



# **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2003/8

<http://www.tek.org.tr>

## **SERMAYE AKIMLARININ TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ – 1989: III-1999: IV**

**Aysu İnel ve Nesrin Sungur**

**Aralık, 2003**

*Çalışmamız üzerine  
yorum ve önerilerinizi bekleriz*

**SERMAYE AKIMLARININ TEMEL MAKROEKONOMİK  
GÖSTERGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ:  
TÜRKİYE ÖRNEĞİ –1989:III-1999:IV**

**AYSU İNSEL ve NESRİN SUNGUR**

**Marmara Üniversitesi  
İ.İ.B.F.  
İngilizce İktisat Bölümü  
Göztepe Kampüsü  
İstanbul  
216 336 84 87**

**ainsel@marmara.edu.tr  
nsungur@yahoo.com**

# SERMAYE AKIMLARININ TEMEL MAKROEKONOMİK GÖSTERGELER ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ-1989:III-1999:IV\*

AYSU İNSEL ve NESRİN SUNGUR\*

## ABSTRACT

### THE EFFECTS OF CAPITAL FLOWS ON MACROECONOMIC INDICATORS: TURKISH CASE: 1989.Q3-1999.Q4

The purpose of this paper is to analyze the effects of foreign capital flows on the selected macroeconomic indicators in Turkey, for the period 1989-1999. This paper investigates empirically the relationships between the foreign capital flows and the selected macroeconomic indicators. It is concluded that the capital flows in Turkey increase the volatility of the real and financial indicators and thus play an important role to contribute the economic instability.

## I.GİRİŞ:

Faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriye elde etme amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımları günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biridir. Ülkelerde yaşanan finansal liberalizasyon süreçleri ve özellikle iletişim teknolojisindeki gelişmeler, bu tür sermaye akımlarının dünya mal ve hizmet üretimi ile ticaretinin çok ötesinde boyutlara ulaşmasına yol açmıştır. Yaşanan bu gelişmelere paralel olarak sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerinde olumlu ve olumsuz etkileri de yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada sermaye akımlarının Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri ekonometrik bir model çerçevesinde ele alınmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde dünyada ve Türkiye’de sermaye akımlarının gelişimi özetlenmekte, ikinci bölümde sermaye akımları ile seçilmiş makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiler kantitatif analizle irdelenmekte, son bölümde genel sonuçlara ulaşılmaktadır.

---

\* Bu çalışmanın ilk versiyonu 13-16 Eylül 2000, ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresinde sunulmuştur.

Çalışmamıza yorumlarıyla katkıda bulunan Dr. Erhan Aslanoğlu’na teşekkür ederiz.

\* Prof. Dr. Aysu İnsel ve Prof. Dr. Nesrin Sungur Marmara üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünde öğretim üyesidir.

## **II. SERMAYE AKIMLARININ DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE GELİŞİMİ:**

Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri olan faiz-kur arbitrajına dayanarak en yüksek reel getiriyi elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımları esas olarak 1970’li yıllarda Bretton Woods Sistemi’nin yıkılmasından sonra ortaya çıkmıştır. İkinci dünya savaşından sonra kapitalist ekonomilerde yaklaşık çeyrek yüzyıl süren hızlı büyüme ve refah dönemi, 1971’de dolar altın bağlantısının koparılmasıyla birlikte Bretton Woods Sistemi’nin çöküşü ve kapitalist sistemin tekrar krize girmesiyle sonuçlanmıştır. İleri kapitalist ülkeler, 1929 yılında başlayan ve 1930’lu yıllarda hızlanan ekonomik krizden, devletin düzenlemelerini ve ekonomiye müdahalelerini esas alan Keynesci politikalar yardımıyla çıkmışlardır. Ancak bu kez krizin çözümü, düzenleme-müdahale ekseninin tam karşıt ucundaki liberal piyasacı eksende aranıyordu. Çünkü bu kez ekonomik krizin suçlusunun ekonomiye fazla müdahale eden kamu otoritesi olduğu sonucuna varılmış, serbestleşme (liberalizasyon), düzenlemeden vazgeçme (deregülasyon), piyasalara ağırlık verme, özelleştirme ve rekabeti ön plana taşıma bu dönemde önem kazanan başlıca kavramlar olmuştur, (Berksoy, 1995). Krize karşı oluşturulan yeni liberal çözüm reçetesinin temel taşları ulusal planda üretim ve mali piyasaların serbestleştirilmesi, uluslararası planda ise dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmasıdır.

Özellikle 1980’li yıllarda, gerek ileri kapitalist ülkelerde, gerekse bu dönemde dış borç bulabilmek için IMF’nin ve Dünya Bankası’nın dayatmış olduğu “yapısal uyum programlarını” uygulamak zorunda kalan Türkiye gibi az gelişmiş kapitalist ekonomilerde kamu kesiminin üretici birimlerinin özel kesime devredilerek, piyasa alanına çekilmesi, kısaca özelleştirme, üretim alanında liberalleşmeyi simgeleyen önemli bir iktisat politikası aracı olarak gündeme gelirken, mali piyasalardaki liberalleşmenin simgesi, faiz oranlarının serbest bırakılması olmuştur. Dış ticaretin uluslararası planda serbestleştirilmesini sağlamak üzere ithalat üzerindeki sınırlamalar kaldırılıp ve ulusal pazarlar uluslararası rekabete açılırken, yeni liberal çözüm reçetesinin en önemli uygulamalarından birisi hiç kuşkusuz uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Serbestleşme, sermayenin dünyanın neresinde en kârlı yatırım olanakları bulursa oraya hiçbir sınırlamayla karşılaşmadan rahatça gidebilmesini ifade etmektedir.

Bu uygulamalar, aynı dönemde teknolojiye, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan hızlı gelişmelerle birlikte, üretim ve ticaretin küresel boyutlara ulaşan dev faaliyetlere

dönüşmesini kolaylaştırmış, finansal piyasaların hızla bütünleşmesine yol açmıştır, (Helleiner, 1997). Özellikle 1990'lı yılların ilk yarısında hız kazanan finansal piyasalardaki küreselleşme olgusu dünya üretim ve ticaretinin çok üzerinde para hareketlerine neden olmuş, bu dönemde gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları adeta katlanarak büyümüştür. Belirtilmesi gereken gelişmekte olan ülkelere yönelik bu sermaye akımlarının esas olarak “Yükselen Piyasalar” (Emerging Markets) olarak adlandırılan yaklaşık 20 ülkede<sup>1</sup> yoğunlaşmış olduğudur.

	<b>Cari İşlemler Dengesi</b>	<b>Toplam Sermaye (Net)</b>	<b>Net Resmi S. Akımı</b>	<b>Net Özel S. Akımı</b>
<b>1992</b>	-85	124	22	102
<b>1993</b>	-121	157	49	108
<b>1994</b>	-87	150	25	125
<b>1995</b>	-98	174	31	143
<b>1996</b>	-74	188	8	180
<b>1997</b>	-58	155	23	132
<b>1998</b>	-94	99	43	56
<b>1999</b>	-24	84	31	53

*Kaynak: IMF World Economic Outlook, Ekim,2000.*

Bu süreçte ortaya çıkan sermaye hareketlerinin niteliği de önceki dönemlerden büyük ölçüde farklıdır. Daha önceki dönemlerde ulusal ekonomilerin temel dengesizliklerinden doğan finansman gereğini karşılama işlevini yüklenen sermaye hareketleri, bu işlevinden uzaklaşarak, daha çok arbitraj kazancı kovalayan, spekülatif nitelikli para hareketlerine dönüşmüştür, (Berksoy ve Saltoğlu, 1998). Bu nitelik değişimine paralel olarak bu dönemde ortaya çıkan sermaye akımlarının vadesi kısalmış, daha oynak ve hareketli hale gelmiştir.

Bu dönemdeki sermaye akımlarının bir diğer özelliği de akımların resmi kaynaklardan özel piyasalara kaymış olması, ülkelerin resmi kanallardan doğrudan borçlanmasının yerini uluslararası piyasalardan borçlanmanın almış olmasıdır. Bu niteliksel değişimler sermaye akımlarının bileşimini de etkilemiş, gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları içinde kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının oranı hızla büyümüştür, (UNCTAD, 1999). Aşağıdaki tablodan bu niteliksel değişimi izlemek mümkündür.

<sup>1</sup> Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Mısır, Hindistan, Endonezya, Malezya, Meksika, Pakistan, Peru, Filipinler, Güney Kore, Güney Afrika, Tayland, Türkiye.

