarda da genellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımları ile döviz kuru üzerinde anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir.

2.5. Sonuç

Sermaye akımlarının reel efektif döviz kuru üzerindeki etkilerinin incelenmesi ülkelerin rekabet gücü açısından önem teşkil etmektedir. Bu alanda literatürde yer alan çalışmalarda her zaman her bölge için aynı sonuçlara ulaşılamamıştır. Bu çalışmada sermaye akımlarının reel efektif döviz kuru üzerindeki etkileri OECD üye ülkeleri ve kilit ortak ülkeleri için incelenmiştir. Ülkeler bu kapsamda OECD üye ülkeleri içerisinde yer alan gelişmiş ülkeler ve hem üye ülkeler hem de kilit ortak ülkelerden oluşan gelişme yolunda olan ülkeler olmak üzere iki gruba ayrılmıştır.

Reel efektif döviz kuru indeksi bağımlı değişken ve portföy yatırım girişleri, doğrudan yabancı yatırım girişleri ve alınan işçi dövizlerinin GSYİH'daki payları da bağımsız değişkenler olarak kabul edilmiştir. 2002-2014 yıllarını kapsayan dönemde değişkenlerimiz için ülkeler arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Yani değişkenlerde yatay kesit birimleri olan ülkelere birinde meydana gelen şoklar diğer kesit birimlerini de etkilemektedir. Yatay kesit bağımlılığının tespit edilmesiyle ikinci nesil birim kök testlerinin yapılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda ikinci nesil birim kök testlerinden yatay kesit bağımlılığını dikkate alan CADF-CIPS birim kök testi ve Hadri and Kurozmi (2012) birim kök testleri kullanılmıştır ve her iki ülke grubu için de serilerin tümü durağan çıkmıştır. Nedensellik testleri sonucunda ise gelişmekte olan ülkelere DYY girişlerinden reel döviz kuruna doğru, işçi dövizleri ile reel döviz kuru arasında ise karşılıklı bir nedensellik tespit edilirken gelişmiş ülkelere yalnızca işçi dövizlerinden reel döviz kuruna doğru bir nedensellik tespit edilmiştir. Bu analizlerden sonra model seçimine gidilmiş ve Hausman testi sonucuna göre rassal etkiler modeli kullanımına karar verilmiştir. Burada çarpıcı sonuçlara ulaşılmıştır. Gelişme yolunda olan ülke grubunda bağımlı değişken olan reel efektif döviz kuru indeksi ile portföy yatırım girişleri, DYY girişleri ve işçi dövizlerinin GSYİH içerisindeki % paylarını ifade eden bağımsız değişkenler arasında anlamlı ve pozitif ilişki ortaya çıkmıştır. Yani sermaye girişlerinin GSYİH'daki payı arttıkça reel döviz kuru değer kazanmaktadır. Gelişmiş ülkelere ise bu değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Elde edilen bulgular ışığında sermaye akımları gelişme yolunda olan ülke ekonomilerinde reel döviz kuru üzerinde etkiliyken, bu akımlar gelişmiş ekonomilerde reel döviz kuru üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Daha önce de belirtildiği üzere gelişme yolunda olan ülke grubunda yer alan başta Türkiye olmak üzere Brezilya, Çin, Hindistan, Macaristan, Şili, Polonya, Meksika ve Güney Afrika'da sermaye akımlarının sebep olduğu reel kurun değerlenmesi bu ülkeler için uluslararası rekabet gücünü etkileyebilir ve ülkelerin ihracatları üzerinde olumsuz etki yaratabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. İKTİSADİ BÜYÜME VE SERMAYE AKIMLARI İLİŞKİSİ

3.1. Giriş

Finansal serbestleşme hareketleri, ekonomik etkinliği geliştirmek ve tasarrufları artırmak yoluyla ekonomik büyüme ve istikrarı sağlama amacıyla gerçekleştirilmiştir (Boratav ve Yeldan, 2006, s. 417). Bununla birlikte, Ahmed and Zlate (2014, s. 221-222)'de belirtildiği gibi, büyük miktarlara ulaşan ve istikrarsız bir yapıya sahip sermaye hareketleri, ekonomiler üzerinde bazı olumsuz etkiler yaratmakta ve uygulanan serbestleşme politikaların sorgulanmasına neden olmaktadır. 1990'lı yılların başından itibaren, gelişmiş ülkelere doğru önemli miktarlarda sermaye akımı gerçekleşmiştir. Gelişmiş ülkelere yönelik sermaye akımlarının temelinde çok farklı nedenler vardır. 1980'li yılların başından itibaren uygulamaya konulan Neo-liberal politikalar sonucunda, ekonomilerde başlanan serbestleştirme politikaları ve bunun sonucunda gelişmekte olan ülkeler finansal piyasalarının ve özellikle dış sermaye hareketlerinin serbestleştirilmeye başlanması ve bilgi ve iletişim teknolojilerinin çok hızlı gelişmesi bu nedenlerin başında gelmektedir. Artan sermaye hareketleri ile birlikte, birçok gelişmekte olan ülke, sermaye hareketlerinin büyümeyi arttırıcı etkisinden yararlanmak amacıyla sermaye hesaplarını serbestleştirmeye başlamıştır.

1980'lerin sonu ve 1990'ların başında politika yapımcılar arasında yaygın olan düşünceye göre bu tür sermaye hareketlerinden, gelişmekte olan ülkeler lehine önemli yararlar sağlamıştır (Summers, 2000). Summers (2000)'a göre uluslararası finansal sisteme entegre olmuş finansal piyasalarda, finansal aracılık hizmetleri gelişim gösterir ve bu durum ekonomik verimlilik açısından hem tüketiciler hem de dünyadaki yatırımcılar için fayda sağlar. Klasik ekonomik teoriye göre, uluslararası sermaye hareketleri, tasarruf oranı sınırlı olan ülkelerde yurtiçi yatırım projeleri için finansman sağlanmasına, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmesine, yatırım riskini daha geniş bir alana yaymasına ve zamanlararası ticareti teşvik etmesine imkân tanımaktadır (Eichengreen vd., 1998). Ancak Asya krizlerinden sonra serbest sermaye akımları ile, sermayenin küresel çapta daha etkin dağılımının sağladığı düşüncesi sorgulanmaya başlanmıştır. Özellikle, Güneydoğu Asya ekonomilerinin ani sermaye çıkışlarına karşı savunmasız olması ve bu ekonomilerin sermaye giriş ve çıkışlarına karşı çok kırılgan

hale gelmeleri; yoğun yabancı sermaye girişlerinin sözkonusu olduğu ekonomilerin istikrarı konusunda ciddi kuşkular duyulmasına neden olmuştur. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin kısıtlanması ve/veya kontrolü konusunda görüşler yaygın hale gelmeye başlamıştır. Örneğin, Bailliu (2000, s. 1-2)'de belirtildiği gibi, çok sayıda iktisatçı, sermaye hareketlerinin gerçekte yararlı olup olmadığını tartışmaya başlamış ve hatta birçoğu belirli koşullar altında kontrollerin gerekli olduğunu vurgulamaya başlamıştır.

2008-2009 Küresel Finansal Krizi'nden sonra gelişmekte olan ülkelere olan net özel sermaye akımlarında ani tersine dönüşler yaşanmaya başlamış ve bu durum yabancı sermaye girişlerine bağlı başta Türkiye olmak üzere birçok yükselen piyasa ekonomilerinde endişelerin artmasına neden olmuştur.

Büyük miktarlara ulaşan sermaye girişleri, büyük oranda kredi genişlemesine ve finansal istikrarsızlık riski yaratan varlık fiyat balonları oluşmasına neden olarak yurtiçi finansal sistemin aracılık etkinliğini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, uluslararası yatırımcıların kararsız tutum ve davranışları da bu riskleri daha da artırır. Yoğun ve önemli miktarlarda sermaye girişlerinin ikinci önemli etkisi ise ekonomik büyüme üzerinde ortaya çıkmaktadır. Sermaye girişleri nedeniyle, ülke paraları değer kazanabilmekte (2003-2007 arası Türkiye'de olduğu gibi) ve bu durumda yoğun bir biçimde ithalata bağlı olmayan ülkelerin ihracat ve büyüme performansını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Nihayet büyük miktarlara ulaşan sermaye hareketleri, enflasyon yaratmadan sürdürülebilir bir büyüme ortamı sağlayan makroiktisadi politikalar üzerinde de olumsuz etki yaratabilir. Örneğin, artan sermaye girişleri sonucu toplam talepte ortaya çıkacak artışlar nedeniyle ortaya çıkabilecek enflasyonist baskıları azaltma amacıyla arttırılacak politika faiz oranları, ülke parasının daha da değerlenmesine neden olacaktır.

Çalışmanın bu bölümünde, G-20 ülkelerinde net sermaye akımları (NKF) ile çeşitli iktisadi değişkenlerin iktisadi büyüme üzerindeki etkisi 1985-2014 yılları arasında yıllık veriler ve Genelleştirilmiş Momentler Methodu (GMM) yöntemi ile belirlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca, analizlerde 2008 Küresel Finans Krizi'nin etkisinin olup olmadığı da araştırılmıştır. Bu amaçla önce Neo-klasik ve içsel büyüme modelleri tanıtılmış, sermaye hareketleri ile iktisadi büyüme ilişkisini inceleyen çalışmalar tanıtılmış ve nihayet çalışmada kullanılan veri ile yöntem tanıtılarak, analiz sonuçları yorumlanmaya çalışılmıştır.

3.2. Büyüme Teorileri

Büyüme teorilerini tarihsel gelişimine bakarak Klasik büyüme teorisi, Neo-klasik büyüme teorisi ve yeni büyüme teorileri (içsel büyüme teoriler) olarak sınıflandırabiliriz. Konumuzla doğrudan bağlantısı nedeniyle, bu bölümde sadece Neo-klasik ve Yeni Büyüme teorileri üzerinde durulacaktır.

3.2.1. Neo-klasik büyüme teorisi

Neo-klasik büyüme modeli, ilk olarak R. Solow ve S. Swan tarafından 1956 yılında yapılan iki farklı çalışmaya dayanmaktadır. Neo-klasik büyüme modeline göre, uzun dönemde teknolojik büyüme olmaksızın, kişi başı bağlamında büyüme olmayacaktır. Neo-klasik büyüme modelinde toplam büyüme, ekonomik birimlerin kararından bağımsız olan iki değişkendeki artışla mümkün olabilir. Bunlar nüfus artışı ve üretim faktörlerindeki verimlilik artışıdır (Novales, Fernandez and Ruiz, 2009, s. 53). Solow-Swan modeli, uzun dönemli büyümeyi açıklamaya odaklanır ve modele göre uzun dönem denge büyüme oranı teknolojik gelişmelere bağlıdır (Yeldan, 2010, s. 111).

Solow büyüme modelini doğru açıklayabilmek için, öncelikle Neo-klasik üretim fonksiyonu ve bu fonksiyonu *Neo-klasik* yapan özelliklerin iyi ifade edilmesi gerekmektedir. Neo-klasik üretim fonksiyonunu,

$$Y = F(A, K, L) \quad (3.1)$$

biçiminde yazabiliriz (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 26). Burada, Y toplam çıktı miktarını, K fiziki sermaye birikimini, L işgücünün çalışma zamanı (hours of labour) ve A 'da her iki girdinin verimliliğini etkileyen bilgi ya da işgücü *etkinliğidir*. Eşitlik 3.1'e göre teknolojik gelişme gibi iş gücü verimliliğini artıran gelişmeler üretimde artışa neden olur. Bu üretim fonksiyonu A sabit olduğunda ölçeğe göre sabit getiriye sahip olur. Yani, sermaye veya emek girdisini λ pozitif sabit sayısı ile çarparsak çıktı miktarı da λ kadar artar.

$$F(\lambda K, \lambda L, A) = \lambda \cdot F(K, L, T) \quad (3.2)$$

Üretim fonksiyonunun bu özelliği hem matematiksel işlemler açısından hem de ekonomik anlamda da kolaylık sağlar. Örneğin F üretim fonksiyonuna sahip bir fabrikada A formülüne göre K ve L birim sermaye ve emek ile Y birim çıktı üretmektedir. Bu tesise benzer bir diğer tesisi başka bir yerde kurduğumuzda, yeni kurulan tesiste de aynı birim çıktı üretimi söz konusu olacaktır. Ancak bunun gerçekleştirilebilmesi için yeni bir girdi bileşimine gereksinim duyulur. Bu nedenle

sermaye ve emek birbirini ikame edebilir, ancak A bu durumda değilse her iki tesiste de üretim yapılabilir . Yani, teknolojinin rakip mal olmaması durumunda ölçeğe göre sabit getiri açıklaması bir anlam ifade eder (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 27).

$K > 0$ ve $L > 0$ iken, her iki girdi için de azalan verimler yasası geçerli olur. Bu durum, Eşitlik 3.3'te ifade edilmiştir:

$$\begin{aligned} \frac{\partial F}{\partial K} > 0, \quad \frac{\partial^2 F}{\partial K^2} < 0 \\ \frac{\partial F}{\partial L} > 0, \quad \frac{\partial^2 F}{\partial L^2} < 0 \end{aligned} \quad (3.3)$$

Neo-klasik üretim fonksiyonunun bir diğer özelliği ise Inada koşullarını sağlıyor olmasıdır. Eşitlik 3.3'te yer alan Inada koşulları, girdilerden birisinin miktarının sıfıra yaklaşması durumunda, üretim faktörlerinin (K ve L) marjinal verimliliklerinin sonsuz (∞)'a yaklaşacağını; sonsuz (∞)'a yaklaşması durumunda ise sıfıra yaklaşacağını ifade eder (Inada, 1963).

$$\begin{aligned} \lim_{K \rightarrow 0} \left(\frac{\partial F}{\partial K} \right) = \lim_{L \rightarrow 0} \left(\frac{\partial F}{\partial L} \right) = \infty \\ \lim_{K \rightarrow \infty} \left(\frac{\partial F}{\partial K} \right) = \lim_{L \rightarrow \infty} \left(\frac{\partial F}{\partial L} \right) = 0 \end{aligned} \quad (3.4)$$

Bilindiği gibi, bir ülkenin yaşam standartlarında zamanla ortaya çıkan değişimi belirlerken, GSYİH değil, kişi başına düşen GSYİH kullanılır. Neo-klasik büyüme fonksiyonunda yer alan değişkenler kişi başı terimlerle ifade edilirse GSYİH ve sermaye değişkenleri kişi başına düşen birimlerle gösterilebilir (Yeldan, 2010, s. 113).

λ katsayısını $\lambda = 1 / L$ olarak kabul edersek üretim fonksiyonu ,

$$Y = F(A, K, L) = L \cdot F(K/L, 1, A) = L \cdot f(k) \quad (3.5)$$

gibi yazılabilir (Yeldan, 2010, s. 113; Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 28). Eşitlik 3.5'te yer alan $k \equiv K/L$ ifadesi emek başına düşen sermayeyi ifade eder. Eşitlik 3.5'te yer alan çıktı miktarı $Y = L \cdot f(k)$ ifadesinin her iki tarafı da emek miktarı L 'ye bölünürse $y \equiv Y/L$, yani işçi başına düşen çıktı miktarı ifadesine, yani ortalama işgücü verimliliğine ulaşılır ve $f(k)$ fonksiyonu $F(k, 1, A)$ 'ya dönüşür. Bu durumda üretim fonksiyonu aşağıdaki gibi yeniden yazılabilir;

$$y = f(k) \quad (3.6)$$

Buraya kadar açıklanan üretim fonksiyonunda zaman indisi gösterim kolaylığı için kullanılmamıştır. Buradan itibaren t döneminde işçi başına düşen çıktı miktarını,

$$y_t = f(k_t) \quad (3.7)$$

t dönemindeki işçi başına düşen sermaye ile ifade edebiliriz. Eşitlik 3.5 'i Cobb-Douglas biçiminde tanımlarsak;

$$y = Ak^\alpha \quad (3.8)$$

elde edilir. Solow büyüme modeli, işgücü ve teknolojinin dışsal ve sabit bir oranda değişeceğini varsaymaktadır. Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonunun kilit özelliği faktör gelirlerinin paylarıdır. Rekabetçi bir ekonomide, sermaye ve işgücüne marjinal ürünleri oranında ödeme yapılır; yani, sermayenin marjinal ürünü faiz oranına (R) eşittir ve emeğin marjinal ürünü ücret (w) oranına eşittir. Bu durumda, her bir sermaye birimine $R = f'(k) = \alpha Ak^{\alpha-1}$ ve her bir işgücü birimine $w = f(k) - k \cdot f'(k) = (1 - \alpha) \cdot Ak^\alpha$ kadar ödeme yapılır. Ardından gelirin sermaye payı $Rk/f(k) = \alpha$ ve işgücünün payı ise $w/f(k) = 1 - \alpha$ olur. Dolayısıyla Cobb-Douglas tipi üretim fonksiyonunun rekabetçi bir ortamda faktör gelirlerinin payları k 'dan bağımsız olarak sabit olur (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 30).

Bu durumda sermaye birikimi Eşitlik 3.9 gibi gösterilebilir:

$$k_{t+1} = k_t(1 - \delta) + i_t \quad (3.9)$$

$$\Delta k_t = k_{t+1} - k_t \quad (3.10)$$

Bir sonraki dönemde işçi başına düşen sermaye miktarı, t döneminde gerçekleşen brüt yatırım, i_t kadar artarken bu esnada δ kadar da yıpranacaktır ($\delta > 0$). Çalışan başına yatırım i_t , çalışan başına tasarrufa $s \cdot f(k_t)$ 'ye eşittir. Bu eşitlik ödünç verilebilir fonlar piyasasının daima dengede ve yatırımların her zaman tasarruflara eşit olduğunu gösterir. Böylece sermaye birikimi,

$$\Delta k_t = \dot{K}/L = s \cdot f(k_t) - \delta k_t \quad (3.11)$$

olur. Eşitlik 3.11'den açık bir biçimde, çalışan başına tasarrufun, çalışan başına sermayenin yıpranma payından (amortismandan) büyük olduğunda, sermaye birikiminin pozitif, tersi durumda ise negatif olacağı anlaşılabilir. Her ikisi de eşitlendiğinde ise $\Delta k_t = 0$ olacaktır. Bu nokta ekonominin durağan durum dengesidir. Bu kritik noktaya ulaşıldığında dışsal teknolojik bir şok yaşanmadığı sürece sermaye emek oranı sabittir ve ekonomide uzun dönemli büyüme sifıra eşit olacaktır (Yeldan, 2010, s. 114-118).