<b>Tablo.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Net Sermaye Girişinin Türüne Göre Dağılımı (%)</b>		
	<b>1983-1989</b>	<b>1990-1998</b>
<b>Resmi Sermaye Girişi</b>	54	20
<b>Resmi Kalkınma Yardımı</b>	21	11
<b>Diğer</b>	33	9
<b>Özel Sermaye Girişi</b>	46	80
<b>Doğrudan Sermaye Yatırımları</b>	18	34
<b>Portföy Yatırımları</b>	3	21
<b>Banka Borçları</b>	16	24
<b>Diğer Özel Kredi</b>	9	1

*Kaynak: UNCTAD, 1999.*

Sermaye akımlarında bu hızlı ve olağanüstü gelişmeler yaşanırken, serbestleşen, hacmi büyüyen ve karakteri değişen bu sermaye akımlarının ülke ekonomileri üzerindeki etkileri bir diğer deyişle fayda ve zararları da yoğun olarak tartışılmaya başlanmıştır.

Finansal liberasyonu savunan çevreler neoklasik teori çerçevesinde, uluslararası sermaye akımlarının ülke ekonomilerinin kaynak kullanımını genişleteceğini, tasarrufları ve üretime yönelik yatırımları arttıracığını, ve böylece uzun dönemde yatırımların ve ekonomik büyümenin yükseleceğini ileri sürüyorlardı. Bir başka deyişle istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurtiçi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelere faiz oranı yükselerek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilebilecekti. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine yol açarken, rekabetin artmasıyla finansal piyasaların daha verimli çalışacağı, böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcılar için daha iyi olanaklar sağlanacağı ve nihayet piyasaların doğru politikaları ödüllendirip yanlış politikaları cezalandırması sonucunda hükümetlerin daha disiplinli ve etkili ekonomik politikalara yöneleceği bu çevrelerde savunulan diğer görüşlerdi, (Obstfeld,1998; Eatwell, 1996; Bosworth ve Collins,1999; Mathieson ve Soares, 1994; Woodal,1995; Bayoumi ve MacDonald, 1995 ).

Bu yaklaşımı eleştirenlere göre, finansal liberalizasyonu savunan görüşler iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Bunlardan birincisi rekabetçi piyasaların etkin çalıştığının (Pareto optimalitesini sağladığının), ikincisi ise finansal piyasaların etkin çalıştığının (bilgiyi en etkin şekilde kullandığının) kabulüdür. Dışsalıkların olmadığı, ekonomilerin her zaman dengede olduğu tam rekabet koşullarını esas alan Pareto Optimalitesi, bu koşulların geçerli olmadığı durumlarda anlamını yitirirken, finansal piyasaların etkin çalışmaması, bu piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz

piyasaları için daha geçerlidir, (Eatwell,1996; Yentürk, 1997). Liberalizasyon sürecinde finans piyasaları tasarruf ve yatırım kararlarını uyumlu hale getiren aracılık işlevinden uzaklaşmış, kısa vadeli sermaye hareketlerinin oyun alanı haline gelmiştir, (Akyüz, 1995) Ayrıca ampirik gözlemler, finansal liberalizasyonu savunanların ileri sürdüğü gibi gelişmekte olan ülkelere akan sermaye miktarı arttıkça bu ülkelerdeki yatırımların getirisinin gelişmiş ülkelerin düzeyine inmediğini, yatırımların getirisi arasında bir yakınlaşma eğiliminin ortaya çıkmadığını göstermektedir, (Akyüz, 1993).

Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye hareketleri serbestleşmesinin en önemli olumsuz sonuçlarından biri de dış ticaret alanında gerçekleşmektedir. Aşırı sermaye girişi sonucunda yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmakta, bu durum ihracatı pahalı hale getirerek ihracatçı sektörlerin rekabet gücünü azaltmakta, ucuzlayan ithalat nedeniyle ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır, (Calvo,1994). Hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlem açıklarının da artmasına yol açmakta, ancak sermaye girişi sürdükçe bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Esas olarak faiz ve döviz kuru arasındaki dengesizlikten kaynaklanan arbitraj ögesine dayanan sermaye girişi, faiz oranlarının devamlı olarak yüksek, döviz kurunun ise değerli olmasını gerektirmekte, bu ise ekonomilerin gerek iç gerekse dış dengelerinin daha da bozulmasına neden olarak tam bir kısır döngünün yaşanmasına yol açmaktadır. Bu süreçte ortaya çıkan iktisadi büyüme dışa bağımlı ve yapay bir hale gelmekte, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla çöküntüye uğrayabilmektedir, (Yeldan, 1995).

Finansal liberalizasyonun bir başka sonucu da, bir yandan döviz kurundaki değerlenmeyi engelleyebilme, diğer taraftan istikrarsız sermaye akımlarına karşı bir önlem alabilme kaygılarıyla gelişmekte olan ülkelerin giderek daha fazla rezerv biriktirmeye yönelmesi, sermaye girişinin daha küçük bir oranının cari açığı finanse etmekte kullanılmasıdır, (UNCTAD, 1999, Helleiner,1997). Rezerv artışının parasal tabanda genişlemeye yol açması sonucunda ortaya çıkan enflasyonist etkinin engellenebilmesi için merkez bankalarının sterilizasyona gitmeleri gerekmektedir, bu ise bir yandan kamunun faiz yükünün artmasına neden olurken, diğer taraftan bu yoldan kamunun elinde biriken fonların faiz ödemeleri ve diğer kamu harcamaları yoluyla ekonomiye pompalanması sonucu enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır, (Helleiner 1997; Yentürk, 1997; UNCTAD,1999).

Finansal liberalizasyona karşı ileri sürülen en önemli tezlerden biri bu süreçte ortaya çıkan, sıcak para olarak da adlandırılan kısa vadeli ve spekülâtif nitelikli sermaye akımlarının kaynak kullanımında etkinlik ve verimlilik artışının temel koşulu olan istikrar ortamına bir katkıda bulunmadığı, tersine istikrarsızlığı besleyerek bu ülkelerde finansal kriz potansiyelinin önemli bir kaynağını oluşturduğudur, (Akyüz 1995, 1999). Sözkonusu istikrarsızlıkların odak noktası kısa dönemli sermaye bolluğunun neden olduğu ulusal paranın aşırı değerlenmesi olgusudur. Bir yandan ticarete açık üretken sektörlerin gerilemesine, bir yandan da aşırı rezerv birikimine ve ulusal tasarruf hacminin daralmasına yol açan bu süreç, ulusal kaynakların verimli dağıtılmasını engelleyerek istikrarsız ve çarpık bir büyüme trendine yol açmaktadır, (Yeldan, 1995). Reel üretim sektörlerinde yaratılan bu çarpıklaşmaya ek olarak, merkez bankalarının para otoritesi işlevi giderek kısıtlanmakta, ulusal ekonomilerin para piyasaları da dışsal öğelerin spekülâtif dalgalanmaları altında kontrolden çıkmaktadır. Bu süreç altında ulusal borsalar giderek kısa vadeli sermaye akımlarının denetimi altına girmekte ve bu akımların yönüne bağlı olarak yapay bir şişme ve daralma göstermektedir. Böylece ulusal ekonomilerin reel üretim sektörleri ve finans kesimi birbirinden giderek uzaklaşmakta ve aynı zamanda spekülâtif kazançları besleyerek gelir dağılımında bozulmaya yol açmaktadır, (Yeldan,1995).

Bu görüşler tartışılırken, özellikle 1990'ların ikinci yarısında, uluslararası sermaye girişlerinin yoğun olduğu ülkelerde neredeyse arka arkaya ekonomik kriz yaşanmaya başlamıştır. 1994 yılında Türkiye'de ve Meksika'da ekonomik kriz yaşanmış, 1997 yılında patlayan ve kısa sürede bölgesel bir krize dönüşen Asya Krizi, ardından 1998 yılında Rusya Krizi ve daha sonra güçlkle bastırılan Brezilya Krizi ortaya çıkmıştır. Kriz yaşanan ülkelerin ekonomik yapılarında farklılıklar olmasına karşın hepsinin ortak özelliği finansal liberalizasyonu gerçekleştirerek uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki tüm kontrolleri kaldırmış olmalarıydı.

Bu gelişmeler sermaye akımlarının ulusal ekonomiler üzerindeki etkilerinin yoğun olarak tartışılmaya başlanmasına neden olmuş, bu tartışmalar içinde, sermaye hareketlerinin ekonomik krizlerin en önemli dinamiği olduğu görüşünün ağırlık kazanmaya başlamasıyla birlikte sermaye akımlarının kontrolü ve bu kontrolün nasıl gerçekleştirileceği gündeme gelmiştir. Bu konu içinde bulunduğumuz dönemin en önemli ve tartışmalı gündem maddesini oluşturmaktadır.