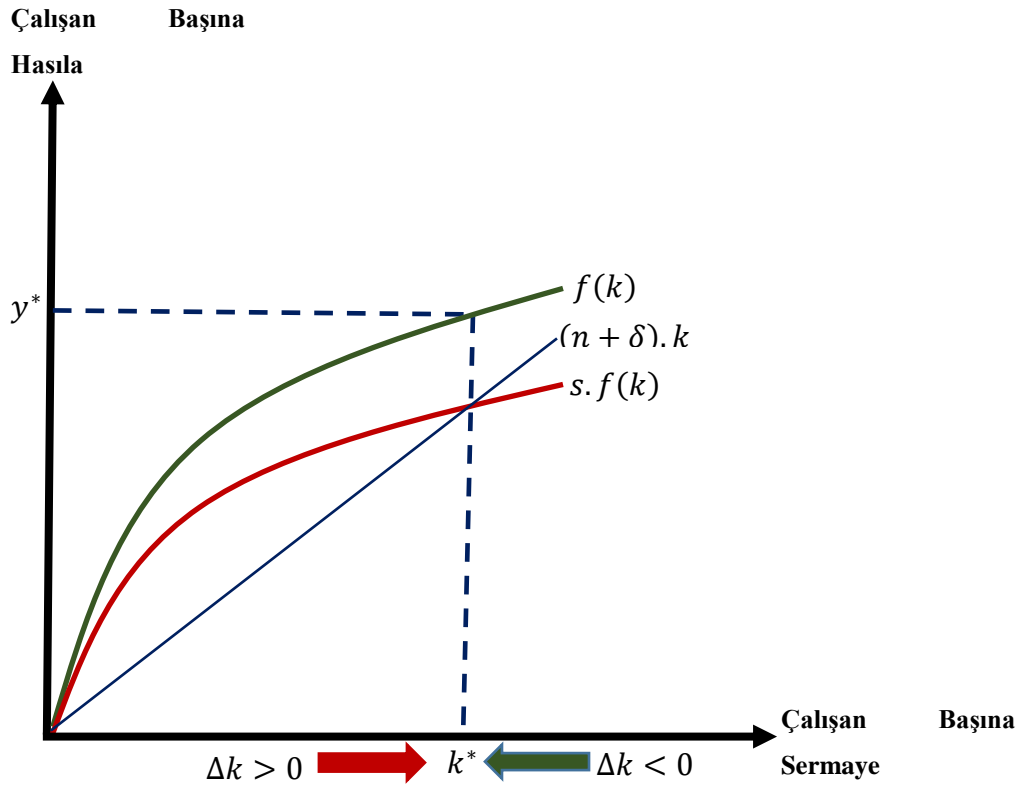
Eşitlik 3.11'de, eşitliğin sağ tarafında kişi başına değişkenler yer alırken, sol tarafında bu yer almaz. Bu yüzden bu eşitlik kolay çözümlenebilen sıradan bir diferansiyel denklem değildir. Bu denklemi diferansiyel bir eşitliğe dönüştürmek için

$k \equiv K/L$ 'nin zamana göre türevini alırsak; $\dot{k} \equiv \frac{d(K/L)}{dt} = \dot{K}/L - nk$, $n = \dot{L}/L$ elde edilir (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 30). Elde ettiğimiz bu denklemi \dot{K}/L için yerine koyarsak;

$$\dot{k} = s.f(k) - (n + \delta).k \quad (3.12)$$

elde edilir. Eşitlik 3.12'de yer alan denklem Solow Büyüme Modelinin temel denklemidir. Denklemin sağ tarafında yer alan $(n + \delta)$ terimi, işçi başına düşen sermaye $k \equiv K/L$ 'nin etkin amortisman oranı olarak düşünülebilir. Eğer tasarruf oranı s sıfır olursa, işçi başına düşen sermaye oranındaki azalmanın bir kısmı sermayenin amortismanı δ 'dan bir kısmı da çalışan sayısındaki n oranındaki artıştan kaynaklanır (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 30).

Şekil 3.1'de Eşitlik 3.12'nin $\dot{k} = s.f(k) - (n + \delta).k$ grafiği görülmektedir. Bu grafikte görüldüğü gibi çalışan başına hasıla çalışan başına sermayenin bir fonksiyonudur. Üretim fonksiyonu ise artan bir fonksiyon olarak görülmektedir ve bu durum çalışan başına sermayeye göre azalan verimler yasasını işaret etmektedir. Çalışan başına tasarruf $s.f(k)$ 'da bu üretim fonksiyonuna paralel bir eğridir. Yıpranan sermaye ise $(n + \delta).k$ ile gösterilen orijinden çıkan bir doğrudur. Ekonomi k^* düzeyinde durağan durum dengesine ulaşmaktadır, bu noktada sermaye birikimi sıfıra eşit olmaktadır. Eğer ekonomi k^* düzeyinden daha düşük bir sermaye stoğu ile çalışırsa, çalışan başına tasarruf oranı, yıpranan sermaye oranından daha büyük olacaktır. Bu durumda $(0, k^*)$ aralığında sermaye birikimi Δk_t sıfırdan büyük olur ve çalışan başına sermaye artar. Tam tersi durumda k^* düzeyinden daha fazla sermaye stoğu ile çalışan bir ekonomide ise sermaye birikimi sıfırdan küçüktür. Yani $sf(k^*_t) = (n + \delta).k^*_t$ durumunda durağan durum dengesine ulaşılmış olur. k^*_t noktası *Solow'un kritik noktasıdır* ve bu noktadan itibaren dengeli büyümenin kararlı koşulları sağlanmıştır. k^*_t noktası üretimde kalıcı olarak bir değişiklik yaratmayan bir teknolojik şok olmadığı sürece istikrarlıdır, sadece kısa dönemde sapmalar yaşanabilir, uzun dönemde yeniden bu noktaya dönüş olacaktır (Yeldan, 2010, s. 116-117, Ateş, 1998, s. 13).



Şekil 3.1. Neo-klasik Büyüme Modelinde Sermaye Emek Oranının Dinamiği

Kaynak: Yeldan, 2010, s. 117, Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 29

1950 ve 1960’larda Neo-klasik iktisatçılar bu zamana kadar kullanılan modelde teknolojik gelişmenin sabit olduğunu varsaymanın gerçekçi olmadığını ve bu durumun modelin bir problemi olduğunu kabul etmişler, teknolojik gelişmenin zaman içerisinde geliştiği görüşü ile bunu modele dahil etmişlerdir. Bu gelişmeyle azalan getiriler koşulundan uzaklaşmış ve bu sayede ekonomi uzun dönemde kişi başına düşen açısından büyüme olabilir şeklinde etkinleştirilmiştir. x teknolojik ilerleme hızını göstermek üzere Eşitlik 3.12’den,

$$\dot{k} = s.f(k) - (n + \delta + x).k \quad (3.13)$$

elde edilir. Eşitlik 3.13’te yer alan $n + \delta + x$ terimi kişi başına düşen sermaye için amortisman oranını ifade etmektedir. Teknolojik gelişmenin modele dahil edilmesi ile birlikte durağan hal dengesi olan k^* noktasında

$$s.f(k^*) = (n + \delta + x).k^* \quad (3.14)$$

denklemleri ile elde edilir (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 55-56).

3.2.2. İçsel büyüme modelleri-AK modeli

1980'lerin ortalarından itibaren standart Neo-klasik büyüme modellerinin uzun dönemli büyümenin belirleyicilerini ortaya koymak adına teorik olarak yetersiz kaldığı görüşü yaygınlaşmaya başlamıştır. Neo-klasik büyüme modeline göre herhangi bir teknolojik şok yaşanmadığı sürece ekonomi durağan durum dengesinden sapmayacak ve uzun dönemde kişi başına büyüme oranı sıfır olacaktır. Bu problemi aşmak için sermaye kavramını genişleterek özellikle beşeri sermaye bileşenlerini geliştirmek ve azalan verimler yasasının bu geniş kapsamlı sermaye kavramı için geçerli olmadığını kabul etmek gerektiği görüşü benimsenmiştir.

Bir diğer Neo-klasik görüşe göre, bir ekonominin uzun dönemde azalan verimlerden kaçabilmesi için, yeni fikirler üretme biçimindeki teknolojik ilerlemeye gereksinim vardır. Böylece teknolojik ilerlemenin dışsallığından öteye geçmek ve bunun yerine büyüme modelinde bu ilerlemeyi açıklamak öncelik taşımıştır. Bununla birlikte, teknolojik değişime yönelik içsel yaklaşımlar, Neo-klasik modelde temel bir sorun ortaya çıkmıştır. Bu sorun, teknolojinin altında yatan fikirlerin rekabetçi olmayan doğasıdır.

İçsel büyüme modellerinin kilit noktası sermayenin azalan verimler yasasına konu olmamasıdır. Üretim fonksiyonunun azalan verimler kanunu içermeyen en basit hali AK fonksiyonudur (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 63).

$$Y = AK \quad (3.15)$$

Eşitlik 3.15'te A teknoloji düzeyini gösteren pozitif bir sabittir. Aslında azalan getirilerin olmaması fikri çok gerçekçi görünmeyebilir ancak, beşeri sermayenin de eklendiği geniş kapsamlı sermaye K 'yı göz önüne alırsak bu fikir daha makul görünebilir. Kişi başına düşen çıktı miktarı;

$$y = Ak \quad (3.16)$$

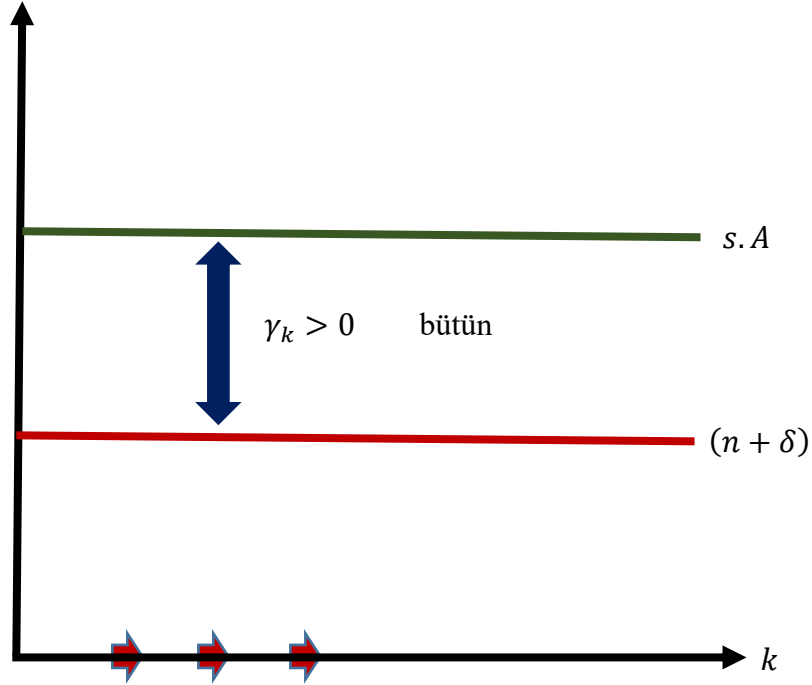
Sermayenin ortalama ve marjinal verimliliği $A > 0$ olduğu sürece sabit olacaktır (Yeldan, 2010, s. 204).

$f(k)/k = A$ ise bu, Eşitlik 3.12'de yerine konursa

$$\dot{k}/k = sA - (n + \delta) \quad (3.17)$$

elde edilir (Barro and and Sala-i-Martin, 2004, s. 64). Burada teknolojik gelişmenin sıfır olduğu, $x=0$, varsayılmaktadır çünkü AK modelinde teknolojik gelişme dışsal dahi olsa ekonomide kişi başına anlamda bir büyüme yaşanabilir. Şekil 3.12'de yer alan bilgiler ışığında, AK gibi veri bir teknolojide tasarruf eğrisi, sA düzeyinde yatay eksene

paralel bir doğrudur. Eğer $sA > n + \delta$ ise, teknolojik gelişmeye ihtiyaç olmadan ekonomide k oranında daimi bir büyüme gerçekleşir (Yeldan, 2010, s. 205).



Şekil 3.2. AK Modeli

Kaynak: Yeldan, 2010, s. 205

Şekilde 3.2’de yer alan γ_k , ekonominin emek birimi başına düşen sermaye oranı k ile durağan durum dengesinde her zaman büyüme yaşadığını gösterir. $y = Ak$, olduğu için her noktada $\dot{y}/y = \dot{k}/k$ ’dır. Ayrıca $c=(1-s).y$ olduğu için $\dot{c}/c = \dot{k}/k$ ’dır. Bu yüzden, modelde yer alan bütün kişi başına değişkenler aynı sabit oranda büyürler:

$$\gamma^* = sA - (n + \delta) \quad (3.18)$$

Eşitlik 3.18’de gösterilen kişi başına büyüme oranı modelde yer alan parametrelerin (s , A , ve n) davranışlarına bağlıdır. Örneğin, Neo-klasik modelden farklı olarak, yüksek bir tasarruf oranı s yüksek oranda uzun dönemli büyümeyi sağlar. Benzer şekilde teknoloji seviyesi A bir seferlik ve kalıcı olarak artarsa, uzun dönemli büyüme oranı yine artar.

Amortisman oranı ve nüfus artış hızındaki değişimler de büyüme oranında sürekli etki yaratacaktır (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 64).

Neo-klasik modelden farklı olarak, AK modeli mutlak veya koşullu yakınsama öngörüsünde bulunmaz (Barro and Sala-i-Martin, 2004, s. 65). Yani tüm y seviyeleri için, $\partial(\dot{y}/y)/\partial y = 0$ 'dır. Yapısal olarak benzeyen ve s , A , δ ve n parametreleri aynı olan bir grup ekonomide, yalnızca başlangıçtaki kişi başına düşen sermaye birikimi farklıyken buna bağlı olarak başlangıçtaki y ve c 'de farklı olacaktır. Model, başlangıç pozisyonu ne olursa olsun her bir ekonomi γ^* gibi bir aynı kişi başı oranda büyüdüğünü ifade eder. Bu sonuç ise azalan verimlerin geçerli olmadığını gösterir.

3.2.2.1. Finansal gelişmelerin büyüme üzerindeki etkileri

Pagano (1993), finansal gelişmelerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemek için indirgenmiş AK modelini kullanmıştır. Zaman notasyonu olan t Eşitlik 3.15'e eklendiğinde;

$$Y_t = AK_t \quad (3.19)$$

Eşitliği elde edilir. Romer (1989) 'da olduğu gibi rekabetçi bir dışsal ekonomide her firmanın sabit getirili bir teknolojiye sahipken verimliliğin sermaye stoğu, K_t 'nin artan bir fonksiyonu olmasıdır. Örneğin N tane özdeş firmanın olduğu bir ekonomide her bir firmanın üretim çıktısı $y_t = B_k^\alpha$ olsun. B , bireysel firmalar tarafından kabul edilen bir parametredir ancak aslında, $B = Ak_t^{1-\alpha}$ ya göre ortalama sermaye stokuna karşılık gelmektedir. O zaman toplam çıktı miktarı Eşitlik 3.19'da göre $Y_t = Ny_t$ olur. Alternatif olarak, AK modeli, K 'nin Lucas (1988)'deki gibi özdeş teknolojilerle tekrarlanabilir iki sermaye tipi olan, fiziksel ve beşeri sermayenin bir bileşimi olduğu varsayılarak türetilir.

Bailliu (2000, s.5-8), sermaye girişlerinin içsel büyüme modeline dahil ederken kullandığı yöntemle hareket ederek, basitlik açısından, nüfusun durağan olduğunu ve ekonominin yatırım yapabileceği veya tüketilebileceği tek bir mal ürettiğini ve yatırım yapılırsa, dönem başına δ oranında değer kaybettiğini varsayalım. Bu durumda brüt yatırımlar:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (3.20)$$

olur. Devletin olmadığı kapalı bir ekonomide sermaye piyasaları dengesi brüt tasarrufların, S_t , brüt yatırımlara, I_t , eşit olmasını gerektirir. Aşağıda yer alan

nedenlerden dolayı sermaye akışının $1-\phi$ 'lük bir oranının finansal aracılık sürecinde “kaybolduğunu” varsaymak doğru olacaktır,

$$\phi S_t = I_t \quad (3.21)$$

Eşitlikler yerine koyulduğunda, zaman indisini kullanmadan durağan denge dönemindeki büyüme,

$$\gamma = A \left(\frac{I}{Y} \right) - \delta = A\phi s - \delta \quad (3.22)$$

eşitliği elde edilir. Pagano (1993), Eşitlik 3.22’de Eşitlik 3.21’de yer alan sermaye piyasası denge koşulunda brüt tasarrufları S/Y ’yi s olarak göstermiştir.

Eşitlik 3.22 finansal gelişimin ekonomik büyümeyi nasıl etkilediğini açıkça ortaya koymaktadır: finansal gelişme ϕ ’yi artırabilir – ϕ , tasarrufların yatırıma yönlenen oranı; A ’yi artırabilir – A , sermayenin toplumsal verimliliği; özel tasarruf oranı s ’yi etkileyebilir (Pagano, 1993, s.614-615). Eşitlik 3.22 finansal gelişimin ekonomik büyümeyi etkileyebileceği iki temel kanalı ortaya koymaktadır. Finansal gelişimin, finansal yenilik veya hükümet politikaları gibi diğer faktörlerden de etkilenmesine rağmen, artan finansal aracılık neticesinde gerçekleştiği varsayılmıştır. İlk kanal, tasarrufların yatırıma ayrılması verimliliğini içerir. Bankaların artan aracılık özellikleri gelişirken, yaptıkları işlerde daha etkin hale gelmeleri ve böylece borç verme ve borç alma oranları arasındaki dağılımın düşmesi söz konusu olur. Bu, yatırıma yönlendirilen tasarruf oranının artmasına neden olur; dolayısıyla, 3.22 numaralı denklemde ϕ ’nin artması sonucunda g artacaktır.

İkincisi, finansal aracılıkta bir artış, sermayenin tahsisi geliştirildiğinde büyümeyi etkileyebilir. Finansal araçların önemli bir fonksiyonu, sermayenin marjinal ürününün en fazla olduğu projelere fon tahsis etmektir. Bu modelde, sermayenin tahsis edilmesindeki bir gelişme, sermayenin genel verimliliğini, A , arttırdığı için daha yüksek büyümeye dönüşür. Finansal aracılık arttıkça bankalar alternatif yatırım projelerini değerlendirmede deneyim kazanırlar ve böylece yüksek getirili projeleri seçebilirler, buna ek olarak, aynı zamanda risk paylaşımı sağlayabildikleri ve böylece bireyleri daha riskli ancak daha üretken yatırımlara yönlendirebildikleri için kaynakların daha büyük bir bölümünü sermayenin marjinal ürününün daha yüksek olduğu projelere kanalize edebilir (Greenwood and Jovanovic, 1990, Bencivenga and Smith, 1991).