Türkiye ekonomisinde 1980 yılında başlatılan liberalizasyon süreci Ağustos 1989’da yayınlanan 32 sayılı kararnameye dayanarak kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve böylece sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla tamamlanmıştır. Türkiye’ye 1980’li yılların ortasından itibaren artmaya başlayan uluslararası sermaye girişi, 1990’lı yıllarda katlanarak büyümüş, 1984 yılında 73 milyon dolar olan net sermaye girişi, 1989 yılında 780 milyon dolara, 1996 yılında 8763 milyon dolara yükselmiş, 1999 yılında ise yaşanan krizlerin de etkisiyle 4671 milyon dolara düşmüştür.

	<b>Kısa Vadeli Sermaye</b>	<b>Portföy Yatırımları</b>	<b>Diğer Uzun Vadeli Ser.</b>	<b>Doğrudan Yatırımları</b>	<b>Toplam Ser. Hareketleri</b>
<b>1989</b>	-584	1386	-685	663	780
<b>1990</b>	3000	547	-210	700	4037
<b>1991</b>	-3020	623	-783	783	-2397
<b>1992</b>	1396	2411	-938	779	3648
<b>1993</b>	3054	3917	1370	622	8963
<b>1994</b>	-5127	1158	-784	559	-4194
<b>1995</b>	3713	237	-79	772	4643
<b>1996</b>	5945	570	1636	612	8763
<b>1997</b>	1761	1634	4788	554	8737
<b>1998</b>	2601	-6711	3985	573	448
<b>1999</b>	759	3429	345	138	4671

*Kaynak: TC. Merkez Bankası.*

Dünyadaki gelişmelere paralel şekilde, Türkiye’ye bu dönemde giren sermaye içinde kısa vadeli sermayenin ve portföy yatırımlarının payı artarken, doğrudan yatırımların payı gerilemiştir. Bunun doğal sonucu sermaye hareketlerindeki oynaklığın da artmasıdır. Yine bu dönemde giren sermayenin kaynağı diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ağırlıklı olarak özel piyasalar olmuştur. Tablo.3’de Türkiye’ye yönelik sermaye akımlarını gözlemek mümkündür.

	<b>Birinci Dönem</b>		<b>İkinci Dönem</b>	
	<b>1989-1994</b>	<b>1994 hariç</b>	<b>1995-1999</b>	<b>1998 hariç</b>
<b>Kısa Vadeli Sermaye</b>	-12	26	54	46
<b>Portföy Yatırımları</b>	93	59	-3	23
<b>Diğer Uzun Vadeli Ser.</b>	-19	-9	42	25
<b>Doğrudan Yatırımlar</b>	38	24	7	6

Net sermaye girişinin toplam sermaye hareketleri içindeki paylarının hesaplanmasıyla 1994 ve 1998 yıllarında yaşanan krizlerin sermaye hareketleri üzerindeki etkileri ve sermaye akımlarının değişimleri Tablo.4’de görülmektedir. 1994 döviz krizinin en belirleyici etkisi kısa vadeli sermaye hareketleri üzerinde görülmektedir. 1994 kriz yılı

hariç tutulduğunda kısa vadeli sermaye girişinin toplam sermaye hareketleri içindeki payı %26 iken krizin etkisiyle birinci dönemde toplam sermaye hareketlerinin %12'si kısa vadeli sermaye çıkışı olarak gerçekleşmiştir. 1998 Asya krizinin en belirleyici etkisi ise portföy yatırımları ve diğer uzun vadeli sermaye üzerinde olmuştur. Kriz yılı hariç tutulduğunda toplam sermaye hareketlerinin %23'ü portföy yatırımları olarak giriş yaparken, ikinci dönemi içinde %3'ü portföy yatırımları olarak çıkış yapmıştır. Bunun yanında diğer uzun vadeli sermaye girişi krizin etkisiyle önemli oranda azalmıştır. Diğer yandan iki dönem içinde sermaye türlerinin payları incelendiğinde, kısa vadeli ve diğer uzun vadeli sermaye girişlerinin payları artarken, portföy ve doğrudan yatırımların paylarının azaldığı görülmektedir.

Sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine olan etkileri uzun zamandır ülkemizde de tartışılan bir konudur. Bu çalışmada amaçlanan 1989-1999 döneminde sermaye akımlarının temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini ekonometrik bir model çerçevesinde incelemektir. Aşağıdaki tabloda sözkonusu döneme ilişkin bazı temel makroekonomik göstergeler yer almaktadır.

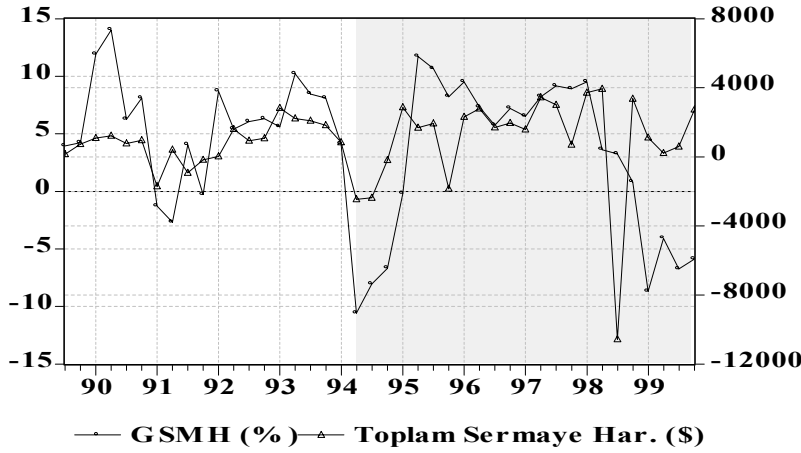
Tablo.5: Temel Ekonomik Göstergeler: 1989-1999								
	Yıllık % Değişim					Milyon \$		
	GSMH	Tüketim		Sabit Ser. Yatırım.		İhracat	İthalat	Cari İşlemler Dengesi
		Özel	Kamu	Özel	Kamu			
1989	1.6	-1.0	0.8	1.7	3.1	11780	-15792	961
1990	9.4	13.1	8.0	19.4	8.9	13026	-22302	-2625
1991	0.3	1.9	4.5	0.9	1.8	13667	-21047	250
1992	6.4	3.3	3.8	4.3	4.3	14891	-22871	-974
1993	8.1	8.4	5.4	35.0	3.4	15611	-29428	-6433
1994	-6.1	-5.3	-3.5	-9.1	-34.8	18390	-23270	2631
1995	8.0	5.6	6.7	17.9	-12.4	21975	-35709	-2339
1996	7.1	8.5	8.6	12.1	24.4	32446	-43627	-2437
1997	8.3	8.4	4.1	11.9	28.4	32647	-48559	-2638
1998	3.9	0.6	7.8	-8.3	13.9	31220	-45922	1984
1999	-6.4	-3.1	6.5	-19.6	-4.1	29326	-40692	-1364

*Kaynak: TC Merkez Bankası*

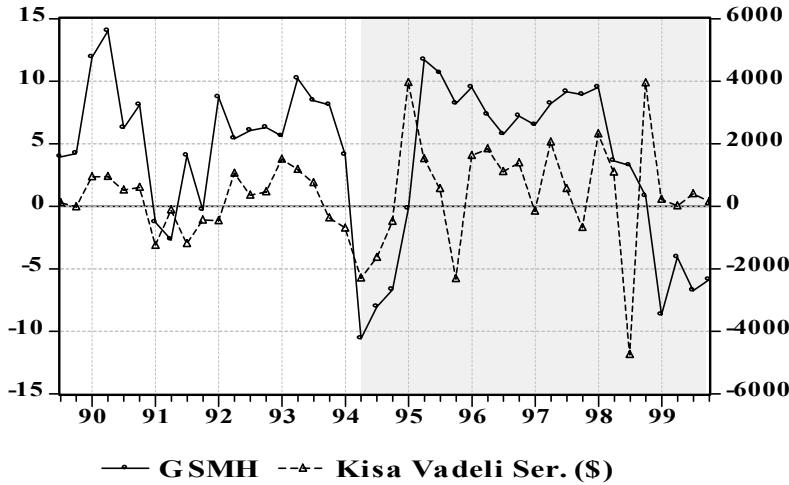
Tablo.5'deki göstergeler incelendiğinde göze çarpan en önemli olgu GSMH'da görülen dalgalanmadır. Benzer bir dalgalanmayı gerek tüketim, gerekse yatırım harcamalarında da gözlemlemek mümkündür. Tablodan ortaya çıkan bir başka sonuç, 1999'lı yıllarda ulusal ekonominin büyüme ve daralma süreçlerinin ithalat hacmiyle ve dolayısıyla cari işlemler dengesiyle çok güçlü bir ilişkisinin olmasıdır. Cari işlemler dengesi ne zaman eksiye

dönüşse, ekonomik büyüme hızı artmakta, cari işlemler dengesinin fazla vermesi, ekonomik büyüme hızının da düşmesine yol açmaktadır. Bu gözlemler bize ulusal büyüme potansiyelinin yurtiçi tasarruflar tarafından değil, doğrudan dış tasarruflar aracılığıyla belirlendiğini göstermektedir. Bir başka deyişle, reel ekonomideki dalgalanmalar, dış ekonomik ilişkilerce belirlenmektedir. Bu sonucu grafiklerde daha çarpıcı bir şekilde gözlemek mümkündür. Büyüme hızı ile sermaye akımları arasındaki ilişkileri gösteren grafikler, büyüme hızındaki dalgalanmaların sermaye akımlarındaki dalgalanmalarla olan yakın ilişkisini ortaya koymakta, bir başka deyişle sermaye akımlarının söz konusu dönemde ekonomideki istikrarsızlıkların en önemli nedenlerinden biri olduğunu göstermektedir.