Bailliu (2000)’e göre, bu çerçeve genişletilerek, uluslararası sermaye akımları dahil edilebilir. Bailliu (2000), yabancıların artık bu ekonomiye yatırım yapmalarına izin verildiğini, kolaylık sağlamak için, finansal araçlar yoluyla yatırım yaptıklarını

varsaymaktadır. Eğer net bir sermaye girişi oluyorsa, giriş olan ekonomide yatırım için sermaye akımlarının yokluğundan daha büyük bir tasarruf havuzu sağlanacaktır. Böylece, uluslararası sermaye akımlarının varlığında, sermaye piyasası dengesi

$$\phi^* (S_t + NCF_t) = I_t^* \quad (3.23)$$

olur. Eşitlik 3.23'te NCF_t net sermaye akımlarını ifade eder. Bu durumda durağan dengede büyüme;

$$\gamma^* = A^* \left(\frac{I^*}{Y} \right) - \delta = \frac{A^* \phi^* (S + NCF)}{Y} - \delta = A^* \phi^* s^* - \delta. \quad (3.24)$$

Eşitlik 3.24' de AK modelinde durağan denge durumunda büyüme finansal aracılık ve uluslararası sermaye akımları ile ifade edilmiştir. Artık finansal aracılık işleminin var olduğu kapalı bir ekonomideki AK modelinin büyüme oranı ile karşılaştırılabilir. Bu karşılaştırma, bu basit içsel büyüme modelinde sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi etkileyebileceği çeşitli kanalları ortaya koyar. İlk olarak, sermaye akımları, yatırım oranında bir artışa neden olursa, büyümeyi teşvik edebilir. Böylece, diğer her şey sabitken, s^* , s 'den büyükse g^* , g 'den daha yüksek olacaktır. Uluslararası sermaye hareketliliğinin varlığında tasarruf oranının artması için net sermaye girişi olmalıdır (yani $NCF_t > 0$), sermaye akımları tüketimin değil yatırımın finansmanı için kullanılmalı ve yabancı sermayenin finanse ettiği yatırımlar yurtiçinden finanse edilen yatırımları dışlamamalıdır. İkincisi, sermaye akımları, pozitif dışsallıklarla ilişkili yatırımlara neden olursa, ekonomik büyümeyi hızlandırabilir. DYY'lerin, ilgili literatürde, pozitif dışsallık üretmek suretiyle sermaye akımlarının sağlayabileceği potansiyel faydalar sağladığı görüşü vurgulanır ancak bu tür faydalar, diğer sermaye akımları türleri ile de ortaya çıkabilir. Diğer şeyler sabitken, sermaye akımları pozitif yayımlara neden olan yatırımlara neden olursa, bu, sermayenin toplumsal marjinal üretkenliğini artıracak ve böylece A^* , A 'dan daha yüksek olma eğiliminde olacaktır.

Sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyebilecekleri üçüncü yol, yerel finansal aracılıkta artışa neden olup olmamasıdır. Finansal aracılığın kapalı ekonomide nasıl büyümeyi artırıcı etki yarattığı tartışılmıştır. Dolayısıyla, sermaye akımlarının yerli finansal kuruluşlar tarafından aracılık edildiği ölçüde - ki bunlar genellikle yerel ekonomideki bankacılık sektörünün daha etkili ($\phi^* > \phi$) ve / veya verimli yatırım projelerini seçerken daha iyi hale getirerek ($A^* > A$) büyümede olumlu bir etkiye sahip olma eğiliminde olacaklardır.

Bu basit çerçeve aynı zamanda yurtiçi finansal gelişim düzeyinin sermaye girişlerini ve ekonomik büyümeyi birbirine bağlayan süreçte rol oynadığını da

göstermektedir. Farklı düzeylerde gelişmiş finansal sektöre sahip iki ekonomiyi ele aldığımızda, (diyelim ki, daha gelişmiş finansal sisteme sahip olan ülke, ülke 1, diğeri ülke 2'dir), diğer şeyler sabitken, $A^1 > A^2$ ve $\phi^1 > \phi^2$ olması beklenir. Her iki ülke eşit miktarda net sermaye girişi alsa bile, bu model, finansal sektörü yabancı fonları verimli yatırımlara dönüştürme konusunda daha verimli olması ve bu fonları daha verimli yatırım projelerine daha iyi tahsis edebilmesi nedeniyle, daha gelişmiş finansal sisteme sahip ülkenin daha yüksek bir büyüme oranına sahip olacağını öngörür (Bailliu, 2000 s. 6-8).

3.3. Literatür Taraması

Özellikle 2008-2009 Küresel Finansal Kriz sonrası sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri yeniden gündeme gelmiş ve bu alanda çok sayıda çalışma yapılmıştır. Ancak bu çalışmalarda sermaye akımları ve büyüme arasındaki ilişkinin yapısı ve yönü ile ilgili net bir sonuca ulaşılamamıştır. Literatür incelemesinin amacı bu bölümde yapılan ekonomik egzersizlerde elde edilen bulguların şimdiye kadar yapılan konuyla ilgili çalışmalarla ne kadar örtüştüğünü ve ne oranda farklılaştığını ortaya koymak ve özellikle de politika çıkarımlarını belirlemektir. Bu nedenle literatür incelemesi herhangi bir yöntem, bir ülke grubu ve belli bir dönemle sınırlı tutulmamıştır.

Papanek (1973), 1950 ve 1960'lı yılların verilerini kullanarak yabancı kaynakların ekonomik büyüme ve tasarruf üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında, dış yardımlar, yabancı özel yatırımlar, diğer sermaye girişleri ve yurtiçi tasarruflarını bağımsız değişken olarak kullanmış ve bu değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir; tasarrufların ve yabancı girişlerin büyümenin üçte birinden fazlasını karşıladığını; yabancı özel yatırımların büyüme üzerinde daha büyük etkiye sahip olduğunu; büyümenin ihracat, eğitim seviyesi, kişi başına düşen gelir ve ülkelerin büyüklüğü ile ilişkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Reinhart and Reinhart (2008)'in gelişmiş ve gelişmekte olan 181 ülkenin 1960-2007 yıllarını kapsayan çalışmalarında sermaye girişi bol olan gelişmekte olan piyasalarda hem finansal hem de ekonomik kriz yaşanma olasılığı yüksek bulunmuş, gelişmiş ekonomilerde sermaye girişlerinin GSYİH büyümesi, enflasyon ve dış hesaplar ele alındığında daha oynak makroekonomik bir yapı doğurduğunu tespit etmişlerdir. Aizenman, Jinjara and Park (2013), 100 ülke için 1990-2010 yılları arasında uluslararası sermaye akımları ile ekonomik büyüme

arasındaki ilişkiyi incelemiş ve bu ilişkinin sermayenin türüne, ekonomik yapıya ve küresel büyüme örneklerine dayandığını ortaya koymuşlardır. Buna göre DYY giriş-çıkışları ve büyüme arasında güçlü ve pozitif bir ilişki varken, hisse senedi akımları ve büyüme arasındaki ilişki ise güçsüz ve daha az kararlıdır. Ayrıca büyüme ve kısa dönem borçlanma arasındaki ilişki kriz dönemi öncesinde sıfır, kriz döneminde ise negatiftir. Bussiere and Fratzscher (2008) 1980 ve 2002 yılları arasında gelişmiş ve gelişmekte olan 45 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, ülkelerin sermaye hesabı serbestliliği sonrası hemen büyüme hızı artışı yaşaması olgusunu tartışmışlardır. Bussiere ve Fratzscher (2008)'e göre finansal açıklık ve büyüme arasında güçlü pozitif bir ilişki olduğu söylenemez; liberalizasyon sonrası yaşanan büyüme yatırım patlaması, portföy yatırım girişleri ve borçlanmaların artmasıyla gerçekleşmiştir. Orta ve uzun dönemde büyüme için ise kurumların kalitesi, DYY'ların hacmi, liberalizasyon aşamalarının sırası büyük önem taşımaktadır. Bekaerta, Harvey and Lundblad (2005), sermaye piyasasında serbestleşmenin yılda ortalama %1 oranında reel ekonomik büyümeyi arttırdığını göstermiştir ve sermaye hesabının serbestleşmesi gelecek dönemde büyüme üzerinde olumlu etki yaratsa da bu etki sermaye piyasası liberalizasyonu kadar güçlü değildir. Bosworth, Collins and Reinhart (1999)'a göre , gelişmekte olan ülkelerde büyük sermaye akımları geçmişte cari açıkların finansmanında kullanılmış ve bu tür kaynaklar öncelikli olarak tüketime değil yurtiçi yatırımlara yönlendirilmiştir. Bosworth, Collins and Reinhart (1999)'ın çalışmasında 1978-1995 döneminde ülkeye giren yabancı her bir doların ortalama olarak yarısı yurtiçi yatırımlara dönüşmüş ve yurtiçi yatırımları %50 oranından daha fazla artırmıştır. Klein and Olivei (2008), ülkelerde kullanılan finansal araç çeşitleri ile bu çeşitliliğin yaygın olarak kullanılabilmesini ifade eden bir kavram olan (Oruç ve Turgut, 2014, s. 110) *finansal derinliği* de ele alarak, 1986-1995 ve 1976-1995 arası dönemlerde sermaye hesabının finansal derinlik ve ekonomik büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu, açık sermaye hesabı olan gelişmiş ülkelerin daha fazla finansal derinlik ve daha hızlı büyüme yaşadığını ortaya koymuşlardır. Papanek (1973), 1950 ve 1960'lı yılların verilerini kullanarak yabancı kaynakların ekonomik büyüme ve tasarruf üzerindeki etkilerini incelediği çalışmasında, dış yardımlar, yabancı özel yatırımlar, diğer sermaye girişleri ve yurtiçi tasarruflarını bağımsız değişken olarak kullanmış ve bu değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiştir. Tasarrufların ve yabancı girişlerin büyümenin üçte birinden fazlasını karşıladığını; yabancı özel yatırımların büyüme üzerinde daha büyük etkiye

sahip olduğunu; büyümenin ihracat, eğitim seviyesi, kişi başına düşen gelir ve ülkelerin büyüklüğü ile ilişkili olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Sermaye akımlarının etkileri sermaye türüne göre de değişmektedir. Borensztein, De Gregorio and Lee (1998), sanayileşmiş ülkelerden sermaye girişi olan 69 gelişmekte olan ülkenin 20 yıllık verilerini kullanarak DYY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelenmişler ve DYY'lerin teknoloji transferi konusunda çok önemli bir araç olduğunu ve ekonomik büyüme üzerinde yurtiçi yatırımlardan daha fazla etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak Borensztein, De Gregorio and Lee (1998)'e göre DYY'lerin daha verimli bir şekilde kullanılabilmesi ev sahibi ülkenin eşik değerde bir beşeri sermayeye sahip olmasına bağlıdır yani DYY'ler ancak ev sahibi ülkenin transfer edilen teknolojiyi etkin bir biçimde kullanabilme kapasitesine (absorptive capability) bağlı olarak ekonomik büyümeye katkı sağlayabilir. Choong, Baharumshah, Yusop and Habibullah (2010), üç farklı özel sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerini 51 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ile 1988-2002 yıllarını kapsayan çalışmalarında ölçmüşlerdir. Buna göre DYY'ler ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yaratırken, yabancı borçlanma ve portföy yatırımları büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir ve sonuçlar göstermektedir ki özel yatırımların negatif etkileri, gelişmiş veya gelişmekte olan ülke farketmeksizin ülkelerin borsa gelişmişlik düzeyleri belli bir eşik değere ulaşıyorsa pozitif bir etkiye dönüşebilir.

Finansal liberalizasyon sonrasında büyük ölçekli sermaye girişlerinin aniden kesilmesi ve gerçekleşen sermaye çıkışlarının finansal krizlere sebep olabileceği görüşü ile, sermaye piyasası ve yabancı sermaye akımlarında herhangi bir kontrolün olmadığı durumda, ahlaki tehlike varlığında bankalar yabancı kaynakları kullanarak aşırı borç verme eğiliminde olabilir, bu durum ise ekonomik işleyişe zarar verebilir (McKinnon and Pill, 1997). Calvo (1998), sermaye girişinin ani duruşlarının (sudden stop) büyük ölçekli iflaslara, yerel kredi kanallarının zarar görmesine ve böylece mevcut beşeri sermayenin kullanılmaz hale gelmesine sebep olabileceğini öne sürer. Baharumshah and Thanoon (2006), Çin'i de içine alarak Doğu Asya ülkeleri için yaptıkları araştırmada, yurtiçi yatırımlarının uzun dönemde ekonomik büyümeye pozitif yönde katkıda bulunduğunu; DYY'lerin büyümeyi hem uzun hem de kısa dönemde artırdığını ve DYY'lerin yurtiçi yatırımlardan daha etkili olduğunu; kısa dönemli sermaye girişlerinin hem kısa hem de uzun dönem büyüme beklentilerini olumsuz etkilediğini; uzun dönemli

borçlanmanın büyüme üzerinde pozitif etki yarattığını ancak bu etkinin uzun dönemde ortadan kaybolduğu sonucuna ulaşmışlardır. Baharumshah and Thanoon (2006)'un çalışmalarından elde edilen bulgular göstermektedir ki Doğu Asya ülkelerinde DYY'lerin etkileri oldukça güçlüdür bu yüzden de DYY'ler ekonomik büyüme için daha çok tercih edilmelidir. Ali (2014), 1972-2013 yılları arasında Pakistan ekonomisi için yaptığı çalışmada Johansen kointegrasyon ve Granger nedensellik analizlerini kullanarak sermaye akımlarının uzun dönemde ekonomik büyüme üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu; kısa dönemde ise, borç servisi, DYY, enflasyon ve okuma yazma oranından ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik; işçi dövizleri ve ekonomik büyüme arasında ise iki yönlü bir nedensellik olduğunu ortaya koyar.

Kose, Prasad and Terrones (2009)'e göre liberal sermaye piyasalarının Toplam Faktör Verimliliği (TFP) üzerinde güçlü bir pozitif etkisi vardır ve DYY ve portföy hisse senedi yükümlülükleri (portfolio equity liabilities) TFP büyümesini hızlandırırken, dış borçlanma TFP üzerinde negatif bir etki yaratmaktadır. Durham (2004)'ün DYY ve yabancı hisse senedi portföy yatırımlarının (EFPI: Equity Foreign Portfolio Investment) ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini inceledikleri 80 ülkeyi kapsayan çalışmasında, DYY ve EFPI'nin ekonomik büyüme üzerinde doğrudan pozitif bir etkisinin olmadığını ancak bu değişkenlerin ev sahibi ülkedeki etkilerinin o ülkenin finansal ve kurumsal gelişimine bağlı olduğunu ortaya koymuştur. Henry (2003), gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasası liberalizasyonunun, sermayenin maliyetini düşürdüğünü, sermaye stokunu ve işçi başına düşen çıktıyı artırdığını ortaya koymuştur. Quinn and Toyoda (2008) ise sermaye piyasası liberalizasyonunun büyüme üzerinde pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bordo, Meissner and Stuckler (2010) yabancı para cinsinden borçlanmanın, para ve borç krizlerinin, ülke ekonomilerinin çıktı miktarlarının ve kısa dönemde büyüme ve uzun dönemde çıktı üzerindeki dolaylı etkilerini ölçmek üzere 1880-1913 ve 1973-2003 yılları arasında 45 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, yabancı para cinsinden borçlanmanın toplam borçlanma içerisindeki payı arttıkça ülkelerin para ve borç krizi yaşama olasılıklarının arttığı; yabancı borçlanma baskısıyla oluşan finansal krizlerin kalıcı olarak önemli miktarda çıktı miktarında kayıplara sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Lin and Sosin (2001) ise kamusal dış borçların büyüme üzerindeki

etkilerini inceledikleri çalışmalarında borçlanmanın büyüme üzerinde negatif ama her zaman anlamlı olmayan bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Contessi and Weinberger (2009), literatürde yer alan çalışmalarda DYY, verimlilik ve büyüme ilişkisini incelemiş ve bu konuda pek çok çalışma yapıldığını, DYY'nin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etki yarattığını ancak sonuçların son derece karmaşık olduğu sonucuna ulaşmıştır. Herzera, Klasen and Nowak-Lehmann D. (2008), 28 gelişmekte olan ülkede DYY'lerin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini incelemiş ve ülkelerin büyük çoğunluğunda DYY'lerin büyüme üzerinde ne uzun ne de kısa dönemde etkili olduğunu ve DYY'lerden ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir nedensellik olan bir ülke bulunmadığını ortaya koymuşlar ve bu çalışmada ayrıca gelişmekte olan ülkelerde DYY'lerin büyüme etkileri ile kişi başına düşen gelir, eğitim düzeyi, dışa açıklık derecesi ve finansal gelişmişlik düzeyi arasında belirgin bir ilişki bulamamışlardır. Blomstrom, Lipsey and Zejan (1994), gelişmekte olan ekonomilerde büyümeyi sağlayan uluslararası değişkenlerden birisi olarak teknoloji transferi sağlayan DYY'leri kabul etmişler ancak DYY'lerin büyüme üzerindeki etkilerinin gelişme düzeyi daha yüksek ülkelerde daha fazla olduğunu, yani teknoloji transferinin ancak ev sahibi ülkenin absorptive derecesine bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Basu, Chakraborty and Reagle (2003), 23 gelişmekte olan ülkede panel kointegrasyon analiz tekniği kullanarak, DYY ve ekonomik büyüme ilişkisini, aynı zamanda liberalizasyonun bu ilişki üzerindeki etkilerini incelemiştir. Basu, Chakraborty and Reagle (2003)'ün çalışmalarında kapalı ekonomilerde, uzun dönemli nedensellik ilişkisi GSYİH'dan DYY'lara doğru tek yönlü iken, açık ekonomilerde uzun dönemde bu ilişki iki yönlüdür. Prasad, Rajan and Subramanian (2007)'e göre yabancı sermayeye bağımlı sanayileşmemiş ekonomilerin büyüme hızı, yabancı sermayeye bağımlı olmayanlara göre daha yavaştır ve yabancı sermayenin büyümeyi uyaran bir etkisi söz konusu değildir. Prasad, Rajan and Subramanian (2007)'in çalışması şaşırtıcı bir şekilde sanayileşmemiş ülkelerde yabancı finansal sermayeye olan bağımlılık azaldıkça daha yüksek büyüme düzeyleri gerçekleştiğini ve başarılı bir gelişme gösteren ekonomilerde bile ya finansal piyasaların yeterince gelişmiş olmaması ya da hızlı sermaye girişlerinden dolayı ekonomilerin aşırı değerlenmeye yatkın olması sebebiyle bu ekonomilerin emme kapasitesinin düşük olduğunu ileri sürmektedir.

3.4. Model, Yöntem ve Veri

Bu kısımda önce, çalışmada kullanılan model ile bu modelin tahmininde kullanılan yöntem ayrıntılı bir biçimde açıklanacak ve daha sonra değişkenler ve değişkenlere ait elde edilen veriler ve veri kaynakları tanıtılacaktır.