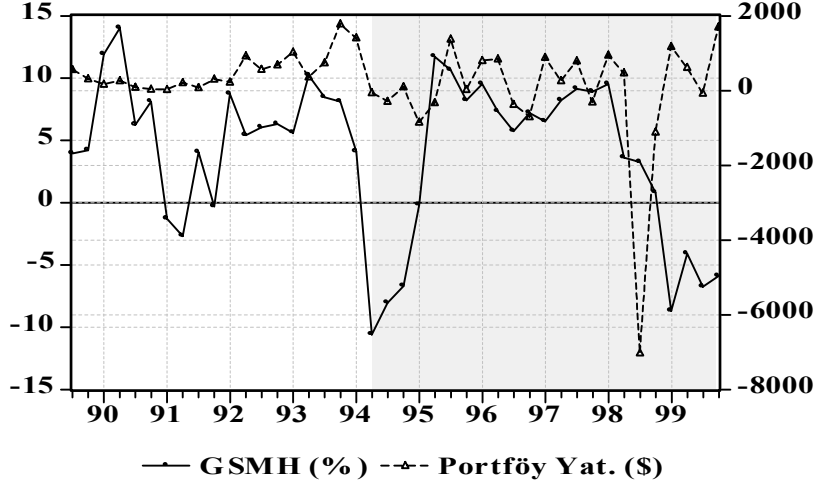
**Grafik.1: Büyüme Oranı ve Net Toplam Sermaye Hareketleri**



**Grafik.2: Büyüme Oranı ve Net Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri (\$)**



**Grafik.3: Büyüme Oranı ve Net Portföy Yatırımları (\$)**



## II. KANTİTATİF ANALİZ:

Türkiye ekonomisinde yabancı sermaye akımları ile temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin incelenmesinde cevabını aradığımız soru: “Türkiye ekonomisinde, sermaye hareketleri halihazırda ulusal ve uluslararası düzeyde finansal serbestleşmenin yeterince sağlanamadığı Türkiye ekonomisinin zaaflarından faydalanarak kazanç elde ederken ekonomik istikrarsızlığı da körüklüyor mu?” Bu amaçla, sermaye hareketlerinin serbest bırakıldığı 1989 yılının üçüncü üç aylık dönemden 2000 yılı enflasyonla mücadele programının uygulanmaya koyulduğu döneme kadar olan on yıllık zaman aralığı incelenmektedir. Bu analizde sermaye hareketleri ile kırkiki seçilmiş gösterge arasındaki ilişkiler tek tek araştırılarak başlangıç sorumuza cevap aranmaktadır.

Sermaye hareketleri ile seçilmiş temel ekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin tesbiti analizinde 1989.III-1999.IV dönemi incelenmektedir. Analizde kullanılan değişkenlerin büyük bölümü sonuçların yorumlanmasını daha anlamlı hale getirmek amacıyla GSMH’ya oranlanmıştır. Sermaye hareketleri, cari açık ve resmi rezervler gibi dolar cinsinden ifade edilen tüm değişkenler ortalama döviz kuru kullanılarak, eğilimlerinde herhangi bir değişiklik olmaksızın TL. cinsine çevrilmiştir. Kullanılan tüm değişkenler dönemsel net değerler olarak tanımlanmıştır. Bir grup değişken için sadece değişim oranlarını dikkate alınmıştır. Bu grupta sermaye hareketleriyle ilişkili her değişkenin artış veya azalış eğilimi üzerindeki etkilerinin saptanması amaçlanmıştır.

Çalışmanın kantitatif analiz bölümü beş aşamadan oluşmaktadır. Birinci aşamada, iki değişken arasındaki ilişkinin gücü ve katsayının işaretine bağlı olarak değişkenlerin hareket yönü hakkında bilgi veren korelasyon (bağlantı) katsayıları incelenmektedir. İkinci aşamada, Granger Nedensellik Testi dörder dönemlik gecikme değerleri kullanılarak her bir değişken için uyarıcı değişken belirlenmeye çalışılmaktadır. Üçüncü aşamada, doğrudan sermaye dışında kalan yabancı sermaye akımları ile reel ve mali göstergeler arasındaki ilişkiler tahmin edilmektedir.<sup>2</sup> Modellerin tahmininde En Küçük Kareler Yöntemi (OLS) ve Koşullu Varyans (ARCH/GARCH) yöntemleri kullanılmaktadır.<sup>3</sup> Dördüncü aşamada, Chow'un Yapısal Kırılma Testi ile tahmin edilen katsayıların sabitliği araştırılmaktadır. Beşinci aşamada, üçüncü ve dördüncü aşamalarda elde edilen tahmin sonuçları filtre edilerek yabancı sermaye hareketleri ile seçilmiş göstergeler arasında hem durağanlığın hem de yapısal kararlılığın sağlandığı ilişkilerin sonuçları tartışılmaktadır.

### **1. Korelasyon Katsayıları:**

Türkiye ekonomisinde 1989:III-1999:IV döneminde sermaye hareketleri ile reel ve finansal değişkenler arasında güçlü doğrusal ilişkilerin bulunması, bu değişkenlerin incelenen dönem içinde hareketlerin aynı ya da zıt yönlerde olduğunu göstermektedir. Tablo.6 ve Tablo.7'deki sonuçlara göre:

(1) Kısa vadeli, diğer uzun vadeli, ve toplam sermaye hareketleri ile sırasıyla yatırım, üretim ve büyüme arasındaki pozitif bağlantılar, Türkiye ekonomisine sermaye girişlerinin artması ile yatırım, üretim ve büyümenin arttıkları; ancak çıkışlar ile azaldıkları işaret edilmektedir. İlk bakışta, artan sermaye girişlerinin reel değişkenleri olumlu, ancak çıkışlarının da olumsuz etkiledikleri görülmektedir. Diğer uzun ve toplam sermaye akımları ile mevduat bankaları (MVB) kredileri arasındaki güçlü bağlantılar, bu akımların mevduat bankalarının kredi olanaklarını artırarak özellikle tüketime yönelik kredilerle ekonomiyi canlandırdıkları izlenimi vermektedir.

(2) Dış borç faiz ödemeleri ile portföy yatırımları arasında pozitif bağlantı bulunmuştur. Portföy yatırımları yabancıların yurtiçinde alımlarını yaptıkları menkul kıymetler ile yurt

---

<sup>2</sup> Çalışmada her bir değişken birim kök sınavından geçirilerek ve mevsimsel etkilerden arındırılarak kullanılmıştır.

<sup>3</sup> İki değişken arasındaki ilişkinin durağanlığı sağlaması gerektiği beklentisine bağlı olarak, hem  $R^2$  ve Durbin-Watson istatistikleri, hem de normal dağılım, serisel korelasyon, sabit ve koşullu varyans testleri

dışından tahvil ihracı yoluyla sağlanan borçları içerdiğinden, bu bağlantı akımın kamu kesiminin borçlanması ve dış borç finansmanının sağlanmasında önemli rol oynadığı bulgulamaktadır.

(3) Kısa vadeli sermaye akımları ile reel ve nominal döviz kurları artış oranları arasındaki negatif güçlü bağlantılar, sermaye girişlerinin TL. nin değerlendirilmesinde oynadığı rolü göstermektedir. Öte yandan, geniş bütçe açıklarının iç ve/veya dış borçlanma ile finansman şekli Türkiye’de faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesine neden olurken, doğrudan sermayenin MVB üç aylık mevduat faiz oranı ve reel DİBS yıllık faiz artış oranı; kısa vadeli sermayenin reel DİBS dönemlik faiz oranı ile aralarındaki negatif ilişki yabancı sermaye girişleri ile faizlerin azaldığı sonucunu desteklemektedir.

(4) Kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleri resmi rezervleri<sup>4</sup> artırırken, portföy yatırımları ve toplam sermaye hareketlerinin cari işlemler açığının genişlemesine neden oldukları görülmektedir. Bütçe ve cari açıkların yüksek olduğu ekonomilerde sermaye akımlarının açıkların finansmanını sağlamak için kullanılması, sermayenin çıkışı durumunda ekonomide yaratacağı olumsuz etkilerin kalıcı olabileceği riskini taşımaktadır. Bu sonuç, sermayenin kaçıışı ile ekonomide yaratılan canlanma sürecinin kısa olacağını ve Merkez Bankasının olası krizi önlemek amacıyla yapacağı müdahalelerin bir yandan döviz rezervlerini hızla eriteceği, diğer yandan da kurlar ve faiz oranları üzerinde baskı yaratacağı görüşünü desteklemektedir.

(5) Kısa vadeli ve toplam sermaye hareketlerinin enflasyon oranları ile negatif bağlantısı, sermaye akımları ile maliyet enflasyonu arasındaki ters yönlü ilişkiyi göstermektedir. Türkiye ekonomisinde, yüksek faiz ve enflasyon oranları bir yandan enflasyon beklentilerini, diğer yandan da üretim maliyetini artırarak maliyet enflasyonunu beslemiştir. Böyle bir ortamda, sermaye girişi ile kur değerlemesi ve faiz düşüşleri maliyetleri azaltarak enflasyonu aşağıya çekmekte geçici de olsa etkili olabilmektedir.

(6) Kısa vadeli ve toplam sermaye hareketlerinin M2Y ile negatif ilişkisi, sermaye girişinin mevduatlarda bir çözülme yarattığı izlenimi vermektedir. Türkiye’de yüksek enflasyon beklentileri, yüksek faiz ve devalüasyon beklentileri ekonomik birimlerinin reel para talebini azaltarak getirisi yüksek finansal araçlara kaymalarına neden olmaktadır.

(7) Diğer uzun vadeli sermaye ile güçlü ve pozitif korelasyon katsayılarına sahip olan değişkenler, bu akımının hem kullanım yerleri hem de üretim, yatırım ve büyüme

---

uygulanmıştır. Tahmin aşamasında sermaye hareketlerinin dışsal değişken olarak tanımlanmasının nedeni sermaye hareketlerinin belirleyici etkisini saptanmak olmuştur.

<sup>4</sup> Resmi rezervlerde (-) artış olarak tanımlanmaktadır.

sürecindeki etkileri hakkında bilgi vermektedir. Diğer uzun vadeli sermaye, hem Merkez Bankası ve bankalar hem de ithalatın finansmanını sağlamak amacıyla kuruluşların bankalar aracılığıyla sağladıkları nakit döviz kredilerini içerdiğinden, diğerlerinden farklı olarak hem reel hem de finansal değişkenler üzerinde olumlu etkilere sahip olmaktadır. Bu bulgu, Türkiye ekonomisinde yapısal sorunların çözümlendiği ve ülke riskinin azaldığı durumlarda, diğer uzun vadeli sermayenin ekonomik gelişme sürecinde kalıcı ve kararlı dengelerin sağlanmasına katkıda bulunabileceğini düşündürmektedir.

Korelasyon katsayıları, sermaye hareketleri ile reel ve mali göstergeler arasındaki ilişkilerin gücü hakkında bilgi veren bağlantı katsayılarına ek olarak her bir ekonomik göstergedeki değişimin hangi sermaye hareketinden veya sermaye hareketlerindeki değişimlerin hangi ekonomik göstergeden kaynaklandığını tesbit etmek amacıyla Granger nedensellik testleri kullanılmıştır. Böylece incelenen dönem içinde sermaye hareketleri bağlamında uyarıcı etkiler hakkında bilgi sahibi olunmuştur.

TABLO.6: KORELASYON KATSAYILARI (1989:III-1999:IV)				
(%)	Kısa v. ser. / GSMH	Port. yat. / GSMH	Doğ. Ser. / GSMH	Diğer ser. / GSMH
Portföy yat. / GSMH	0.080			
Doğrudan ser. / GSMH	-0.199	-0.011		
Diğer uzun ser. / GSMH	0.136	-0.108	-0.397	
<b>Toplam ser. har. / GSMH</b>	<b>0.858</b>	<b>0.503</b>	<b>-0.236</b>	<b>0.328</b>

*Gölge alanlar güçlü ilişkileri göstermektedir.*

TABLO.7: KORELASYON KATSAYILARI (1989:III-1999:IV)					
DEĞİŞKEN (%)	Kısa v. ser. / GSMH	Port. yat. / GSMH	Doğ. ser. / GSMH	Diğer ser. / GSMH	Ser. har. / GSMH
Büyüme oranı (GSMH)	0.359	0.126	0.142	0.339	0.446
Bütçe açığı/GSMH	0.075	0.140	0.090	-0.198	0.072
Özel s. nihai tük./GSMH	-0.029	0.060	-0.050	-0.186	-0.050
Kamu s. nihai tük. /GSMH	-0.210	0.249	-0.386	-0.008	-0.066
Özel s. sabit yat. /GSMH	-0.138	0.023	-0.275	0.467	0.025
Kamu s. sabit yat. /GSMH	-0.108	0.111	0.204	-0.260	-0.099
<b>Toplam tük. /GSMH</b>	<b>-0.119</b>	<b>0.162</b>	<b>-0.218</b>	<b>-0.151</b>	<b>-0.070</b>
<b>Toplam s.s. yat. /GSMH</b>	<b>-0.280</b>	<b>0.113</b>	<b>-0.191</b>	<b>0.426</b>	<b>-0.053</b>
Ulusal tas. / GSMH	0.119	-0.162	0.218	0.151	0.070
<b>Toplam im. san. üre. artış oranı</b>	<b>0.280</b>	<b>0.197</b>	<b>0.101</b>	<b>0.345</b>	<b>0.418</b>
Özel im. s. üretim artış oranı	0.297	0.189	0.070	0.342	0.425
Kamu im. s. üretim artış oranı	-0.157	0.011	0.351	-0.078	-0.127
Mal v hiz. ithalatı / GSMH	0.171	-0.111	-0.393	0.568	0.230
Cari açık / GSMH	-0.157	-0.316	0.057	-0.230	-0.337
İhracat / İthalat	-0.222	-0.181	-0.064	-0.081	-0.286
Dış borç faiz ödeme. / GSMH	0.142	0.350	-0.003	-0.084	0.253
M1/GSMH	0.054	-0.028	0.110	0.010	0.037
M2/GSMH	0.021	-0.229	-0.243	0.127	-0.064
M2Y/GSMH	-0.339	-0.230	-0.234	0.243	-0.316
Rezerv para/GSMH	-0.212	0.158	0.438	-0.517	-0.225
MB parası / GSMH	-0.172	0.168	0.450	-0.230	-0.115
MVB hanehalkı kre. / GSMH	0.276	-0.053	-0.293	0.481	0.319
MVB özel sek. kre. /GSMH	0.343	0.220	-0.224	0.638	0.550
MVB birey. ve şirk. kre./GSMH	0.269	-0.047	-0.240	0.639	0.364
MVB tüketici kre. /GSMH	0.278	-0.004	-0.187	0.403	0.326
<b>Toplam kre hacmi /GSMH</b>	<b>0.056</b>	<b>0.316</b>	<b>-0.093</b>	<b>0.514</b>	<b>0.337</b>
MVB 3 aylık mev. faiz oranı	0.094	-0.093	-0.570	0.303	0.094
MVB reel mev. faiz oranı	0.010	-0.085	-0.016	-0.165	-0.080
MVB 3 aylık mev. faiz değişim oranı	0.111	0.104	-0.136	-0.089	0.107
MVB reel mev. faiz değişim oranı	-0.239	-0.127	0.040	0.011	0.243
Nominal DİBS faiz oranı	-0.148	-0.171	-0.184	0.115	-0.172
Reel DİBS faiz oranı (dönemlik ort.)	-0.094	-0.154	-0.197	0.104	-0.125
Reel DİBS faiz oranı (yıllık ort.)	-0.180	-0.003	-0.286	0.101	-0.127
Reel DİBS faiz dönemlik artış oranı	-0.336	-0.129	0.099	-0.160	-0.365
Reel DİBS faiz yıllık artış oranı	0.011	-0.063	-0.366	0.089	-0.012
Nominal kur artış oranı	-0.496	0.076	-0.101	-0.039	-0.371
Reel kur artış oranı	-0.447	0.049	-0.068	-0.030	-0.341
Resmi rezervler /GSMH	-0.546	-0.235	0.046	-0.051	-0.554
Enflasyon (TEFE Gen. yıl. ort.)	-0.008	-0.233	0.041	0.014	-0.110
Çekirdek enflasyon (yıllık ort.)	-0.069	-0.203	0.020	-0.021	-0.156
Enflasyon (TEFE Gen. dön.ort.)	-0.328	-0.099	-0.105	-0.027	-0.318
Çekirdek enflasyon (dönemlik ort.)	-0.382	-0.031	-0.108	-0.048	-0.334