3.4.1. Model ve yöntem

Dinamik panel veri analiz tahminlerinde kullanılan en yaygın yöntemlerden birisi “En Küçük Kareler” (EKK) tahmincisidir. Ancak EKK tahmincisi, modelde açıklayıcı değişkenlerin içsel olması durumunda yanlış ve tutarsız tahminler üretir. Açıklayıcı değişkenlerin içsel olması durumunda önerilen Araç Değişken (IV) tahmin yöntemi kullanılsa bile, ülkelere özgü etki ya da etkilerin açıklayıcı değişkenlerden en az biriyle korelasyona sahip olması sebebiyle tahminler yine de tutarsız olabilir. Bu nedenle Bailliu (2000, s.13)’de vurgulandığı gibi, Genelleştirilmiş Momentler Method yöntemi (GMM), büyüme eşitliklerinin tahmininde ortaya çıkan yukarıdaki sorunları içermediği için, panel verilerin kullanıldığı iktisadi büyüme ile ilgili çalışmalarda en yaygın ve uygun olan tahmin yöntemi durumundadır.

GMM yöntemi, yarı parametrik olarak sınıflandırılan etkin bir tahmin yöntemidir. Panel veri kullanan diğer tahminciler yerine, GMM tahmincisini kullanmanın önemli avantajları söz konusudur. Her şeyden önce, bu yöntemi kullanarak zamanla değişmeyen sabit etkileri ve ülkeye özgü (yatay-kesit) sabit etkileri kontrol etmek mümkündür. Ayrıca, bağımsız değişkenlerdeki olası içsellik sorununu çözmek için, araç değişkenler olarak bağımsız değişkenlerin uygun gecikmeli değerleri kullanılabilir (Arellano and Bond, 1991; Arellano and Bover, 1995; Blundell and Bond, 1998; Çetin ve Seker, 2014).

Bilindiği gibi, sabit etki ve rassal etki modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenlerin kullanılması durumunda; gecikmeli bağımlı değişkenin hata terimi ile ilişkili olmasından kaynaklanan ciddi ekonometrik sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle de Greene (2003)’de vurgulandığı gibi dinamik panel modelleri ile sabit veya rassal etki modelleri arasında da farklılıklar vardır.

Arellano and Bond (1991) tarafından geliştirilen GMM yöntemi; modelin parametrelerinin tutarlı tahmini için, hata teriminin gelecekteki değerlerinin, açıklayıcı değişkenlerin şimdiki değerleri ile ilişkili olmadığı varsayımı altında moment koşullarını oluşturur. Hata terimi otokorelasyon içermediği gibi sabit varyanslıdır.

Açıklayıcı değişkenler ise, ülkeye özgü gözlenemeyen etkiler ile (birim etki ile) ilişkili değildir. Eğer hata terimleri değişen varyanslı ise modelin tahmini için Arellano and Bond (1991), iki aşamalı GMM (TSGMM) tahmincisini önermektedir. Bu yöntemin ilk aşamasında, hata terimlerinin bağımsız ve her bir ülke için sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır. Ancak bu varsayım, ilk aşamada elde edilen artık terimler sayesinde varyans-kovaryans matrisinin tutarlı tahmini oluşturulduğu anda esnetilebilir. Özcan ve Arı (2010, s. 78), hata terimlerinin değişen varyanslı olması durumunda; TSGMM tahmincisinin daha etkin olabileceğini iddia etmektedirler. Buraya kadar belirttiğimiz çeşitli avantajlarına rağmen, GMM yönteminin de bazı dezavantajları vardır. Örneğin, birinci farklarla yapılan regresyonlarda, açıklayıcı değişkenlerin zaman içinde süreklilik göstermesi durumunda, bu değişkenlerin gecikmeli değerleri zayıf araçlar özelliği taşıyabilir. Arellano and Bover (1995) ile Blundell and Bond (1998)'a göre, birinci fark GMM tahmincisinde kullanılan araçlar; sabit etkiler varyansının geçici şokların varyansına göre daha yüksek olduğu modellerde daha az bilgi vericidirler. Bu durumda sapmalı katsayılar elde edilmesi olasıdır ve bu sorun küçük örneklemlerde daha belirgindir (Çetin ve Seker, 2014, s. 135-136).

Arellano and Bover (1995) ve Blundell and Bond (1998) tarafından geliştirilen GMM tahmini, araç değişkenlerin gecikmeli değerlerini fark denklemlerinde kullanırken, birinci farklarını ise düzey denklemlerinde kullanmaktadır. Ancak, Roodman (2006)'a göre, Arellano and Bond (1991) tarafından geliştirilen GMM tahmincisine göre; Arellano and Bover (1995) ve Blundell and Bond (1998) tarafından önerilen Sistem GMM (Arellano and Bover/ Blundell and Bond estimator)'den elde edilen tahminciler daha etkin tahmincilerdir.

Ekonomik büyüme modelimiz çerçevesinde dinamik panel regresyon denklemi;

$$g_{it} = \alpha g_{i,t-1} + \beta' X_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (3.25)$$

$$i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T_i$$

şeklinde yazılabilir. Eşitlik 3.25'te g_{it} t döneminde i'nci ülkenin kişi başına düşen GSYİH'nın yıllık büyüme oranını, $g_{i,t-1}$ ise t-1 döneminde i'nci ülkenin kişi başına düşen GSYİH'nın yıllık büyüme oranını, X_{it} modele dahil edilen başta net sermaye akımları olmak üzere kişi başına düşen GSYİH'daki büyümeyi etkileyen bütün açıklayıcı değişken setini, η_i ülkeye özgü bireysel etkileri, ε_{it} ise hata terimini temsil etmektedir. α katsayısı bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin ve β katsayısı bağımsız değişkenlerin parametrelerinin oluşturduğu parametre vektörünü temsil etmektedir.

Arellano and Bover (1995) ve Blundell and Bond (1998)'in işaret ettiği gibi birinci fark denkleminde uygun araç değişkenler açıklayıcı değişkenler zaman içinde süreklilik arz ettiği zaman zayıf araç olabilmektedir. Ortaya çıkan bu sorun serilerde sonlu örnek sapmalarına neden olabilir ve katsayıların varyansları asimptotik olarak daha da büyür. Bu potansiyel sapmaları ve birinci fark GMM tahmincisinin zayıflığını giderebilmek için düzey değerleriyle ifade edilen regresyon denklemine ek olarak moment koşulları önerilmektedir. Birinci farklar ile ifade edilen denklem ile düzey değerleriyle ifade edilen denklem sistem olarak bir araya getirildiğinde, bu tahminci sistem GMM tahmincisi olarak nitelenen moment koşullarını oluşturur. Sistem GMM tahmincisinde araç değişkenler açıklayıcı değişkenlerin gecikmeli farklarıdır. Ayrıca, ilave araç değişkenlerin geçerliliğini sağlamak için ilave bir varsayımın yapılması gerekir. Eşitlik 3.25'te bulunan bağımsız değişkenlerin birinci farkları, ülkeye özgü etkiler (η_i) ile ilişkisiz olmalıdır. Böylece düzey değerleriyle ifade edilen denklem için aşağıdaki moment koşulları elde edilir:

$$E[(g_{i,t-s} - g_{t-s-1})(\eta_i - \varepsilon_{it})] = 0, s = 1; t = 3, \dots, T, \quad (3.26)$$

$$E[(X_{i,t-s} - X_{t-s-1})(\eta_i - \varepsilon_{it})] = 0, s = 1; t = 3, \dots, T. \quad (3.27)$$

GMM tahmincisinin tutarlı olup olmaması hata terimlerinin otokorelasyona sahip olmadığı varsayımı altında araç değişkenlerin geçerli olup olmamasına bağlıdır. Bu yüzden uygun tahminler yapabilmek için bu iki varsayımın test edilmesi gerekir. Fark GMM tahmincisi ArellanoBond AR(1) ve AR(2) testleri ile Sistem GMM tahmincisi için ise asimptotik olarak χ^2 dağılımı sergileyen Sargan testi kullanılmaktadır.

3.4.2. Değişkenler ve veriler

Çalışmada kullanılan değişkenler içsel büyüme modellerinde yaygın bir biçimde kullanılan ekonomik büyümenin açıklayıcıları olarak kabul edilen değişkenlerdir. Bu nedenle modelde yer alması gereken değişkenler belirlenirken, Bailliu (2000)'nun çalışmasında kullanılan model temel alınmış ve değişkenler de ona göre belirlenmiştir.

Büyüme modelleri içeren çalışmalar genellikle gelişmekte olan ülkeler için yapılmaktadır. Bu çalışmada ise G-20 ülkeleri temel alınmıştır. Çalışmada 1985-2014 yılları arasındaki beşer yıllık veriler kullanılmıştır. Literatürde beş yıllık periyotların, iş çevrimi etkilerini ortadan kaldıracak kadar uzun olduğu düşünülmektedir, ancak belirli bir ülke için zaman içinde ortaya çıkan önemli değişiklikleri yakalayacak kadar da kısa bir dönem olarak kabul edilmektedir (Bleaney, Gemmell and Kneller, 2000).

G-20 ülkeleri içerisinde yer alan Rusya Federasyonu, Suudi Arabistan ve Avrupa Birliği Komisyonu'na ait bazı verilere ulaşılamadığından, bu ülkeler modellere dahil edilmemiştir. Ayrıca, bazı ülkelere için bazı yıllara ait gözlemler bulunamadığı için dengesiz panel analizi yapılmıştır. Açıklanan ve açıklayıcı değişkenler aşağıda açıklanmakta ve ayrıca Ek 1'de özet halinde sunulmaktadır.

Modelde yer alan değişkenler belirlenirken, hem Neo-klasik büyüme modeli hem de içsel büyüme modeli ile uyumlu olabilecek değişkenler seçilmiştir. Bailliu (2000)'nin belirttiği gibi sermaye akımları ve büyüme ilişkisi analiz edilirken, tahmin edilen katsayıların, sermaye akımlarının büyümedeki etkisini doğru bir biçimde yansıtabilmesi için, büyümenin diğer belirleyicilerini kullanarak sonuçların güvenilirliğini kontrol etmek gereklidir.

Çalışmada kullanılan değişkenler ve bunların teorik olarak beklenen etkileri aşağıda açıklanmaktadır.

Kişi Başına GSYİH'nin Yıllık Yüzde Büyüme Oranı: Bağımlı değişken olarak 2010 yılı ABD Doları esas alınarak kişi başına düşen reel GSYİH'nin yıldan yıla büyüme oranı kullanılmıştır. Kişi başına düşen GSYİH, gayri safi milli hasılanın yıl ortası nüfusa bölünmesiyle elde edilir.

Tahminlerde kullanılan açıklayıcı değişkenlerden ikisi, Neo-klasik bir modelde başlangıç koşullarını temsil etmesi amacıyla, her beş yıllık periyotun başlangıç değerleri kullanılarak elde edilmiştir. Bunlar:

Kişi Başına GSYİH: Neo-klasik teoriye göre, kişi başına düşen gelir değişkeninin katsayısı yakınsama etkisini temsil eder ve dolayısıyla işaretinin negatif olması beklenir. Yakınsama etkisi söz konusu ise, dönem başındaki kişi başına düşen GSYİH seviyesinin nispeten daha düşük olduğu bir ülke, durağan durum düzeyinden çok uzakta olduğu için ve bu düzeyi yakalaması gerektiğinden daha hızlı büyür. İçsel büyüme modellerinde ise, ekonomiler istikrarlı durumlarından ayrılmadığından yakınsama etkisi yoktur ve bu nedenle katsayısının sıfır olması beklenir.

Beşeri Sermaye: Beşeri sermaye değişkeni hesaplanması oldukça güç bir değişkendir. Literatürde yer alan çalışmalarda genellikle okullaşma oranı kullanılmaktadır. Bu değişkenin verileri, Koç (2013)'ten esinlenilerek Birleşmiş Milletler Geliştirme Programı tarafından yayınlanan İnsani Gelişme Raporları'nda yer alan ortalama okullaşma oranı raporundan elde edilmiştir. Neo-klasik ya da içsel büyüme teorileri, beşeri sermaye stoğunun büyüme üzerindeki etkisinin pozitif olması

gerektiğini öngörür, çünkü daha fazla beşeri sermayesi olan ülkeler daha yüksek büyüme oranları elde etme eğilimi gösterecektir.

Diğer kontrol değişkenleri, beş yıllık periyot boyunca ortalamalar olarak ölçülmekte olup aşağıdaki konuları içermektedir.

Kamu Harcamalarının GSYİH İçerisindeki Payı: Literatürde kamu tüketimi değişkeninin üretkenliği doğrudan etkileyen kamu harcamalarını yakalamayı amaçladığı, ancak özel kararların bozulmasına neden olacağı düşünülmektedir. Dolayısıyla bu değişkenin katsayısının negatif olması beklenir (Barro, 1991; Barro and Sala-i-Martin, 1995). Bu etkinin yönünü belirlerken yapılan kamu harcamalarının ağırlıklı olarak gıda harcamalarını sübvansiyeye etme biçiminde yapıldığı varsayıldığında ki bu durumda üretken olmayan hizmet şeklinde değerlendirilir, kamu harcamalarının büyümeyi negatif yönde etkilemesi beklenir. Altyapı hizmetleri gibi üretken olan hizmetlere yapıldığında ise büyümeyi pozitif yönde etkilemesi beklenir (Ahmed and Miller, 2000, s. 124). İlk durumda kamu harcamalarının dışlama etkisi görülürken, ikinci durumda dışlama etkisi gerçekleşmemektedir.

Uluslararası Ticarete Açıklık Ölçütü: Dışa açıklık ölçütü olarak mal ve hizmetlerin ithalat ve ihracatının GSYİH'daki payı ele alınmıştır. Genel olarak uluslararası ticarete açık olan ekonomilerin uluslararası büyük piyasaların olumlu avantajlarından yararlanıp büyümeyi olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir (Edwards, 1993).

Gayri Safi Yurtiçi Yatırım Oranı: Brüt sermaye oluşumu (gayri safi yurt içi yatırım), ekonominin sabit varlıklarına yapılan eklemelere ek olarak stok seviyesindeki net değişimlerden kaynaklanmaktadır. İçsel büyüme modellerine göre ise yatırım oranlarındaki artışın, ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisi olması beklenmektedir (De Long and Summers, 1990).

Finansal Sektör Gelişmişlik Ölçütü: Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen and Levine, (2013) 205 ülke için yaptıkları çalışmadan esinlenilerek finansal sektör gelişmişliğin derinlik boyutu ele alındığında ölçüt olarak özel kredilerin GSYİH'daki payı kabul edilmiştir. İçsel büyüme modeli kapsamında gelişmiş finansal sektöre sahip ekonomilerin daha hızlı büyümesi beklenmektedir.

Net Sermaye Akımı: Döviz akışı olarak da nitelendirilebilen net sermaye akımı (NKF) değişkeni, cari işlemler hesabı (gelir, havale ve yardım) ve finansal hesabın (doğrudan yatırım, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar) akışını içerir. Bu altı

değişkenin toplamı, rezervlerdeki değişimi çıkardıktan sonra mal ve hizmet dengesinin ters işaretine eşit olur ve yalnızca herhangi bir merkez bankası müdahalesi olmaksızın toplam sermaye ve döviz akışını ifade eder (Bakardzhieva, Naceur and Kamar, 2010). Bu değişkenin büyüme üzerinde olumlu etkisi olması beklenmektedir.

3.4.3. Ampirik bulgular

GMM tahminlerinde farklı regresyon modelleri kullanılmıştır. İlk tahmin sonuçları G-20 içerisinde yer alan 17 ülkeye ait panel analiz sonuçlarıdır ve bunlar Tablo 3.1’de yer almaktadır.

Tablo 3.1’de yer alan sonuçlara göre, (birinci sütunda yer alan modelde) sermaye akışı değişkeni ve dışa açıklık değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kişi başına düşen GSYİH, kamu harcamalarının reel GSYİH içindeki payı, finansal sektörün gelişimini gösteren özel kredilerin GSYİH’deki payı değişkenlerinin katsayıları negatif işarete sahip ve %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. İlk iki değişken beklenen işaretlere sahipken; finansal gelişmişlik düzeyinin bağımlı değişkeni negatif etkilemesi beklentinin aksi yönündedir. Gayri safi yurtiçi yatırım oranı ve ortalama okullaşma oranı değişkenlerinin katsayıları beklenen işaretlere sahip, yani pozitif ve hem %1 hem de %5 anlam düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Dünya ülkeleri arasında verilerine ulaşılan en büyük 17 ekonominin ele alındığı bu modelde NKF ve uluslararası ticaretin göstergesi olarak kabul edilen dışa açıklık değişkeni istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu durum literatürde beklenen bir sonuç değildir. Uluslararası ticaretin göstergesi olarak dışa açıklığın özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyümeyi olumlu etkilemesi beklenmektedir. Dışa açıklık ile ekonomik büyüme arasında anlamlı bir ilişkinin olmaması Edwards (1997)’ın işaret ettiği gibi, ticari açıklıkla ilgili literatürde oluşan ekonomik büyüme ile pozitif ilişki beklentisiyle ilgili kısıtlardan kaynaklanabilir. Bunlar, dışa açıklık indekslerinin doğru ölçülememesi; ayrıca, uluslararası ticaretin tarifeler, kotalar, lisanslar, döviz kontrolleri ve yasaklardan etkilenmesinden dolayı ticaret politikaları karmaşık olmasıdır. Bu yüzden dışa açıklık değil de ticaret politikalarının ekonomik büyüme üzerindeki etkilerinin incelenmesi daha doğru sonuçlar verebilir (Edwards, 1997).

Modele 2008 Küresel Finansal Krizin etkisini belirlemek amacıyla sabit terim kukla değişken eklendiğinde ise Tablo 3.1’de ikinci sütunda yer alan sonuçlar elde

edilmiştir (model 2). Bu ikinci modelde değişkenlerin işaretleri değişmeden istatistiksel anlamlılıkları artmaktadır ve kukla değişken de istatistiksel olarak anlamlıdır ve negatif işaretlidir. Yani küresel kriz, panelde yer alan tüm ülkelerde ortalama kişi başına büyüme oranlarını azaltıcı etki yaratmıştır.

Tablo3.1. G-20 Ülkeleri İçin GMM Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	GMM Tahmin Sonuçları			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bağımlı Değişkenin Gecikmeli Değeri	-0.1483 (0.024)**	-0.1326 (0.030)**	-0.1730 (0.089)***	-0.1728 (0.023)**
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-1.6423 (0.012)**	-2.1409 (0.100)***	-2.4516 (0.009)*	-2.7110 (0.012)**
Kamu Harcamaları/GSYİH	-0.2005 (0.017)**	-0.1856 (0.018)**	-0.0635 (0.494)	-0.0196 (0.797)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.1846 (0.003)*	0.2100 (0.003)*	0.2141 (0.000)*	0.2230 (0.000)*
Dışa Açıklık	0.0112 (0.428)	0.0134 (0.473)	0.0029 (0.836)	0.0098 (0.674)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.3185 (0.034)**	0.4057 (0.018)**	0.4288 (0.029)**	0.4837 (0.000)*
Özel Krediler/GSYİH (Finansal Gelişim)	-0.0095 (0.043)**	-0.0131 (0.010)*	-0.0133 (0.076)***	-0.0199 (0.044)**
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.0509 (0.534)	0.0436 (0.667)	0.4294 (0.003)*	0.5408 (0.000)*
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-1.0461 (0.068)***		-0.9078 (0.000)*
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0077 (0.007)*	-0.0102 (0.002)*
J olasılık değeri	0.222748	0.452126	0.107907	0.117540

*% 1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Tablo 3.1’de üçüncü sütunda yer alan Model 3 ise finansal sektörün gelişmişlik düzeyinin NKF üzerindeki etkileşimli etkisini belirleyebilmek amacıyla bir etkileşimli değişkenin eklenmesiyle elde edilmiştir. Etkileşimli değişken, özel kredilerin temel kaynağı olan NKF’nin büyüme üzerindeki dolaylı etkisini göstermektedir. Bu durumda kamu harcamaları değişkeni anlamsız hale gelirken, özel sermaye akımlarını temsil eden NKF değişkeni %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olmuştur ve bu ülke grubu için ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi gözlemlenmektedir. Bu etki içsel büyüme modellerinde beklenen bir etkidir.

Tablo 3.1’de son sütunda yer alan Model 4’te ise etkileşimli değişken ile 2008 Küresel Finansal Krizinin etkisini belirlemek amacıyla oluşturulan sabit terim kukla değişkeni birlikte kullanılmıştır. Gelişmiş bir finansal sektörün sermaye akımlarını olumsuz bir şekilde etkilediği ve bu durumda sermaye akımlarının büyüme üzerinde %1

anlam düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmektedir. Bu modellerin hepsinde J-istatistik olasılık değeri 0.10'dan büyük olduğu için kullanılan araç değişkenlerin anlamlı olduğu kabul edilmektedir. Bundan sonraki GMM analizlerinde de J olasılık değeri %10'dan büyüktür.

G-20 ülkeleri içerisinde yer alan ülkelerin ekonomik yapı ve büyüklük açısından homojen bir yapıda olmadığı göz önüne alınarak bazı alt gruplama yollarına gidilmiş ve Tablo 3.1'de yer alan tahminler bu alt gruplar için de yinelenmiştir. Buna göre öncelikle G-7 ülkeleri ele alınmıştır ve sonuçlar Tablo 3.2'de gösterilmektedir. Bu modele kamu harcamaları değişkeni dâhil edilmemiştir. G-7 ülkeleri için yapılan tahminlerde dışa açıklık ve ortalama okullaşma oranı değişkenlerinin katsayıları hiçbir modelde büyüme üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değildir. Model 1'de gayri safi yurtiçi yatırım oranı değişkeni %10 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve beklendiği gibi pozitif işarete sahipken; NKF değişkeni de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ancak işareti negatiftir. Bu durum beklenilenin aksine G-7 ülkelerinde özel sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde negatif etkisi olduğunu göstermektedir. Model 2'de ise kriz döneminde finansal gelişmişlik düzeyinin bir göstergesi olarak kabul edilen özel kredilerin GSYİH içerisindeki payı değişkeni %1 anlam düzeyinde ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Beklentilerin aksine, NKF değişkeni Model 1'de olduğu gibi kriz dönemini yansıtan Model 2'de de büyüme üzerinde negatif bir etki yaratmaktadır ve bu etki hem kriz döneminde hem de kriz dönemi dışında da devam etmektedir. Model 3'te ve Model 4'te G-7 ülkelerinde finansal gelişmişlik düzeyi ve NKF değişkeni ile oluşturulan etkileşim değişkeni istatistiksel olarak anlamlı değildir. Model 4'te ise kişi başı GSYİH değişkeni diğer gruplardan farklı olarak ekonomik büyüme üzerinde %10 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahiptir. G-7 ülkeleri için oluşturulan modellerde de araç değişkenlerin geçerliliği kabul edilmiştir.

Tablo 3.2. G-7 Ülkeleri İçin GMM Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	GMM Tahmin Sonuçları			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.3384 (0.065)**	-0.2358 (0.065)**	-0.3515 (0.082)**	-0.2486 (0.170)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-0.8806 (0.589)	2.4246 (0.240)	-0.4744 (0.796)	2.8830 (0.092)***
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.1842 (0.076)**	0.2437 (0.010)*	0.1744 (0.053)*	0.2660 (0.035)**
Dışa Açıklık	-0.0175 (0.664)	-0.0260 (0.349)	-0.0138 (0.769)	-0.0469 (0.180)
Ortalama Okullaşma Oranı	-0.1681 (0.473)	-0.0501 (0.729)	-0.2493 (0.471)	0.1616 (0.480)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0092 (0.156)	-0.0162 (0.000)*	-0.0092 (0.186)	-0.0203 (0.000)*
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.3501 (0.000)*	-0.3795 (0.002)*	3.0125 (0.719)	-3.1970 (0.307)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-1.4951 (0.000)*		-1.6012 (0.000)*
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.3167 (0.686)	0.2676 (0.356)
J olasılık değeri	0.330215	0.197397	0.253802	0.497482

*% 1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Daha homojen bir grup olacağı varsayımı ile G-20 içerisinde G-7 dışında kalan ülkeler kullanılarak yeni bir grup oluşturulmuştur. Bu grup için elde edilen sonuçlar Tablo 3.3'te yer almaktadır. İlk modelde kişi başına düşen GSYİH, kamu harcamaları, yurtiçi yatırım oranları ve ortalama okullaşma oranı değişkenleri sırasıyla tüm anlam düzeylerinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuş olup, katsayılar da beklenen işaretlere sahiptir. Model 2 kriz dönemi için kullanılan kukla değişken modele dahil edilerek tahmin edilmiş ve kukla değişkenin katsayısı anlamlı ve negatif olarak tahmin edilmiştir. Kişi başına düşen GSYİH ve ortalama okullaşma oranı ile büyüme oranı arasında anlamlı ilişkiler bu modelde geçerlidir. Sermaye akımları ve kriz kukla değişkeni modele dahil edildiğinde, G-7 ülkeleri dışındaki diğer G-20 ülkelerinde diğer değişkenlerin büyüme üzerinde anlamlı etkileri gözlenmemektedir. Model 3'te etkileşimli değişken dahil edildiğinde sermaye akımı değişkeni ekonomik büyüme üzerinde %10 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olmuş ve işareti de beklentilerle uyumlu bir şekilde pozitif çıkmıştır. Yani bu ülkelerde finansal gelişmişlik düzeyi NKF'yi negatif yönde etkilerken, NKF'nin büyüme üzerindeki etkisi pozitif olmaktadır. Ancak model 4'te kukla değişken dahil edildiğinde hem sermaye akımı hem de etkileşimli değişken anlamsız hale gelmiştir.

Tablo 3.3. G-7 Ülkeleri Dışında Diğer G-20 Ülkeleri için GMM Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	GMM Tahmin Sonuçları			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.1690 (0.143)	-0.1515 (0.217)	-0.1780 (0.1748)	-0.2232 (0.159)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-2.4275 (0.060)***	-2.4016 (0.085)***	-4.0480 (0.001)*	-3.1713 (0.077)***
Kamu Harcamaları/GSYİH	-0.2574 (0.086)***	-0.2480 (0.236)	-0.2389 (0.114)	-0.1607 (0.329)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.2211 (0.014)**	0.1629 (0.130)	0.2546 (0.018)**	0.2710 (0.007)*
Dışa Açıklık	-0.0142 (0.426)	-0.0183 (0.249)	-0.0080 (0.731)	0.00003 (0.998)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.7544 (0.001)*	0.7118 (0.043)**	0.9448 (0.000)*	0.6286 (0.131)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0030 (0.856)	-0.0030 (0.868)	-0.0007 (0.959)	-0.0096 (0.620)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.0716 (0.355)	0.0993 (0.198)	0.2734 (0.097)***	0.2324 (0.318)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		1.0706 (0.085)***		0.3443 (0.636)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0061 (0.089)***	-0.0034 (0.558)
J olasılık değeri	0.687004	0.576921	0.834051	0.775051

*% 1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Çalışmada ayrıca cari hesap açık ve fazlasının büyüme üzerindeki etkilerinin farklılaşacağı varsayımıyla, G-20 ülkeleri cari açık ve fazla veren ülkeler biçiminde de ayrıma tabi tutularak analiz edilmiştir. Bunun yanında, bilindiği gibi, kısa veya uzun vadeli ya da doğrudan veya dolaylı bir şekilde sermaye yatırımı yapmak isteyen yabancı yatırımcılar da; yatırım yapacakları ülkelerin ödemeler dengesinde yer alan hesap hareketlerini de yakından takip etmektedirler.

Cari işlemler ile yabancı sermaye akımları arasındaki ilişkiyi açıklayan çeşitli teorik modeller bulunmaktadır. Bu modeller, cari işlemler hesabının, ülkelerin çektiği yabancı sermaye akımlarının miktarını etkileyebileceği, yabancı sermaye akımlarının da cari hesap dengesini çeşitli şekillerde etkileyebileceği iki yönlü bir ilişki önermektedir. Cari işlemler dengesinin bir ekonominin önemli göstergelerinden biri olması nedeniyle cari işlem fazlası, yabancıları bu ülkeye yatırım yapmaya teşvik edebilir. Cari işlemler hesabının sermaye girişlerini nasıl etkilediği ayrıca ülkelerin döviz kuru sistemlerine de bağlıdır. Örneğin, bir ülke sermaye akımlarının tam esnek olduğu bir durumda cari açık yaşıyorsa, bu açık dış borçlanma veya uluslararası rezervlerle finanse edilebilir. Eğer sabit kur uygulaması varsa ve sterilize yönünde bir müdahale varsa, ülke sakinleri

devalüasyon beklentisiyle dış mali pozisyonlarını artıracak ve cari işlemler açığı finansal hesap açığına neden olacaktır. Bununla birlikte, sterilize edilmemiş müdahale durumunda faiz oranları artacak, yabancı sermayenin akışı sağlanacak ve bu nedenle cari hesap açığı finansal hesap fazlalığı yaratacaktır (Wong and Carranza, 1999).

Tablo 3.4, 1985-2014 dönemleri arasında çoğunlukla cari işlemler fazlası veren ülkeler grubu için GMM tahmin sonuçlarını göstermektedir. Bu grup için ilk modelimizde NKF ve diğer bütün değişkenler istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak beklenilenin aksine NKF, bir finansal gelişmişlik göstergesi olarak özel kredilerin GSYİH içerisindeki payı, kişi başına GSYİH ve dışa açıklık oranı ekonomik büyüme üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Öte yandan, kişi başına GSYİH'nın ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sahip olması, Neoklasik görüş ile uyumlu bir bulgudur. Model 1 ve Model 2'de kamu harcamaları değişkeni pozitif işarete sahiptir ancak teoride kamu harcamalarının özel kararları etkilemesinden dolayı büyümeyi olumsuz etkileyeceği beklentisi vardır. Model'e (Model 2) kriz kukla değişkeni eklendiğinde katsayıların işaretleri ne de anlamlılıklarında bir değişme olmamıştır. Model 3'te finansal gelişmişlik düzeyinin sermaye akımlarının büyüme üzerindeki etkilerini değiştirip değiştirmediğini görmek için etkileşimli değişkeni eklediğimizde ise net sermaye akımlarının katsayısı anlamsız hale gelmektedir ve aynı anlamsız etki etki Model 4'te de gözlenmektedir.

Tablo 3.4. Pozitif Cari İşlemler Hesabı Veren G-20 Ülkelerinin GMM Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	GMM Tahmin Sonuçları			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	0.1099 (0.086)***	0.1139 (0.025)**	-0.4165 (0.044)**	-0.6166 (0.090)***
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-3.0382 (0.000)*	-2.4994 (0.000)*	-1.9438 (0.032)**	-1.3277 (0.158)
Kamu Harcamaları/GSYİH	0.8547 (0.000)*	0.8353 (0.000)*	0.2733 (0.153)	0.1098 (0.672)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.5246 (0.000)*	0.5287 (0.000)*	0.4171 (0.000)*	0.4171 (0.000)*
Dışa Açıklık	-0.0495 (0.000)*	-0.0458 (0.000)*	-0.0547 (0.000)*	-0.0498 (0.004)*
Ortalama Okullaşma Oranı	0.1738 (0.045)**	0.2376 (0.007)*	-0.0084 (0.958)	-0.0314 (0.870)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0115 (0.001)*	-0.0155 (0.000)*	-0.0278 (0.000)*	-0.0382 (0.001)*
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.7648 (0.000)*	-0.7245 (0.000)*	-0.0245 (0.921)	0.2823 (0.554)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.7580 (0.000)*		-0.7773 (0.164)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0063 (0.006)*	-0.0090 (0.051)**
J olasılık değeri	0.301333	0.371188	0.196212	0.248364

*% 1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Son olarak Tablo 3.5'te cari işlemler hesabında açık görülen ülkeler grubu için yapılan GMM tahmin sonuçları yer almaktadır. Bu ülkelerde NKF değişkeni sadece, Modelde (Model 3) etkileşimli değişken yer aldığı zaman istatistiksel olarak anlamlıdır ve pozitif işarete sahiptir. Model 4'te kriz kukla değişkeni modele dahil edildiğinde ortalama okullaşma oranı ile özel kredi/GSYİH değişkenleri sırasıyla pozitif ve negatif işaretlere sahip olmakta ve istatistiksel olarak da anlamlı çıkmaktadır. Buna karşılık, cari açık veren ekonomilerde, fazla veren ekonomilerden farklı olarak kamu harcamalarının GSYİH'daki payı, Model 3 dışındaki modellerde %1 anlam düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve beklenen negatif işarete sahiptir. Yani cari açık veren ekonomilerde kamu harcamaları dışlama etkisi yaratmaktadır.

Tablo 3.5. *Negatif Cari İşlemler Hesabı Veren G-20 Ülkelerinin GMM Tahmin Sonuçları*

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	GMM Tahmin Sonuçları			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.0325 (0.826)	-0.1039 (0.439)	-0.2477 (0.345)	-0.1408 (0.365)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-1.2789 (0.486)	-1.9989 (0.308)	-2.3041 (0.372)	-1.9643 (0.365)
Kamu Harcamaları/GSYİH	-0.4672 (0.000)*	-0.4161 (0.000)*	-0.0700 (0.693)	-0.3668 (0.006)*
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.0079 (0.911)	0.0930 (0.289)	0.1178 (0.267)	0.1078 (0.230)
Dışa Açıklık	0.0390 (0.344)	0.0462 (0.298)	0.0553 (0.286)	0.0410 (0.361)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.4466 (0.118)	0.5115 (0.065)***	0.4355 (0.152)	0.5692 (0.081)***
Özel Krediler/GSYİH	-0.0261 (0.055)***	-0.0244 (0.071)***	-0.0133 (0.485)	-0.0250 (0.072)***
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.1159 (0.215)	0.0947 (0.280)	0.6264 (0.013)**	0.1739 (0.434)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.8054 (0.000)*		-0.7856 (0.005)*
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0130 (0.038)**	-0.0019 (0.720)
J olasılık değeri	0.411241	0.877089	0.687838	0.817753

*% 1, ** %5, *** %10 anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

3.5. Sonuç

Çalışmanın bu bölümünde, daha önceki çalışmalarda çoğunlukla gelişmekte olan ülkeler için incelenmiş olan sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkileri; gelişmiş ülke ekonomilerini de içerecek biçimde panel veri kullanılarak analiz edilmiştir. Panelde kesit birimleri olarak G-20 ülkeler alınmış; ancak veri eksikliğinden dolayı Avrupa Birliği Komisyonu ile Rusya ve Suudi Arabistan çalışmaya dahil edilmemiştir. Çalışmada, 1985 ve 2014 yılları arasında beşer yıllık veriler ile hem Neo-klasik hem de içsel büyüme modelleri çerçevesinde büyümeyi etkileyen faktörler GMM tahmin yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Ayrıca analiz sabit ve rassal etkiler yardımıyla da yapılmış ve sonuçlar da ekte verilmiştir.

GMM yöntemi ile tahmin edilen eşitliklerden elde edilen sonuçlara göre, G-20 içerisinde yer alan ülkeler, ekonomik büyüklük ve ekonomik yapı olarak farklı gruplara ayrıştırıldığında; büyüme üzerinde etkili olan değişkenler ile net sermaye akımlarının etkilerinin farklılaştığını göstermektedir.

Öncelikle 17 ülkenin yer aldığı ilk GMM tahmininde, finansal gelişmişlik düzeyinin NKF'leri değiştirip değiştirmediğinin bir ölçütü olan etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde bu değişken anlamlı ve negatif işaretliken; bu modellerde NKF'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu da göstermektedir ki bu gruptaki ülkelerde NKF'ler finansal gelişmişlik düzeyine bağlı olmadan büyüme üzerinde pozitif etkiye sahiptirler. Bunun dışında kamu harcamaları beklenildiği gibi ekonomik büyüme üzerinde, NKF'lerin finansal gelişim düzeyinden etkilenip etkilenmediğine bakılmaksızın, anlamlı negatif bir etkiye sahip iken; etkileşimli değişken modele dahil olduğunda, bu anlamlı negatif etki ortadan kalkmaktadır. Kişi başına GSYİH değişkeni, yurtiçi yatırım oranı, ortalama okullaşma oranı ve finansal gelişmişlik düzeyi değişkenleri beklenen işaretlere sahip ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durum göstermektedir ki ekonomik büyüklük olarak ileri seviyede olan ülkelerde de sermaye akımları finansal sistemin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak ekonomik büyüme üzerinde anlamlı bir etki yaratabilmektedir.

G-20 ülkeleri içerisinde G-7 dışında kalan ülkeler için GMM uygulandığında ise yalnızca kriz dönemi dışında etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde NKF değişkeni %10 anlam düzeyinde büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olmaktadır. G-7 ülkeleri için yapılan analizde etkileşimli değişken negatif işarete sahip ve NKF girişleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip değildir. Bunun dışında G-7 dışında kalan on ülke için GMM tahmininde (Model 4) haricindeki modellerde yalnızca ortalama okullaşma oranının ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi söz konusudur. Kişi başına GSYİH için elde edilen etki ise Neo-klasik modelin öngörülerini desteklemekte ve ülkeler arasında yakınsama etkisi olduğunu göstermektedir. Küresel kriz dönemi dışında yurtiçi yatırımlar da büyüme üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Yani sonuçlar hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkeler için benzer etkileri vermektedir.