*Gölge alanlar güçlü ilişkileri göstermektedir.*



## 2. Nedensellik Test Sonuçları:

Türkiye ekonomisinde sermaye hareketleri ile reel ve finansal göstergeler arasındaki nedensellik ilişkileri değişkenlerdeki değişimin nasıl başladığını açısından önem taşımaktadır.<sup>5</sup> Granger nedensellik testinde kullanılan modeller şöyle tanımlanmıştır:

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + \alpha_3 X_{t-3} + \alpha_4 X_{t-4} + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \beta_3 Y_{t-3} + \beta_4 Y_{t-4} + u_t \text{ (Model.1):}$$

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-2} + \alpha_3 Y_{t-3} + \alpha_4 Y_{t-4} + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_{t-2} + \beta_3 X_{t-3} + \beta_4 X_{t-4} + u_t \text{ (Model.2)}$$

Tablo.8 ve 9 da birinci sütunlar model.1 de tanımlandığı gibi sermaye hareketlerine neden olan, ikinci sütunlarda ise model.2 de tanımlandığı şekliyle sermaye akımlarının neden olduğu ekonomik göstergeler rapor edilmektedir. Testlerden elde edilen sonuçlar şunlardır:

- (1) Uluslararası sermaye akımlarının Türkiye ekonomisinde büyümeyi olumlu ve kalıcı etkilediğini, dolayısıyla yaşam standardını yükseltmede olumlu etkilere sahip olduğunu söylemek mümkün değildir. Bunun nedeni, analiz sonuçlarına göre incelenen dönemde sadece doğrudan sermayenin ekonomik büyümeye neden olması, diğerleri ile büyüme oranı arasında nedensellik ilişkisinin bulunmamasıdır.
- (2) Kısa vadeli sermaye hareketleri, kamu sektörü nihai tüketimine, özel sektör sabit sermaye yatırımlarına, özel ve toplam imalat sanayi üretim artışına, cari açılara, Merkez Bankası parasına, reel DİBS faiz artış oranına ve enflasyon oranlarına neden olmaktadır. Bu sonuçlara göre: (a) Kısa vadeli sermaye kamu kesiminin tüketim harcamalarında ve reel DİBS faiz oranlarının değişiminde ve böylece kamu kesimi dengesi üzerinde etkili rol oynamaktadır. (b) Kısa vadeli sermaye cari açılara ve enflasyona neden olmaktadır. Sermaye girişleri, kurların aşırı değerlenmesiyle ithalatın artmasına ve maliyet enflasyonunun azalmasına yol açarak, dış denge üzerinde etkili olmaktadır. (c) Kısa vadeli sermaye özel sektörün kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılayarak, bu sektörün yatırım ve üretimine olumlu katkıda bulunmakta ve özel kesim dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Ancak kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığı ve büyüme oranı ile nedensellik ilişkisinin olmadığı birlikte düşünüldüğünde, kesimler üzerindeki olumlu etkilerin tümünün kısa süreli ve geçici olduğu sonucuna varmak mümkün olmaktadır. Böylece, Türkiye ekonomisinde ekonomik değişkenlerin kısa vadeli sermaye girişinden olumlu, çıkışından olumsuz

<sup>5</sup> Bu amaçla nedensellik testleri her bir model için çift yönlü ve aşamalı olarak birden başlayarak maksimum dört dönem geçikme değerleri dikkate alınarak yapılmıştır

- etkilenmeleri ekonomik dengelerin bozulmasına ve oynaklıkların artmasına neden olmaktadır. Bu da aralarında kalıcı ve kararlı bir ilişkinin olmadığına işaret etmektedir.
- (3) Kısa vadeli sermayeye neden olan değişkenler ise: ihracat/ithalat oranı, resmi rezervler, mevduat bankaları hanehalkı ve tüketici kredileri, para arzları M2 ve M2Y, Merkez Bankası parasıdır. Yurt dışından bankalar ve kuruluşlara sağlanan kısa vadeli döviz kredileri ile dış ticaretin finansmanında kullanılan kısa vadeli ticari kredileri içeren kısa vadeli sermaye hareketine neden olan göstergeler, bu akımın Türkiye'deki rolünü göstermektedir.
- (4) Portföy yatırımları tüketim, özel ve toplam yatırımlar, ulusal tasarruflar<sup>6</sup>, para arzı M2Y, Merkez Bankası parası, reel ve nominal kur artış oranları ve enflasyon oranları ile nedensellik ilişkilerine sahip bulunmuştur. Portföy yatırımları ile bağlantıları zayıf iken nedensellik ilişkilerinin olması, yabancıların yurt içinde menkul kıymetlere yaptıkları yatırımların bu değişkenleri belli bir gecikme ile belirlediğini göstermektedir.
- (5) Portföy yatırımlarına neden olan değişkenler incelendiğinde, bunların Merkez Bankasının temel iki göstergesi olan resmi rezervler ve Merkez Bankası parası olduğu görülmektedir. Merkez bankası parası ile kısa vadeli sermaye hareketleri ve portföy yatırımları arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmuştur.
- (6) Kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarının resmi rezervler ile tek yönlü, fakat Merkez Bankası parası ile karşılıklı nedensellik ilişkileri, Türkiye'de Merkez Bankasının finans sektöründe yaşanabilecek spekülatif atakların, şokların ve belirsizliklerin etkilerini azalmak için uyguladığı politikaların neden ve sonuçlarını göstermektedir. Buna göre, sermaye hareketlerinin serbestleştiği Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, bir yandan cari açıkların kapatılması diğer yandan da şoklara karşı korunmak amacıyla merkez bankalarının rezervlerini yüksek tutma gereği daha fazla sermaye girişini zorunlu kılmaktadır.
- (7) Sermaye hareketleri ile rezerv para arasındaki nedensellik ilişkisi, kısa vadeli sermaye hareketinden rezerv paraya, rezerv paradan da doğrudan ve uzun vadeli sermaye hareketine doğru bulunmuştur. için uygulanmaya başlanan sterilizasyonun bir sonucu olduğu düşünülmektedir.
- (8) Doğrudan sermaye hareketleri büyüme oranının yanında, tüketime, M2Y'ye, mevduat bankaları bireysel-şirket ve tüketici kredilerine, ve mevduat bankaları üç aylık vadeli mevduat faiz artış oranına neden olmaktadır. Doğrudan yatırımlar toplam sermaye

hareketleri içinde çok küçük paya sahip olmasına karşın, ekonomik büyüme sürecinde önemli etkiye sahiptir. Doğrudan sermayenin diğer özelliği ise diğer sermaye hareketlerine göre oynaklığının çok daha az olması ve 1999 yılına kadar küçük oranlarda da olsa girişin süreklilik taşımasıdır.

- (9) Ulusal tasarruflar, toplam ve özel nihai tüketim, kamu imalat sanayi üretim artışı, mal ve hizmet ithalatı, M2Y, Merkez Bankası parası, MVB üç aylık vadeli mevduat faiz oranı, ve reel DİBS yıllık ortalama faiz oranı doğrudan yatırımlara neden olmaktadır.
- (10) Diğer uzun vadeli sermaye, MB parasına ve MVB tüketici kredilerine neden olurken, kamu sabit sermaye yatırımları, resmi rezervler, MVB bireysel-şirket kredileri ve mal ve hizmet ithalatı diğer uzun vadeli sermayeye neden olmaktadır. Diğer uzun vadeli sermaye bütçe açığı, MVB hanehalkı ve özel sektör kredileri ve DİBS yıllık ortalama faiz oranı ile karşılıklı nedensellik ilişkisine sahiptir. Bunun anlamı ise, diğer uzun vadeli sermayenin hem bankacılık sektörünün hem de kuruluşların nakit döviz ihtiyacını karşılayarak, hem kamu kesimi hem de özel kesim üzerinde etkili olmasıdır. Diğer deyişle, genişleyen bütçe açıklarının finansmanın ve özel sektörün tüketim ve yatırım amacına yönelik kredi talebinin hem nedeni hem de sonucu olmaktadır.
- (11) Bütçe açıkları ile diğer uzun vadeli sermaye arasındaki karşılıklı nedensellik ilişkileri, bütçe açıkları ile dış borçlanma arasındaki kısır döngüyü göstermektedir. Diğer taraftan, dış borç faiz ödemeleri ile sermaye hareketleri arasında nedensellik ilişkilerinin olmaması, buna karşın dış borç faiz ödemelerinden reel ve nominal kur artış oranlarına doğru güçlü nedensellik ilişkisinin bulunması, kur değerlendirilmesi ile dış borç faiz ödemeleri arasındaki ilişkiyi vurgulamaktadır.
- (12) Mevduat bankaları kredileri ile sermaye hareketleri, özellikle diğer uzun vadeli sermaye, arasındaki nedensellik ilişkileri, sermaye hareketlerinin reel kesim üzerindeki etkisinin finans kesimi üzerinden gerçekleştirdiği görüşünü güçlendirmektedir. Böylece finansal kesim ile reel kesime arasındaki parasal akış yabancı sermaye girişiyle beslenen krediler aracılığıyla olmaktadır.
- (13) Toplam sermaye hareketleri, toplam tüketime, yatırıma ve üretime, cari açığa, M2Y'ye, MB parasına ve reel DİBS faiz yıllık artış oranına neden olurken, MVB hanehalkı, bireysel-şirket, ve tüketici kredileri, ve M2Y toplam sermaye hareketlerine neden olmaktadır.