G-7 ülkeleri için yapılan GMM tahminleri, küresel krizin etkileri göz önüne alınsa da alınmasa da, NKF'nin ekonomik büyüme üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Model kriz kukla değişkeni ile tahmin edildiğinde, finansal gelişmişlik düzeyinin büyüme üzerindeki etkisi negatif yönde olmaktadır. G-7 dışındaki G-20 ülkelerinde, bu değişkenin büyüme üzerinde anlamlı bir etkisi yokken; G-7 ülkelerinde finansal gelişmişliğin büyümeyi kriz döneminde olumsuz etkilemesi ilginç

bir sonuçtur. Yurtiçi yatırımlar ve kişi başına GSYİH değişkenlerinin katsayıları genelde beklenen işarete sahiptir ve anlamlıdır.

Çalışmada ayrıca ülkeler, ekonomik gelişmişlik düzeyleri yanında cari açık verip vermemelerine göre de gruplandırılarak analize tabi tutulmuştur. Genelde cari açık veren ülkelerin oluşturduğu grupta, NKF'nin büyüme üzerinde yalnızca etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu; bunun dışında anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur. Ayrıca bu grup için de finansal gelişmişlik düzeyinin NKF'yi olumsuz etkilediği gözlemlenmektedir.

Cari işlemler hesabında fazla veren ülkeler göz önüne alındığında kullanılan modellerin neredeyse tamamında değişkenler anlamlı katsayılarla sahiptir. Etkileşimli değişkenin dahil edildiği modeller dışında NKF bu ülkelerde büyümeyi negatif yönde etkilerken, finansal gelişim düzeyini temsil etmek için kullanılan özel kredilerin GSYİH'daki paylarının büyümeyi beklentilerin aksine bu ülkelerde negatif etkilemektedir. Aynı zamanda ticari açıklık da ilk kez bu grupta anlamlı etkiye sahiptir ancak etkinin yönü beklendiği gibi pozitif değil negatiftir.

Bu sonuçlar göstermektedir ki, ülke grupları ekonomik büyüklük veya ekonomik yapıya göre oluşturulduğunda analizler farklı sonuçlar verebilmektedir. Ayrıca sermaye hareketleri yalnızca gelişmekte olan ülkeler için değil aynı zamanda gelişmiş ülkeler için de önem arz etmektedir.

Ayrıca, 2008 Küresel Finans Krizi nedeniyle modelde yer alan değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri değişmektedir ve kriz dönemi ekonomik büyümeyi ülke ekonomilerinin yapıları ve ekonomik büyüklükleri fark etmeksizin etkilemiştir.

Çalışmadan elde edilen diğer bir önemli bulgu ise finansal gelişmişliğin bir göstergesi olarak kabul edilen özel kredilerin GSYİH içerisindeki payının içsel büyüme modellerine göre büyümeyi olumlu etkilemesi beklenirken; G-20 içerisinde yer alan ülkelerde bütün gruplarda ve bütün modellerde negatif bir etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Ampirik test sonuçları, kişi başına düşen GSYİH düzeyinin artışının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucu bulunmuştur. Bu sonuç Neo-klasik yaklaşımın yakınsama etkisi görüşüyle uyumludur.

Gayri safi yurtiçi yatırımların GSYİH'daki payındaki artışlar ekonomik büyümeyi G-20 içerisinde cari açık veren ülkeler dışında pozitif yönde etkilemektedir.

Öte yandan bu çalışmada elde edilen sonuçlar, literatürde yer alan gelişmekte olan ülkelerde finansal gelişmişliğin bir boyutu olarak finansal derinliğin ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediği yönündeki çalışmaları destekler nitelikte değildir. Finansal gelişmişliğin G-20 içerisindeki ülkeler için yapılan bütün alt grup çalışmalarında da, G-20'nin tamamını ele alan GMM tahmininde de ekonomik büyüme üzerinde negatif etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar, finansal piyasalardaki gelişmelerin birtakım negatif etkilerinden kaynaklanmaktadır. Arcand, Berkes and Panizza (2015)'in sıraladığı gibi bu negatif etkilerin açıklamaları ilk olarak kredi ve menkul kıymetler piyasalarının değişen rolü ile ilgilidir (Demirgüç-Kunt, Feyen and Levine, 2013). Buna göre, ekonomiler geliştikçe kredi piyasalarının ekonomik gelişme için daha az önemli hale geldiğini ve piyasa temelli finansal aracılıkların daha önemli hale geldiğini göstermektedir. İkinci olarak, bu negatif etkiler ekonomik dalgalanma ve ekonomik çöküntü olasılığının artmasıyla ilgilidir. Üçüncü neden, Tobin (1984)'in görüşü olan büyük bir finansal sektörün ekonominin üretken kesimlerinden beyin göçüne neden olabileceği yönündeki önerisini içermektedir. Finans ve büyüme arasındaki ilişki, ayrıca, borçlanmanın üretken varlıklara veya hane halkı tüketimine yönelik finansman için kullanılıp kullanılmayacağına da bağlı olabilir (Arcand, Berkes and Panizza, 2015).

Ortalama okullaşma oranının ekonomik büyüme üzerinde büyüme teorilerine göre pozitif bir etkisi vardır. Bu çalışmada bu görüş her ülke grubu için desteklenmemektedir. G-20 ülkelerinin tamamını kapsayan tahminlerde, dört modelde okullaşma oranı ile büyüme üzerinde pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu durum teorik beklentilerle uyumludur. Ancak G-7 ülkelerini kapsayan analizde, ortalama okullaşma oranı ile büyüme üzerinde anlamlı bir ilişki elde edilememiştir. G-20 içerisinde G-7 dışında kalan ülkeler için yapılan analizde Model 4 dışında anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur. Cari hesapta fazla veren ülkelerde 1. ve 2. Modelde anlamlı pozitif ilişki ve son olarak cari hesapta açık veren ülkelerde ise 2. ve 4. Modelde anlamlı pozitif ilişki bulunmuştur. Bu karmaşık sonuçlar beşeri sermayenin ölçümüyle ilgili tartışmaları yeniden gündeme getirmektedir. Bu tartışmalar kullanılan değişkenlerin beşeri sermaye ölçütü olarak yeterli olup olmayacağı üzerine şekillenmiştir. Genelde literatürde yer alan çalışmalarda ortalama okullaşma oranı kullanılsa da bununla ilgili bazı sakıncalar gösterilmektedir. Bu sakıncalar verilerin ölçümündeki hatalar ve verilerin kalitesidir (Benhabib and Spiegel 1994, Domenech 2006, Cohen and Soto 2007).

Özel sermaye akımlarının ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkileyeceği görüşü bu çalışma ile tam olarak desteklenmemektedir. G-20 ülkelerinin tamamının ele alındığı grupta, NKF artışlarının büyümeyi pozitif etkilediği kabul edilebilirken, G-7 ülkelerinde bu etki negatiftir. G-20 içerisindeki G-7 ülkeleri dışındaki 10 ülkede ise NKF değişkeni yalnızca etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde pozitif bir şekilde büyümeyi etkilemektedir. G-20 içerisinde cari işlemler fazlası veren ülkelerde ise NKF değişkeni ekonomik büyümeyi negatif yönde etkilerken, cari açık yaşayan ülkelerde yalnızca etkileşimli değişken eklendiği Model 3'te pozitif etki görülmektedir. Bu sonuçlar göstermektedir ki net sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi büyük ekonomilerde ve cari fazla veren ülkelerde negatif olurken, G-7 içerisinde yer almayan ve cari açık yaşayan ekonomilerde pozitif olmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sermaye hareketlerinin 1800'lü yıllardan bu yana ülke ekonomileri üzerinde önemli etkileri olmuştur. Sermaye piyasalarının liberalleşmeye başlaması ve ardından Avrupa'da, Latin Amerika'da, Güney Asya'da 1990'larda yaşanan para ve bankacılık krizleri sermaye piyasalarında yaşanan liberalleşme sürecini ve sermaye hareketlerinin ekonomik etkileri ile ilgili tartışmalar yaratmıştır. Sermaye hareketlerinden etkilenen ülkeler dikkate alındığında tartışmalar genellikle gelişmekte olan ülkeler çerçevesinde gelişmiştir. Sermaye girişleri, bir ülkede tüketim düzeyi azalmadan; yüksek yatırım düzeylerine ulaşılabilme olanağı sağlarken; aynı zamanda ülkelerde cari işlemler açığı ortaya çıkmaya başlamıştır. Bunların yanında, sermaye girişleri, ev sahibi ülkenin para biriminin değer kazanmasına ve sonuç olarak uluslararası ticarete konu olan malların üretiminin yapıldığı sektörlerde karlılık oranının düşmesine sebep olmaktadır. Bunun sonucunda ise, düşük yatırım seviyeleri ve tüketimde artışlar görülmekte ve cari işlemler açığı daha da artmaktadır.

Sermaye hareketleri farklı makroekonomik değişkenler üzerinde de önemli etkilere sahiptir. Sermaye hareketleri ülke ekonomilerini finansal krizlere sürükleyebildiği gibi ülkelerin ekonomik büyüme, reel döviz kuru, enflasyon oranı, cari işlemler hesabı ve faiz oranları gibi makroekonomik değişkenlerini de etkilemektedir.

Literatürde yer alan sermaye hareketleri ve etkileri ile ilgili çalışmalar genelde en çok etkilenen ülke grubu olan gelişmekte olan ülkeleri kapsamaktadır. Oysa özellikle yaşanan 2008 Küresel Finansal Krizinde ve sonrasında pek çok gelişmiş ülke de finansal hareketlerden etkilenmişlerdir. Bu sebeple bu çalışma literatürde yer alan çalışmalardan farklı olarak OECD ve G-20 ülkelerini ele almaktadır. Çünkü bu iki organizasyon içinde yer alan ülkeler gelişmiş ve gelişmekte olan dünyadaki en büyük ekonomileri kapsamaktadır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde öncelikle sermaye hareketleri türleri ve bunlardan elde edilen gelir ve giderlerin IMF tarafından yayınlanan Altıncı El Kitabına uygun kayıt esasları açıklanmıştır. Ardından Sanayi Devrimi ile başlayan sermaye akımları tarihsel bir perspektifle incelenmiştir. Birinci bölümde ayrıca sermaye giriş ve çıkışlarının sebepleri itici ve çekici güçler, ayrıca dışsal ve içsel faktörler kapsamında incelenmiş, ardından sermaye hareketlerinin yarattığı ekonomik sonuçlar ortaya konmuştur.

İkinci bölümde, sermaye girişlerinin üzerinde en önemli etkiyi yarattığı reel döviz kuru ile olan ilişkisi incelenmiştir. Bu bölümde DYY, portföy yatırımları ve işçi dövizleri girişlerinin 2002 ve 2014 yılları arasında OECD ülkeleri ve OECD'nin kilit ortağı olan ülkelerde REER üzerinde yarattığı etki rassal etkiler modeli ile incelenmiştir. OECD ülkeleri içerisinde gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülkeler yer aldığı için örneklem gelişmiş ve gelişme yolunda olan ülkeler olarak ikiye bölünmüştür. Elde edilen bulgulara göre;

- 2002-2014 yılları arasında DYY, portföy yatırımları ve işçi dövizleri girişleri gelişme yolunda olan ülke ekonomilerinde reel döviz kuru üzerinde kurun değerini artırıcı bir etkiye sahipken;
- Gelişmiş ekonomilerde reel döviz kuru üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir.
- Gelişme yolunda olan ülkelerde sermaye türlerinden en çok sırasıyla işçi dövizleri, portföy yatırımları ve DYY'ler REER üzerinde etkilidir.
- Kısa vadeli portföy yatırımlarının REER üzerindeki etkisi, uzun vadeli DYY'lerin etkisinden daha büyük olduğu için gelişme yolunda olan ülkelerde kısa vadeli sermaye girişlerinin reel kuru artırıcı etkisi daha fazladır.
- Nedensellik analizine göre, gelişmiş ülkelerde işçi dövizlerinden REER'e doğru;
- Gelişme yolunda olan ülkelerde ise DYY'den REER'e doğru ve işçi dövizleri ile REER arasında iki yönlü bir nedensellik tespit edilmiştir.
- Daha önce de belirtildiği üzere gelişme yolunda olan ülke grubunda yer alan başta Türkiye olmak üzere Brezilya, Çin, Hindistan, Macaristan, Şili, Polonya, Meksika ve Güney Afrika'da sermaye girişlerinin sebep olduğu reel kur değerlenmesi bu ülkeler için uluslararası rekabet gücünü etkileyebilir ve ülkelerin ihracatları üzerinde olumsuz etki yaratabilir.

Üçüncü bölümde ise, içsel ve Neo-klasik büyüme modelleri çerçevesinde net sermaye akımlarının (NKF) ekonomik büyüme üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu bölümde G-20 ülkelerinde GMM tahmincisi ile kişi başına düşen GSYİH'nın yıllık büyüme oranı ile NKF'nin GSYİH'daki payı arasındaki ilişki, büyüme modelleri içerisinde ekonomik büyümenin diğer etkileyenleri olarak; kişi başına düşen GSYİH, kamu harcamalarının GSYİH'daki payı, dışa açıklık, gayri safi yurtiçi yatırım oranı, ortalama okullaşma oranı, finansal sektör gelişmişlik düzeyi olan özel kredilerin

GSYİH'daki payı modele dahil edilmiş ve 2008 Küresel Krizi de kukla değişken olarak modele dahil edilerek incelenmiştir.1985-2014 yıllarını kapsayan veri setinde beşer yıllık gözlemler kullanılmıştır. Ayrıca analiz sabit ve rassal etkiler yardımıyla da yapılmış ve sonuçlar da ekte verilmiştir. GMM yöntemi ile tahmin edilen eşitliklerden elde edilen sonuçlara göre,

- G-20 içerisinde yer alan ülkeler, ekonomik büyüklük ve ekonomik yapı olarak farklı gruplara ayrıştırıldığında; büyüme üzerinde etkili olan değişkenler ile net sermaye akımlarının etkilerinin farklılaştığını görülmektedir.
- Öncelikle 17 ülkenin yer aldığı ilk GMM tahmininde, NKF'lerin ekonomik büyüme üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Bu da göstermektedir ki bu gruptaki ülkelerde NKF'ler finansal gelişmişlik düzeyine bağlı olmadan büyüme üzerinde pozitif etkiye sahiptirler.
- G-20 ülkeleri içerisinde G-7 dışında kalan ülkelerde yalnızca kriz dönemi dışında etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde, NKF değişkeni %10 anlam düzeyinde büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olmaktadır. Bunun dışında G-7 dışında kalan on ülkede yalnızca ortalama okullaşma oranının ekonomik büyüme üzerinde bir etkisi söz konusudur.
- Çalışmada ayrıca ülkeler, ekonomik gelişmişlik düzeyleri yanında cari açık verip vermemelerine göre de gruplandırılarak analize tabi tutulmuştur. Genelde cari açık veren ülkelerin oluşturduğu grupta, NKF'nin büyüme üzerinde yalnızca etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu; bunun dışında anlamlı bir etkisinin olmadığı bulunmuştur. Bu sonuç cari işlemler açığı veren ülkelerde sermaye girişlerinin daha çok açıkları kapatmak için kullanıldığı sonucunu vermektedir.
- Cari işlemler hesabında fazla veren ülkeler göz önüne alındığında kullanılan modellerin neredeyse tamamında değişkenler anlamlı katsayılarla sahiptir. Etkileşimli değişkenin dahil edildiği modeller dışında NKF bu ülkelerde büyümeyi negatif yönde etkilerken, finansal gelişim düzeyini temsil etmek için kullanılan özel kredilerin GSYİH'daki payları büyümeyi beklentilerin aksine bu ülkelerde negatif etkilemektedir.

- Net sermaye akımlarının etkileri ülkelerin ekonomik büyüklüklerine ve yapılarına göre değişmektedir.
- Kamu harcamalarının GSYİH'daki payı ekonomik büyüme üzerinde beklendiği gibi negatif etkiye sahiptir ve bu durum dışlama etkisi olarak yorumlanmaktadır.
- Gayri safi yurtiçi yatırımlarının GSYİH'daki payı ise ekonomik büyümeyi pozitif etkilemektedir ki bu durum da beklentilerle uyumludur. Çünkü kamu harcamaları genelde üretkenlik yaratmayan tüketim harcamalarına yapılırken, gayri safi yurtiçi yatırımlar altyapı harcamaları gibi üretkenliği pozitif etkileyen tüketim türlerine yapılmaktadır.
- Ayrıca, 2008 Küresel Finans Krizi nedeniyle modelde yer alan değişkenlerin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri değişmektedir ve kriz dönemi ekonomik büyümeyi ülke ekonomilerinin yapıları ve ekonomik büyüklükleri fark etmeksizin etkilemiştir.
- Büyüme modelleri çerçevesinde finansal gelişmişlik düzeyinin ekonomik büyüme üzerinde pozitif etkisi vardır. Ancak literatürde bunun karşıtı görüşler de yer almaktadır. Bu çalışma liberal finansal piyasalara sahip ekonomilerde finansal gelişmişlik düzeyinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı görüşünü desteklemektedir. Elde edilen sonuçlar özel kredilerin ekonomik büyümeyi sağlayacak yatırımlara dönüşmediğini, daha çok harcamaya yönelik kullanıldığını göstermektedir. Yatırımların genelde dışarıdan gelen sermayelerle yapıldığı sonucuna ulaşılabilir.
- Kişi başına düşen GSYİH'daki artışının ekonomik büyümeyi negatif etkilediği sonucu bulunmuştur. Bu sonuç Neo-klasik yaklaşımın yakınsama etkisi görüşüyle uyumludur.
- Beşeri sermaye değişkeninin ekonomik büyüme üzerinde pozitif bir etkisi olması beklenmektedir. Elde edilen bulgularda beşeri sermaye değişkeni olarak kullanılan ortalama okullaşma oranının ekonomik büyüme üzerindeki etkisi oluşturulan bütün modellerde anlamlı etkilere sahip değildir. Bu durumun iki sebebi olabilir: i) Kullanılan değişkenin beşeri sermayenin tam ölçüsü olmayabilir. ii) Beşeri sermayenin ekonomik büyümeyi artırabilmesi için söz konusu eğitim düzeyinde ülkelerin teknoloji üretebilir seviyeye gelmesi gerekmektedir. Yani büyüme için emeğin nitelikli olması ve sermaye stoğu ile

donatılması böylece bir süre sonra teknoloji üretebilir seviyeye gelmesi gerekmektedir.

- Dışa açıklık göstergesi G-20 ülkelerinde ekonomik büyüme üzerinde genel olarak anlamlı bir etkiye sahip değildir. Yani dışa açıklık göstergesi ihracata yönelik bir büyüme stratejisi olarak kabul edilse de bu grup için ekonomik büyümenin bir sebebi değil sonucu olabilir.
- Genel olarak çalışmada net sermaye akımlarının ekonomik büyüme üzerinde, G-20 ülkelerinin tümünde etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde ve kukla değişkenli modelde, G-7 dışındaki ülkelerde etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde ve G-20 içerisinde cari açık veren ülkelerde etkileşimli değişken modele dahil edildiğinde pozitif etkisi olurken;
- G-7 ülkelerinde ve G-20 içerisinde cari fazla veren ülkelerde etkileşimli değişkensiz ve kukla değişkenli modellerde negatif etkisi vardır.