---

<sup>6</sup> Ulusal tasarruflar=GSYİH-Toplam tüketim+Net faktör gelirleri

(14) Sermaye akımlarının kendi aralarında nedensellik ilişkileri incelendiğinde, (a)toplam sermayeden kısa vadeli sermayeye karşılıklı; (b)portföy ve doğrudan sermayeden kısa vadeli sermayeye; (c)diğer uzun vadeli sermayeden portföye; (d)toplam ve kısa vadeli sermayeden diğer uzun sermayeye tek yönlü nedensellik ilişkileri bulunmaktadır. Böylece sermaye akımlarının birbirleri üzerindeki etkileşimleri, Türkiye ekonomisinde mali serbestleşme sonucu dövizin bollaşması, TL.nin değer kazanması, rekabet gücünün azalması, açıkların genişlemesi ve harcamaların artmasıyla iç ve dış dengeleri değiştirdikleri sonucuna varılmaktadır.

Nedensellik testleri sonuçları sermaye akımları ile ekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin kısa dönem dinamik süreç içindeki değişimleri yansıtmaktadır. Ancak değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin analizi, sermaye akımlarının Türkiye ekonomisinde yarattığı olumlu veya olumsuz etkilerin kalıcı veya geçici olduğu konusunda tartışılan tezlerin geçerliliğinin sınanmasını sağlayacaktır.

<b>TABLO.8: GRANGER NEDENSELLİK TEST SONUÇLARI: (1989:III-1999:IV)</b>				
<b>Geçikme değerleri: 1,2,3 ve 4</b>				
<b><i>NEDEN OLAN GÖSTERGELER</i></b>				
<b>Net Sermaye Hareketleri / GSMH</b>				
<b>Kısa vadeli/ GSMH</b>	<b>Portföy yat. / GSMH</b>	<b>Doğ. ser. / GSMH</b>	<b>Diğer Uz. Ser. / GSMH</b>	<b>Top. Ser. Har. /GSMH</b>
Doğrudan Ser./GSMH (1)	Diğer Uz. Ser./GSMH (1)		Top. ser. har./GSMH (1,2,3)	Portföy ser./GSMH (1)
Portföy Ser./GSMH (1,2)			Kısa v. ser./GSMH (1,2)	Kısa v. ser./GSMH (1)
Top. Ser. Har./GSMH (1,2)				
<i>Geçikme değerleri %5 anlamlılık düzeyinde F-statistiği dikkate alınarak belirlenmiştir..</i>				

**TABLO.9: GRANGER NEDENSELLİK TEST SONUÇLARI: (1989:Q3-1999:Q4)**

Geçikme değerleri: 1,2,3 ve 4

<i>NEDEN OLAN GÖSTERGELER</i>		<i>NEDEN OLDUĞU GÖSTERGELER</i>	
<b>Net Sermaye Hareketleri/GSMH</b>			
<b>Kısa v. ser. / GSMH</b>	<b>Portföy ser. /GSMH</b>	<b>Kısa v. ser. / GSMH</b>	<b>Portföy ser. / GSMH</b>
İhracat/İthalat (2,3,4)	Resmi rezerv/GSMH (2)	Özel s. sabit yat./GSMH (1,2,3,4)	Özel s. nihai tük./GSMH (2,3,4)
Resmi rezerv/GSMH (3)	MB parası/GSMH (2,3,4)	Kamu s. n. tük. /GSMH (1,3,4)	Kamu s. n. tük. /GSMH (2,3,4)
MVB hh. kre./GSMH (3)		Cari açık /GSMH (1,2)	Özel s. sabit yat. /GSMH (1,2,3,4)
MVB tük. kre./GSMH (3)		Toplam im. san. üre. artış or. (1,2)	Toplam tük. /GSMH (2,3,4)
M2/GSMH (4)		Özel im. s. üretim artış or. (1,2)	Toplam yat. /GSMH (1,2)
M2Y/GSMH (4)		Resmi rezerv/GSMH (1)	Ulusal tas. /GSMH (2,3,4)
MB parası/GSMH (3)		MB parası/GSMH (1)	M2Y/GSMH (1,2,3,4)
Nominal DİBS faiz or.		Reel DİBS faiz dön. artış or. (1,2,3)	MB parası/GSMH (1)
		Enflasyon (TEFE Gen.yıl.ort.) (1,2)	Reel kur artış oranı (1,2)
		Çekirdek enflasyon (yıl. ort.) (1,2,)	Nominal kur artış oranı (1)
		Enflasyon (TEFE G. dön. ort.) (2,4)	Enflasyon (TEFE Gen.yıl.ort.) (1,2,3)
		Enflasyon (TEFE G.. dön. ort.) (2,4)	Çekirdek enflasyon (yıl. ort.) (1,2,3)
			Enflasyon (TEFE G. dön. ort.) (2)
			Enflasyon (TEFE G.. dön. ort.) (2)
<b>Net Sermaye Hareketleri / GSMH</b>			
<b>Doğ. ser. /GSMH</b>	<b>Diğer uz. ser. / GSMH</b>	<b>Doğ. ser. /GSMH</b>	<b>Diğer uz. ser. / GSMH</b>
Ulusal tas. /GSMH (1,4)	Kam. Sabit yat./GSMH (4)	Büyüme oranı (1)	Bütçe açığı/GSMH (1)
Toplam nihai tük. /GSMH (1,4)	Resmi rezerv/GSMH (4)	Özel s. nihai tük./GSMH (1)	MB parası/GSMH (1)
Özel s. nihai tük. /GSMH (1)	MVB hh. kre. /GSMH (1)	M2Y/GSMH (1,2)	MVB hh. kre./GSMH (1,2,3,4)
Kamu im. s. üre. artış or. (2)	MVB özel kre./GSMH (1,2,3,4)	MVB bir. ve şirk. kre./GSMH (1,3,4)	MVB özel s. kre./GSMH (1,3,4)
MVB hh. kre. / GSMH (1)	Mal ve hiz. ith./GSMH (1,2,3,4)	MVB tüketici kre./GSMH (3)	MVB tüketici kre./GSMH (1,4)
Mal ve hiz. ith./GSMH (1)	Rezerv para/GSMH (1)	MVB 3ay. Mev. faiz art. or. (2)	Reel DİBS faiz or. (yıl. ort.) (1)
M2Y/GSMH (4)	Bütçe açığı/GSMH (4)		
Rezerv para/GSMH (1)	Reel DİBS faiz or. (yıl. ort.) (4)		
MB parası/GSMH (1,2)			
MVB 3ay. mev. faiz or. (1)			
Reel DİBS faiz or. (yıl. ort.) (3,4)			
<i>Geçikme değerleri %5 anlamlılık düzeyinde F-statistiği dikkate alınarak belirlenmiştir..</i>			

<b>TABLO.9: (devam) GRANGER NEDENSELLİK TEST SONUÇLARI: (1989:III-1999:IV)</b> <b>Geçikme değerleri: 1,2,3 ve 4</b>	
<b><i>NEDEN OLAN GÖSTERGELER</i></b>	<b><i>NEDEN OLDUĞU GÖSTERGELER</i></b>
<b>Net Sermaye Hareketleri/GSMH</b>	
<b>Toplam Sermaye Hareketleri/GSMH</b>	<b>Toplam Sermaye Hareketleri/GSMH</b>
MVB hh. kre./GSMH (3,4)	Özel s. nihai tük./GSMH (2,3,4)
MVB bir. ve şirk. kre./GSMH (1)	Özel s. sabit yat. /GSMH (1,2,3,4)
MVB tük. kre./GSMH (3,4)	Toplam tük. /GSMH (2,3,4)
M2Y/GSMH (2,3,4)	Toplam yat. /GSMH (1,2,3,4)
	Ulusal tas. /GSMH (2,3,4)
	Cari açık/GSMH (1,2)
	Toplam im. san. ür. artış or. (1)
	M2Y/GSMH (1,2,3,4)
	MB parası/GSMH (1)
	Reel DİBS faiz yıllık artış oranı (2)
<i>Geçikme değerleri %5 anlamlılık düzeyinde F-statistiği dikkate alınarak belirlenmiştir..</i>	

### **3. Sermaye Akımları ile Temel Ekonomik Göstergeler Arasındaki İlişkilerin Tahmini:**

#### **3.1. Ekonometrik Yöntem ve Bulgular:**

Tahmin edilen modeller değişkenler arası ilişkilerin veya etkileşimlerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ve hata terimleri ile ilgili temel varsayımları sağlandığı durumlarda değişkenlerin uzun dönem ilişkileri hakkında bilgi vermektedir.