Elde edilen bulgular ışığında, net sermaye akımlarının G-7 ülkelerinde ve cari fazla veren G-20 ülkelerinde büyümeyi kısıtlayıcı etkisi olduğu ve G-7 dışında kalan ve ayrıca G-20 içerisindeki cari açık veren ekonomilerde büyümeyi artırıcı etkisi olduğu söylenebilir. Bu bilgiler ışığında cari fazla veren ülkeler ve G-7 ülkelerinde net sermaye akımları üzerinde kontrollerin artırılması ve diğer ülke gruplarında sermaye girişlerini teşvik edilen politikalar uygulanması gerekmektedir.

Bu konu ile ilgili ilerleyen dönemlerde elde edilen etkilerin asimetric olup olmadığı araştırılabilir.

KAYNAKÇA

- Acostaa, P. A., Lartey, E. K. and Mandelman, F. S. (2009). Remittances and the Dutch Disease. *Journal of International Economics*, 102-116.
- Ağcaer, A. (2003). Dalgalı Kur Rejimi Altında Merkez Bankası Müdahalelerinin Etkinliği: Türkiye Üzerine Bir Çalışma. *TCMB*, 1-85.
- Agénor, P.R. (1998). The Surge in Capital Flows: Analysis of 'Pull' and 'Push' Factors. *International Journal of Finance & Economics* 3(1), 39-57.
- Ahmed, H. and Miller, S. M. (2000). Crowding-Out And Crowding-In Effects Of Thecomponents Of Government Expenditure. *Contemporary Economic Policy*, 18(1), 124-133.
- Ahmed, S. and Zlate, A. (2014). Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? *Journal of International Money and Finance*, 221-248.
- Aizenman, J., Jinjara, Y. and Park, D. (2013). Capital Flows and Economic Growth in the Era of Financial Integration and Crisis, 1990–2010. *Open Economies Review*, 24(3), 371–396.
- Ali, S. (2014). Foreign Capital Flows and Economic Growth in Pakistan: An Empirical Analysis. *World Applied Sciences Journal* 29(2), 193-201.
- Amuedo-Dorantes, C. and Pozo, S. (2004). Workers' Remittances and the Real Exchange Rate: A Paradox of Gifts. *World Development* , 1407-1417.
- Arcand, J.L., Berkes, E. and Panizza, U. J. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth* (20,2), 105-148.
- Arellano, M. and Bond, S. (1991). Some Tests of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies* 58(2) , 277-297.
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Asea, P. K. and Mendoza, E. G. (1994). The Balassa-Samuelson Model: A General-Equilibrium Appraisal. *Review of International Economics* , 244-267.
- Ateş, S. (1998). *Yeni İçsel Büyüme Teorileri Ve Türkiye Ekonomisinin Büyüme Dinamiklerinin Analizi*. Doktora Tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi.
- Athukorala, P. C. and Rajapatirana, S. (2003). Capital Inflows And The Real Exchange Rate: A Comparative Study Of Asia And Latin America. *The World Economy*, 613-637.

- Baharumshah, A. Z. and Thanoon, M. A.-M. (2006). Foreign Capital Flows and Economic Growth in East Asian Countries. *China economic review* 17(1), 70-83.
- Bailliu, J. N. (2000). Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries. *Ottawa: Bank of Canada.*, 1-21.
- Bakardzhieva, D., Naceur, S. B. and Kamar, B. (2010). The Impact Of Capital And Foreign Exchange Flows On The Competitiveness Of Developing Countries. *IMF Working Papers*, 1-30.
- Balassa, B. (1964). The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy*, 72 (6) (1964), 584–596.
- Baltagi, B., Feng, Q. and Kao, C. (2012). A Lagrange Multiplier Test For Cross-Sectional Dependence in a Fixed Effects Panel Data Model. *J. Econometrics*, 164-177.
- Dünya Bankası (1997). *Private Capital Flows to Developing Countries : The Road to Financial Integration*. Washington, DC: Oxford University Press.
- Barro, R. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics* 106(2), 407–444.
- Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X. (2004). *Economic Growth*. The MIT Press.
- Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X. (1995). *Economic Growth*. New York: McGraw-Hill.
- Basu, P., Chakraborty, C. and Reagle, D. (2003). Liberalization, FDI, and Growth in Developing Countries: A Panel Cointegration Approach. *Economic Inquiry*, 41(3), 510-516.
- Bayar, G. ve Tokpunar, S. (2013). Türk Lirası Reel Kuru Denge Değerinde Mi?. *Ege Academic Review*, 405-426.
- Bayraktar-Saglam, B. and Yalta, A. Y. (2015). Current Account Imbalances and Capital Flows Further Evidence from Emerging Markets. *Global Journal of Emerging Market Economies* 7(2), 201-213.
- Bekaerta, G., Harvey, C. R. and Lundbladd, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3–55.
- Bencivenga, V. R. and Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies* 58(2) , 195-209.

- Benhabib, J. and Spiegel, M. M. (1994). The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data. *Journal of Monetary economics*, 34(2), 143-173.
- Biswas, A., Mandal, B. and Saha, N. (2014). Foreign Capital Inflow And Real Exchange Rate Appreciation In Developing Economies: Theory And Empirical Evidence. *Global Economy Journal*, 453–465.
- Biswas, S. and Dasgupta, B. (2012). Real Exchange Rate Response To Inward Foreign Direct Investment In Liberalized India. *International Journal of Economics and Management*, 321-345.
- Bleaney, M., Gemmill, N. and Kneller, R. (2000). Testing The Endogenous Growth Model: Public Expenditure, Taxation And Growth Over The Long-Run. *Universty Of Nottingham, Discussion Papers in Economics, Discussion Paper 00/25*, 1-32.
- Blomstrom, M., Lipsey, R. E. and Zejan, M. (1994). What Explains the Growth of Developing Countries? W. J. Baumol, R. R. Nelson, & E. N. Wolff içinde, *Convergence of Productivity: Cross National Studies and Historical Evidence* (s. 243-259). New York: Oxford University Press.
- Blundell, R. and Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bohn, H. and Tesar, L. (1996). US Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing? *American Economic Review*, 77-81.
- Boratav, K. and Yeldan, E. (2006). Turkey, 1980-2000: Financial Liberalization, Macroeconomic (in)-stability, and Patterns of Distribution. L. Taylor içinde, *External Liberalization in Asia, Post-Socialist Europe, and Brazil* (s. 417-455). New York: Oxford University Press, Inc.
- Bordo, M. D. (2003). Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. *NBER Working Paper No. 9654*, 1-40.
- Bordo, M. D., Meissner, C. M. and Stuckler, D. (2010). Foreign Currency Debt, Financial Crises and Economic Growth: A Long-run View. *Journal of international Money and Finance* 29(4), 642-665.
- Borensztein, E., De Gregorio, J. and Lee, J.-W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of international Economics* 45(1), 115-135.
- Bosworth, B. P., Collins, S. M. and Reinhart, C. M. (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1999(1), 143-180.

- Bourdeta, Y. and Falekb, H. (2006). Emigrants' Remittances And Dutch Disease In Cape Verde. *International Economic Journal*, 267-284.
- Breusch, T. and Pagan, A. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Brezis, E. S. (1995). Foreign Capital Flows in the Century of Britain's Industrial Revolution: New Estimates, Controlled Conjectures. *The Economic History Review*, 48(1), 46-67.
- Bussiere, M. and Fratzscher, M. (2008). Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain. *Review of International Economics*, 69-95.
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1992). Capital Inflows to Latin America: The 1970s and 1990s. *Working Paper 92(85), International Monetary Fund*, 123-148.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers*, 108-151.
- Calvo, G. A., Leiderman, L. and Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in The 1990s. *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139.
- Calvo, G., Sahay, R. and Végh Gramont, C. A. (1995). Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options. *IMF Working Paper No. 95(57)*.
- Cardarelli, R., Elekdağ, S. and Köse, A. M. (2010). Capital Inflows: Macroeconomic Implications And Policy Responses. *Economic Systems*, 333-356.
- Catão, L. A. (2007). Back to Basics-Why Real Exchange Rates? *Finance and Development-English Edition*, 44(3), 46-47.
- Celasun, O., Denizer, C. and He, D. (1999). Capital Flows, Macroeconomic Management, and The Financial System: The Turkish Case, 1989-97. *World Bank Publications*, 1-58.
- Choong, C.-K., Baharumshah, A. Z., Yusop, Z. and Habibullah, M. S. (2010). Private Capital Flows, Stock Market and Economic Growth in Developed and Developing Countries: A Comparative Analysis. Choong, C. K., *Japan and the World Economy*, 22(2), 107-117.

- Chuhan, P., Stijn, C. and Nlandu, M. (1998). Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors. *Journal of Development Economics* 55(2), 439-463.
- Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. and Levine, R. (2013). Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. *NBER Working Paper Series*, 18946.
- Doménech, R. (2006). Human capital in growth regressions: how much difference does data quality make?. *Journal of the European Economic Association* 4(1): 1-36.
- Cohen, D. and Soto, M. (2007). Growth and human capital: good data, good results. *Journal of economic growth*, 12(1), 51-76.
- Combes, J. L., Tidiane, K. and Plane, P. (2010). Capital Flows And Their Impact On The Real Effective Exchange Rate . *CERDI, Etudes et Documents*, E, 32.
- Contessi, S. and Weinberger, A. (2009). Foreign Direct Investment, Productivity, and Country Growth: An Overview. *Review* 91 .
- Corden, M. W. and Neary, P. J. (1982). Booming Sector And De-Industrialisation In A Small Open Economy . *The Economic Journal* , 825-848.
- Çetin, M. ve Seker, F. (2014). Ticari Açıklık Ve Finansal Gelişmenin Doğrudan Yabancı Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Oecd Ülkeleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28(1), 125-147.
- De Hoyos, R. E. and Sarafidis, V. (2006). Testing for Cross-Sectional Dependence in Panel-Data Models. *Stata Journal* 6(4), 482.
- De Long, J. B. and Summers, L. H. (1990). Equipment Investment and Economic Growth. No. w3515, *National Bureau of Economic Research*.
- Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., and Levine, R. (2013). The evolving importance of banks and securities markets. *World Bank Economic Review*, 27(3), 476–490.
- Dooley, M. P. (1986). Country Specific Premiums, Capital Flight And Net Investment Income Payments In Selected Countries. *IMF*.
- Dumitrescu, E.I. and Hurlin, C. (2012). Testing for Granger Non-Causality in Heterogeneous Panels. *Economic Modelling*, 29, 1450-1460.
- Durgan, S. (2016). *Türkiye'nin Doğrudan Yabancı Yatırım Potansiyelinin Çekim Modeli Kullanılarak Belirlenmesi*. Ankara: Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü.

- Durham, B. J. (2004). Absorptive Capacity and The Effects Of Foreign Direct Investment and Equity Foreign Portfolio Investment on Economic Growth. *European Economic Review* 48, 285-306.
- Economist. (2014, November 5). *What Dutch disease is, and why it's bad*. April 23, 2017 tarihinde <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/11/economist-explains-2> adresinden alındı
- Edwards, S. (1993). Trade Policy, Exchange Rates and Growth. *NBER Working Paper No. 4511*.
- Edwards, S. (1997). Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know? *NBER, Working Paper 5978*, 1-20.
- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell'Araccia, G., Detragiache, E. and Maria, G. (1998). Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues . *Foreign Aff.*, 77(7).
- Eiteman, D. K., Moffett, M. H. and Stonehill, A. I. (2007). *Multinational Business Finance*. Boston: Pearson/Addison-Wesley.
- Elbadawi, I. and Soto, R. (1997). Capital Flows And Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates In Chile. *Revista de Análisis Económico (RAE)*, 35-62.
- Ersoy, İ. (2013). The Role Of Private Capital Inflows And The Exchange Market Pressure On Real Exchange Rate Appreciation: The Case Of Turkey. *South African Journal of Economics*, 35-51.
- Esen, O. (1997). Finansal Piyasaların Küreselleşmesi ve Sermaye Kontrolleri. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(27), 31-45.
- Fernandez-Arias, E. (1996). The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? *Journal of Development Economics*, 48(2), 389-418.
- Fishlow, A. (1985). Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period. *International Organization*, 39(3), 383-439.
- Forbes, K. J. (2016). Capital Controls. G. Jones içinde, *Banking Crisis* (s. 39-43). New York: Palgrave Macmillan.
- Friedman, M. (1956). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Gabrisch, H. (2015). Net Capital Flows To And The Real Exchange Rate Of Western Balkan Countries. *Economic Annals*, 31-52.
- Galeza, T. and Chan, J. (2015). What Is Direct Investment? *International Monetary Fund, FINANCE & DEVELOPMENT*, 52(3), 34-35.

- Ghosh, A. R. and Ostry, J. D. (1995). The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach. *The World Bank Economic Review*, 9(2), 305-333.
- Ghosh, A. R. and Qureshi, M. S. (2016). Capital Inflow Surges and Consequences. *ADB Working Papers, working Paper No: 585*, 1-26.
- Goldstein, M. (1991). Determinants And Systemic Consequences Of International Capital Flows . *International Monetary Fund, Vol. 77*.
- Greene, W. H. (2003). Econometric Analysis 4th Edition. *International Edition, New Jersey: Prentice Hall*
- Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and The Distribution of Income. *Journal of Political Economy* 98(5), Part 1, 1076-1107.
- Guergil, M. and Kaufman, M. (1998). Competitiveness And The Evolution Of The Real Exchange Rate In Chile. *International Monetary Fund Working Paper 98/58*, 1-27.
- Hadri, K. and Kurozumi, E. (2012). A Simple Panel Stationarity Test in the Presence of Serial Correlation and a Common Factor. *Economics Letters* 115(1) , 31-34.
- Hale, G. (2007). Bonds or Loans? the Effect of Macroeconomic Fundamentals. *The Economic Journal*, 117(516), 196-215.
- Harvey, C. R. (1995). Predictable Risk And Returns In Emerging Markets . *Review of Financial Studies* 8(3) , 773-816.
- Hassan, G. M. and Holmes, M. J. (2013). Remittances and the Real Effective Exchange Rate. *Applied Economics* , 4959-4970.
- Henry, P. B. (2003). Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth. No. w9488. *National Bureau of Economic Research*.
- Hernández, L., Mellado, P. and Valdés, R. (2001). Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is There Evidence of Contagion? *IMF Working Paper No. 01/64* , 1-26.
- Herzera, D., Klasen, S. and Nowak-Lehmann D., F. (2008). In Search of FDI-led Growth in Developing Countries: The Way Forward. *Economic Modelling*, 25(5), 793-810.
- Ibarra, C. A. (2011). Capital Flows And Real Exchange Rate Appreciation In Mexico. *World Development*, 2080-2090.
- IMF. (2009). *Balance of payments and international investment position manual*. USA: IMF: Balance Of Payments Manual (6th Edition).

- Inada, K.I. (1963). On a Two-Sector Model Of Economic Growth: Comments and A Generalization. *The Review of Economic Studies* 30(2), 119-127.
- Jongwanich, J. and Kohpaiboonb, A. (2013). Capital Flows And Real Exchange Rates In Emerging Asian Countries. *Journal of Asian Economics*, 138-146.
- Justiniano, A., Primiceri, G. E. and Tambalotti, A. (2014). The Effects Of The Saving And Banking Glut On The U.S. Economy. *Journal of International Economics*, 92, 52-67.
- Kahn, R. B., Bennett, A. and Schadler, S. (1993). Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. *International Monetary Fund No. 108*.
- Kıpııcı, A. N. and Kesriyeli, M. (1997). The Real Exchange Rate Definitions And Calculations . *Central Bank of The Republic of Turkey Working Paper No. 97/1* , 1-10.
- Klein, M. W. and Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance* 27(6), 861-875.
- Kocakale, Y. ve Toprak, H. H. (2015). Türkiye'nin Reel Efektif Döviz Kuru Endekslerinin Güncellenmesi. *TCMB*, 1-28.
- Koç, A. (2013). Beşeri Sermaye ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Yatay Kesit Analizi ile AB Ülkeleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Maliye Dergisi*, (165), 241-285.
- Koenig, L. (1996). Capital Inflows and Policy Responses In The ASEAN Region. *IMF Working Paper*, 1-51.
- Kopuz, B. (2010). *Ödemeler Bilançosu Kalemlerinin Muhasebeleştirilme Esasları*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul: Marmara Üniversitesi .
- Kose, M. A., Prasad, E. S. and Terrones, M. E. (2009). Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? *Journal of International Money and Finance* 28(4), 554-580.
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K. and Wei, S.-J. (2010). Financial Globalization And Economic Policies. D. Rodrik and M. Rosenzweig içinde, *Handbook of Development Economics* (s. 4283-4362). North-Holland: Elsevier.
- Kosteletou, N. and Liargovas, P. (2000). Foreign Direct Investment And The Real Exchange Rate Interlinkages. *Open Economies Review*, 135-148.
- Kutan, A. M. and Wyzan, M. L. (2005). Explaining The Real Exchange Rate In Kazakhstan 1996–2003: Is Kazakhstan Vulnerable To The Dutch Disease? *Economic Systems*, 242-255.

- Lartey, E. K. (2007). Capital Inflows And The Real Exchange Rate: An Empirical Study Of Sub-Saharan Africa. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 337-357.
- Lartey, E. K., Mandelman, F. S. and Acosta, P. A. (2012). Remittances, Exchange Rate Regimes and the Dutch Disease: A Panel Data Analysis. *Review of International Economics*, 377-395.
- Lin, S. and Sosin, K. (2001). Foreign Debt and Economic Growth. *Economics of Transition* 9(3) , 635-655.
- Lopez, H., Molina, L. and Bussolo, M. (2007). Remittances and the Real Exchange Rate. *Policy Research Working Paper No 4213*, 1-33.
- Lopez-Mejia, A. (1999). Large Capital Flows: A Survey Of The Causes, Consequences, and Policy Responses. *IMF Working Paper 99(17)*, 1-54.
- Lucas, R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics* 22.1, 3-42.
- McKinnon, R. I. and Pill, H. (1997). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. . *The American Economic Review*, 87(2), 189-193.
- Mendoza, E. G. (2008). Sudden Stops, Financial Crises and Leverage: A Fisherian Deflation of Tobin's Q. *NBER Working Paper No. 14444*, 1-34.
- Montiel, P. and Reinhart, C. M. (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence From the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 619-635.
- Muinhos, M. K. (2000). From Capital Inflow To Inflation: The Role Of Exchange Rate And Government Debt. *Revista Brasileira de Economia*, 54(1), 57-84.
- Mussa, M., Swoboda, A., Zettelmeyer, J. and Jeanne, O. (2000). Moderating Fluctuations In Capital Flows To Emerging Market Economies. *Reforming the International Monetary and Financial System*, 75-142.
- BM. (2012). *Development and Globalization: Facts and Figures 2012*. United Nations Conference on Trade And Development.
- Ng, T. H. (2006). Foreign Direct Investment and Productivity: Evidence From the East Asian Economies. *United Nations Industrial Development Organization* , 1-28.
- Novales, A., Fernandez, E. and Ruiz, J. (2009). *Economic Growth: Theory and Numerical Solution Methods*. Springer Science & Business Media.

- Oruç, S. ve Turgut, A. (2014). Finansal Derinleşme, Ekonomik Büyüme ve Türk Finans Sistemi (1990-2010) . *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Dr. Mehmet YILDIZ Özel Sayısı*, 109-118.
- Ott, M. (2008). *International Capital Flows*. 12 Mart 2017 tarihinde Library of Economics and Liberty: <http://www.econlib.org/library/Enc/InternationalCapitalFlows.html> adresinden alındı.
- Ouattara, B. and Strobl, E. (2008). Foreign aid inflows and the real exchange rate in the CFA Franc Zone. *Economie Internationale*(4), 37-52.
- Özcan, B. ve Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *Ekonometri ve İstatistik e-Dergisi*, (12), 65-88.
- Özer, M. and Kamışlı, M. (2016). Frequency Domain Causality Analysis of Interactions between Financial Markets of Turkey. *International Business Research*,9(1), 176-186.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. *European Economic Review*, 37(2-3), 613-622.
- Pal, P. (2010). Foreign Portfolio Investment, Stock Market and Economic Development: A Case Study of India. *Capital Without Borders: Challenges to Development*, 1-24.
- Papanek, G. F. (1973). Aid, Foreign Private Investment, Savings, and Growth in Less Developed Countries. *Journal of Political Economy*, 81(1), 120-130.
- Pesaran, H. M. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels. *CESifo Working Paper Series No. 1229; IZA Discussion Paper No. 1240*, 1-39.
- Pesaran, H. M. (2007). A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross-Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312.
- Pesaran, M. H. and Yamagata, T. (2008). Testing Slope Homogeneity in Large Panels. *Journal of Econometrics*, 142(1), 50-93.
- Porter, M. M. (1990). The Competitive Advantage Of Nations. *Harvard Business Review*, 73-93.
- Prasad, E. S., Rajan, R. G. and Subramanian, A. (2007). Foreign Capital and Economic Growth. *NBER Working Paper No. 13619*.
- Quinn, D. P. and Toyoda, A. M. (2008). Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?. *Review of Financial Studies* 21(3), 1403-1449.

- Rehman, H. U., Jaffri, A. A. and Ahmed, I. (2010). Impact of Foreign Direct Investment (FDI) Inflows On Equilibrium Real Exchange Rate of Pakistan. *A Research Journal of South Asian Studies*, 125-141.
- Reinhart, C. M. and Reinhart, V. R. (2008). Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View Of The Past And Present. *National Bureau of Economic Research* (No. w14321).
- Reinhart, C. and Calvo, G. (1999). Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate, And Dollarization.
- Romer, P. M. (1989). *What determines the rate of growth and technological change?* World Bank Publications (279).
- Roodman, D. (2006). How To Do xtabond2: An Introduction To Difference And System GMM in Stata. *Center for Global Development Working Paper No. 103*.
- Roy, R. and Dixon, R. (2016). Workers' Remittances And The Dutch Disease In South Asian Countries. *Applied Economics Letters*, 407-410.
- Sá, F., Towbin, P. and Wieladek, T. (2014). Capital Inflows, Financial Structure and Housing Booms. *Journal of the European Economic Association*, 12 (2), 522-546.
- Saborowski, C. (2009). Capital Inflows And The Real Exchange Rate: Can Financial Development Cure The Dutch Disease? *IMF Working Paper*, 1-42.
- Samuelson, P. A. (1964). Theoretical Notes On Trade Problems, *Review of Economics and Statistics*, 46 (2), 145-154
- Sarisoy-Guerin, S. (2012). The Relationship Between Capital Flows And Current Account: Volatility And Causality. *Working Paper No. 36, LUISS, Rome*.
- Scott, D. J. (2015). The Macroeconomic Effects Of Debt- And Equity-Based Capital Inflows. *Journal of Macroeconomics*, 46, 81-95.
- SPK, (2016). *Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri* Ankara.
- Seyidoğlu, H. (2013). *Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama*. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Şener, S. (2008). *Dünya'da ve Türkiye'de Tarihsel Perspektiften Yabancı Sermaye*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Sharma, S., Haque, N. U. and Mathieson, D. J. (1997). Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them. *Finance & Development* 34(1).1-4

- Summers, L. H. (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures. *The American Economic Review*, 90(2), 1-16.
- Swamy, P.A.V.B. (1970). Efficient Inference in A Random Coefficient Regression Model, *Econometrica*, 38. 311–323
- Sy, M. and Tabarraei, H. (2009). Capital Inflows and Exchange Rate LDCs: the Dutch Disease Problem Revisited. *PSE Working Papers*, 1-31.
- TCMB. (tarih yok). *Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama.5 Nisan 2017 tarihinde www.tcbm.gov.tr: http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/94562f9f-fa7d-471e-89f9-c0e0e00cf99f/%C3%96demeler+Dengesi+%C4%B0statistikleri+Y%C3%B6ntemsel+A%C3%A7%C4%B1klama_BPM6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE94562f9f-fa7d-471e-89f9-c0e0e00cf99f* adresinden alındı.
- Tillmann, P. (2013). Capital inflows and asset prices: Evidence from emerging Asia. *Journal of Banking and Finance*, Volume 37, Issue 3, 717-729.
- Tobin, J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*, 153, 1–15.
- Vita, G. D. and Kyaw, K. S. (2008). Determinants of Capital Flows to Developing Countries: A Structural VAR Analysis. *Journal of Economic Studies*, 35(4), 304-322.
- Warnock, F. E. and Warnock, V. C. (2009). International Capital Flows And U.S. Interest Rates. *Journal of International Money and Finance*, 28(6), 903-919.
- Williamson, J. (2009). Exchange Rate Economics. *Open Econ Rev*, 20(123), 123-146.
- Wong, C.H. and Carranza, L. (1999). Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results. *IMF Staff Papers*, 46(2), 225-237.
- Yalta, Y. A. (2011). <http://www.acikders.org.tr>. 12 6, 2016 tarihinde <http://www.acikders.org.tr> adresinden alındı.
- Yeldan, E. (2010). *İktisadi büyüme ve bölüşüm teorileri*. Ankara: Efil Yayınevi.

EK-1. Bölüm 3'te Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı (% değişim, baz yıl 2010 ABD \$), Dünya Bankası Verileri
Bağımsız Değişkenler: Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma) (baz yıl 2010 ABD \$), Dünya Bankası Verileri Kamu Harcamaları/GSYİH, Dünya Bankası Verileri Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH, Dünya Bankası Verileri Dışa Açıklık, ithalat ve ihracat toplamının GSYİH payı, Dünya Bankası Verileri Ortalama Okullaşma Oranı, UNDP Verileri Özel Krediler/GSYİH, Dünya Bankası Global Finansal Gelişme Net Sermaye Akımı(NKF)/GSYİH, (Net Sermaye Akımı = Mal ve hizmet dengesi [- (İhracat-İthalat) / GSYİH] – Uluslararası Rezervlerdeki Değişim (altın dahil, ABD doları) / GSYİH (sabit ABD \$), Dünya Bankası Verileri ve IMF Verileri

EK-2. G20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Sabit Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Sabit Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.1878 (0.169)	-0.1899 (0.185)	-0.1983 (0.188)	-0.2003 (0.209)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-2.1115 (0.077)	-2.1019 (0.072)	-2.2832 (0.051)	-2.2715 (0.047)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	-0.1828 (0.196)	-0.1847 (0.185)	-0.1434 (0.318)	-0.1459 (0.315)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.2716 (0.013)	0.2887 (0.006)	0.2704 (0.010)	0.2875 (0.005)
Dışa Açıklık	0.0110 (0.616)	0.0156 (0.482)	0.0076 (0.742)	0.0123 (0.602)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.2575 (0.197)	0.3135 (0.102)	0.2914 (0.150)	0.3467 (0.064)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0149 (0.040)	-0.0169 (0.010)	-0.0158 (0.039)	-0.0178 (0.014)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.0127 (0.914)	0.0100 (0.933)	0.1198 (0.301)	0.1158 (0.294)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.6173 (0.064)		-0.6150 (0.069)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0020 (0.302)	-0.0020 (0.354)
R-squared	0.842904	0.851929	0.845683	0.854640

EK-3. G-20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Rassal Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Rassal Etki Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	0.0855 (0.576)	0.0721 (0.646)	0.0887 (0.580)	0.0753 (0.647)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-0.8576 (0.005)	-0.8767 (0.005)	-0.9109 (0.005)	-0.9321 (0.005)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	0.0089 (0.913)	0.0139 (0.866)	0.0091 (0.910)	0.0143 (0.863)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.2141 (0.000)	0.2221 (0.000)	0.2039 (0.000)	0.2115 (0.000)
Dışa Açıklık	-0.0023 (0.837)	-0.0004 (0.969)	-0.0027 (0.813)	-0.0008 (0.943)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.1887 (0.016)	0.2064 (0.013)	0.2106 (0.004)	0.2293 (0.002)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0050 (0.450)	-0.0057 (0.399)	-0.0053 (0.494)	-0.0060 (0.449)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.0404 (0.594)	-0.0361 (0.651)	0.0238 (0.767)	0.0305 (0.720)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.5385 (0.133)		-0.5437 (0.129)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0011 (0.470)	-0.0011 (0.490)
R-squared	0.710166	0.717786	0.712105	0.719868
Hausman Test (Prob)	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

EK-4. G20 İçerisindeki G7 Dışında Kalan Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Sabit Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Sabit Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.2176 (0.165)	-0.2162 (0.168)	-0.2016 (0.255)	-0.2007 (0.259)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-2.5686 (0.124)	-2.5616 (0.134)	-3.2999 (0.048)	-3.2877 (0.052)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	-0.1828 (0.347)	-0.1799 (0.360)	-0.1753 (0.336)	-0.1733 (0.348)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.2686 (0.032)	0.2645 (0.033)	0.2812 (0.032)	0.2782 (0.031)
Dışa Açıklık	0.0079 (0.776)	0.0062 (0.805)	0.0050 (0.866)	0.0038 (0.888)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.5309 (0.115)	0.5233 (0.129)	0.6747 (0.056)	0.6679 (0.058)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0123 (0.573)	-0.0115 (0.600)	-0.0117 (0.585)	-0.0112 (0.596)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.1001 (0.473)	0.1028 (0.463)	0.2348 (0.082)	0.2353 (0.091)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		0.1215 (0.784)		0.0865 (0.822)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0038 (0.384)	-0.0037 (0.380)
R-squared	0.871502	0.871759	0.876925	0.877055

EK-5. G-20 İçerisindeki G7 Dışında Kalan Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları
(Rassal Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Rassal Etki Tahmin Sonuçları			
	Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.0328 (0.856)	-0.0201 (0.909)	-0.0338 (0.872)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-0.7638 (0.029)	-0.7522 (0.036)	-0.8518 (0.010)	-0.8540 (0.010)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	0.0025 (0.982)	-0.0043 (0.971)	-0.0030 (0.970)	
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.3065 (0.000)	0.2990 (0.000)	0.2846 (0.000)	0.2823 (0.000)
Dışa Açıklık	-0.0220 (0.267)	-0.0233 (0.258)	-0.0293 (0.072)	-0.0298 (0.069)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.2031 (0.128)	0.1952 (0.136)	0.3268 (0.004)	0.3231 (0.004)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0118 (0.284)	-0.0106 (0.402)	-0.0196 (0.040)	-0.0195 (0.027)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.0496 (0.661)	-0.0490 (0.662)	0.2038 (0.068)	0.2012 (0.048)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		0.2431 (0.611)		0.1917 (0.621)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0061 (0.001)	-0.0061 (0.001)
R-squared	0.726962	0.731861	0.775972	0.776711
Hausman Test	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000

EK-6. G7 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Sabit Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Sabit Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.2050 (0.341)	-0.1928 (0.338)	-0.1549 (0.303)	-0.1640 (0.306)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-3.2088 (0.474)	2.2926 (0.513)	-3.1637 (0.366)	1.8116 (0.552)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	-0.4226 (0.261)	-0.1957 (0.430)	-0.6123 (0.067)	-0.3298 (0.154)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	-0.0841 (0.814)	0.1173 (0.656)	-0.1266 (0.647)	0.0734 (0.739)
Dışa Açıklık	-0.0169 (0.781)	-0.0423 (0.377)	-0.0057 (0.881)	-0.0332 (0.366)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.0920 (0.707)	0.1600 (0.434)	0.0234 (0.864)	0.1128 (0.407)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0078 (0.604)	-0.0177 (0.104)	-0.0040 (0.740)	-0.0145 (0.108)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.0519 (0.891)	-0.2308 (0.408)	-0.5155 (0.245)	-0.4910 (0.123)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-1.5668 (0.000)		-1.4221 (0.000)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			0.0064 (0.019)	0.0038 (0.082)
R-squared	0.507715	0.764388	0.597107	0.794036

EK-7. G7 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Rassal Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Rassal Etki Tahmin Sonuçları		
	Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	0.0928 (0.568)	0.1500 (0.319)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-3.9730 (0.000)	-1.8897 (0.065)	-4.3104 (0.000)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH			
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH			
Dışa Açıklık			
Ortalama Okullaşma Oranı	0.3142 (0.006)	0.3104 (0.001)	0.3199 (0.007)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0027 (0.470)	-0.0032 (0.001)	-0.0026 (0.428)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.1008 (0.140)	-0.1003 (0.010)	-0.0229 (0.911)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)			
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH		-1.5627 (0.000)	-0.0008 (0.664)
R-squared	0.211280	0.558105	0.215487
Hausman Test	1.0000	1.0000	1.0000

EK-8. Pozitif Cari İşlemler Hesabı Yaşayan G20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları
(Sabit Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Sabit Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	0.0011 (0.990)	0.0553 (0.484)	-0.1930 (0.589)	-0.2067 (0.523)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-2.4764 (0.005)	-2.5250 (0.003)	-2.0299 (0.155)	-1.9053 (0.205)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	0.5944 (0.028)	0.6511 (0.003)	0.3932 (0.454)	0.3796 (0.367)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.4675 (0.000)	0.4813 (0.000)	0.4144 (0.001)	0.4094 (0.000)
Dışa Açıklık	-0.0439 (0.002)	-0.0423 (0.000)	-0.0465 (0.002)	-0.0456 (0.000)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.1343 (0.279)	0.1961 (0.322)	0.0549 (0.773)	0.0978 (0.664)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0150 (0.082)	-0.0178 (0.025)	-0.0223 (0.234)	-0.0287 (0.175)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.5764 (0.009)	-0.6275 (0.000)	-0.2270 (0.747)	-0.1454 (0.835)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.5473 (0.476)		-0.6699 (0.456)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			-0.0033 (0.577)	-0.0046 (0.486)
R-squared	0.945440	0.949212	0.947218	0.952568

EK-9. Pozitif Cari İşlemler Hesabı Yaşayan G20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları
(Rassal Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Rassal Etki Tahmin Sonuçları
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-0.074477 0.8910
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.338646 0.0000
Dışa Açıklık	-0.017582 0.3848
Ortalama Okullaşma Oranı	
Özel Krediler/GSYİH	-0.017865 0.0938
Net Sermaye Akımı/GSYİH	-0.269129 0.0151
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)	
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH	
J olasılık değeri	
R-squared	0.795881
Hausman Test	1.0000

EK-10. Negatif Cari İşlemler Hesabı Yaşayan G20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Sabit Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Sabit Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.1107 (0.536)	-0.1290 (0.525)	-0.0993 (0.570)	-0.1085 (0.570)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-2.2074 (0.354)	-2.0013 (0.430)	-2.1773 (0.364)	-1.9192 (0.453)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	-0.3256 (0.009)	-0.3182 (0.026)	-0.3559 (0.019)	-0.3773 (0.034)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.1114 (0.282)	0.1409 (0.246)	0.1121 (0.282)	0.1454 (0.246)
Dışa Açıklık	0.0429 (0.388)	0.0440 (0.380)	0.0411 (0.420)	0.0405 (0.429)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.4186 (0.222)	0.4590 (0.170)	0.4150 (0.243)	0.4562 (0.198)
Özel Krediler/GSYİH	-0.0259 (0.136)	-0.0267 (0.134)	-0.0277 (0.113)	-0.0303 (0.086)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.1312 (0.254)	0.1300 (0.261)	0.0663 (0.697)	0.0016 (0.993)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.6815 (0.091)		-0.7559 (0.086)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			0.0016 (0.467)	0.0033 (0.303)
R-squared	0.699237	0.722872	0.700723	0.728386

EK-11. Negatif Cari İşlemler Hesabı Yaşayan G20 Ülkeleri İçin EKK Yöntemi Sonuçları (Rassal Etki)

Bağımlı değişken: Kişi Başına Reel GSYİH Büyüme Oranı	Rassal Etki Tahmin Sonuçları			
Bağımlı Değişkenin 1 Gecikmeli Dönemi	-0.0225 0.906	-0.0412 0.836	-0.0244 (0.899)	-0.0371 (0.853)
Kişi Başına GSYİH(doğal logaritma)	-0.5628 0.006	-0.5741 0.007	-0.5446 (0.012)	-0.5292 (0.016)
Genel Hükümet Harcamaları/GSYİH	-0.1251 0.188	-0.1196 0.227	-0.1214 (0.190)	-0.1101 (0.240)
Gayri Safi Yurtiçi Yatırım/GSYİH	0.1202 0.008	0.1324 0.008	0.1244 (0.007)	0.1409 (0.003)
Dışa Açıklık	0.0013 0.941	0.0046 0.804	0.0024 (0.898)	0.0067 (0.732)
Ortalama Okullaşma Oranı	0.1112 0.024	0.1277 0.007	0.1043 (0.045)	0.1074 (0.041)
Özel Krediler/GSYİH	0.0009 0.897	-0.0003 0.958	-0.0001 (0.988)	-0.0023 (0.740)
Net Sermaye Akımı/GSYİH	0.0543 0.446	0.0630 0.348	0.0257 (0.659)	-0.0054 (0.936)
Kukla Değişken(2008 Küresel Finansal Kriz)		-0.5189 0.287		-0.5669 (0.209)
Özel Krediler/GSYİH*Net Sermaye Akımı/GSYİH			0.0006 (0.657)	0.0015 (0.312)
R-squared	0.472421	0.477701	0.472991	0.489870
Hausman Test	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000