Çalışmada kullanılan zaman serilerinin ortalama etrafında simetrik dağılıma sahip olmaları ekonometrik analizi kolaylaştırırken, çarpıklık (skewness) katsayısının pozitif veya negatif olduğu ve asimetrik dağılım gösteren serilerle analiz yapmak tahmin sonuçlarının sağlıklı yorumlanmasını kısıtlamaktadır. Bu nedenle modeller doğrusal model varsayımları altında ve koşullu varyans modeli (ARCH, GARCH) kapsamında, En Küçük Kareler (OLS) ve Maksimum Olabilirlik (MLE) metodları kullanılarak tahmin edilmiştir. EKK (OLS)

tahmin sonuçlarının tutarlılıkları ARCH ve GARCH<sup>7</sup> modellemeleri ile kontrol edilirken, aynı zamanda da değişkenlerdeki oynaklıklar hakkında bilgi edinilmiştir.

Tahmin edilen modellerde sermaye hareketleri ile krediler, para arzı M2Y, döviz kurları artış oranları, faiz oranları, resmi rezervler, Merkez Bankası parası ve enflasyon oranları, büyüme oranı, özel ve toplam imalat sanayi üretim artış oranı, kamu tüketimi, toplam sabit sermaye yatırımları, cari işlemler açığı, mal ve hizmet ithalatı ve dış borç faiz ödemeleri %5 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bulunan değişkenlerdir. EKK yöntemiyle tahmin edilen modellerin büyük çoğunluğunda serisel korelasyon bulunması temel ekonomik göstergeler ile sermaye hareketleri arasında kalıcı ve kararlı bir ilişkinin olmadığını bulgulamaktadır. EKK yöntemiyle tahmin edilen modellerin çoğunluğunda “oynaklıkların” önemli göstergesi olan koşullu varyansın sabit olmamasıdır. Bu bulgu incelenen değişkenlerin 1989:III-1999:IV dönemi içinde örnekleme dağılımlarında bulunan yüksek kurtosis ve veri setlerinde bulunan çok yüksek veya çok düşük gözlem değerlerinin olması ile tutarlılık göstermektedir.

Doğrusal ve ARCH-GARCH modellerinden elde edilen tahmin katsayılarının birbirine yakın olması hem kullanılan yöntemlerin etkinliği hakkında bilgi vermekte hem de sermaye hareketleri ve ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin tutarlı biçimde yorumlanmasına olanak sağlamaktadır. Bu kapsamda, doğrusal model varsayımlarının tümünün sağlandığı ilişkiler şunlardır:

- (a) Kısa vadeli sermaye hareketleri ile resmi rezervler,
- (b) Portföy yatırımları ile cari işlemler açığı,
- (c) Diğer uzun vadeli sermaye hareketleri ile MVB hanehalkı ve tüketici kredileri, ve toplam sabit sermaye yatırımları,
- (d) Toplam sermaye hareketleri ile cari işlemler açığı, MVB özel sektör kredileri, ve resmi rezervlerdir.

Statik modellerin ekonomik yorumları sadece serisel korelasyonun olmadığı ve sabit koşullu varyansın sağlandığı ilişkiler için yapılmıştır. Ancak diğer ilişkilerden çıkacak genel sonuç, sermaye hareketlerinin seçilmiş ekonomik göstergelerle kararlı ve kalıcı bir

---

<sup>7</sup> ARCH(q) ve GARCH(p,q) modellerinde p ve q değerleri AIC ve SIC istatistiklerine göre saptanmıştır. Ancak bu modellerin kullanılması ile sabit koşullu varyans varsayımı sağlanırken, serisel korelasyonlar giderilememiştir.

denge ilişkisine sahip olmadıkları, aksine bu değişkenlerde oynaklığı ve belirsizliği arttırdıkları ve beklenmedik şokların değişkenler üzerindeki etkilerinin süreklilik taşımakta olduğudur.

### **3.2. Ekonomik Sonuçlar: (1989:III-1999:IV):**

Tablo.10'dan modellerde doğrusal modellemenin bütün varsayımlarını karşılayan ilişkiler incelendiğinde:

- KV sermaye hareketi ile resmi rezervler arasındaki negatif ilişki kısa vadeli sermaye girişinin resmi rezervleri önemli oranda arttırdığını, ancak çıkışının ise azalttığını göstermektedir.
- Portföy yatırımları cari işlemler açığı arasındaki ilişki, portföy yatırımlarındaki artışın cari açığı artırdığını göstermektedir. Bunun nedeni, sermaye girişinin yol açtığı ithalat artışıdır.
- Diğer uzun vadeli sermaye girişi mevduat bankası hanehalkı ve tüketici kredilerinin, ve toplam sabit sermaye yatırımları olumlu etkilemektedir. Böylece genellikle bankalar tarafından kullanılan uzun vadeli sermaye akımı hem yatırımları hem de tüketimi artırıcı rol oynamaktadır.
- Toplam sermaye girişinin artması cari açığı, MVB özel sektör kredilerini ve resmi rezervleri arttırmaktadır.

Bu bulgular, sermaye akımlarının bir yandan ithalatı kolaylaştırarak cari açıkları genişlettiğini ve böylece yüksek rezerv tutma zorunluluğu gerektirdiğini, diğer yandan da yansıma mekanizmasının krediler yoluyla reel sektörü etkilediğini göstermektedir. Bu etkilerin yanında, koşullu varyans modelleri kapsamında, sermaye akımlarının genel olarak ekonomide oynaklıkları arttırdıkları saptanmaktadır. Örneğin, beklenmedik düzeyde bir sermaye girişi veya çıkışı, resmi rezervlerde gelecek dönem için öngörülen değişmeyi (varyansını) yükselterek resmi rezervlerde oynaklığın artmasına neden olmaktadır. Diğer yandan ise yabancı sermaye hareketlerinin kredilerde ve cari açıda oynaklıkları azaltmasına karşın sermaye hareketlerinden kaynaklanan şokların etkilerinin süreklilik gösterdiği tesbit edilmiştir. Yani, ani sermaye çıkışının ekonomide özellikle kredilerin ve ithalatın finansmanını kısıtlayarak ekonomik daralma sürecine olumsuz katkıda bulunduğu saptanmaktadır.



TABLO.10: DOĞRUSAL MODEL TAHMİN SONUÇLARI: (1989:Q3-1999:Q4)		
Doğrusal model: $y_t = \alpha + \beta x_t + \varepsilon_t$ : OLS Koşullu varyans modeli: $\sigma^2 = \gamma + \sum \theta_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum \varphi_i \sigma_{t-i}^2$ $i=1,2$ $j=1,2$ : MLE		
	EKK	GARCH(p,q)
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Kısa vadeli ser. / GSMH</b>		
Büyüme oranı	$\beta = 0.586$ (2.347)	GARCH (1,1) $\beta = 0.764$ (3.846)
Toplam imalat san. üretim artış oranı	$\beta = 0.612$ (1.847)	GARCH(1,1) $\beta = 0.909$ (2.267)
Toplam sabit ser. yatırım/ GSMH	$\beta = -0.131$ (-1.829)	GARCH(1,1) $\beta = -0.186$ (-2.872)
MVB hanehalkı kre./ GSMH	$\beta = 0.069$ (1.739)	GARCH(1,1) $\beta = 0.078$ (3.570)
MVB özel sektör kre. / GSMH	$\beta = 0.318$ (2.178)	ARCH(1) $\beta = 0.212$ (2.423)
MVB tüketici kre. / GSMH	$\beta = 0.052$ (1.727)	GARCH(1,1) $\beta = 0.054$ (3.346)
M2Y/ GSMH	$\beta = -0.558$ (-2.103)	GARCH(1,1) $\beta = -0.716$ (-4.678)
Rezerv para/GSMH	$\beta = -0.197$ (-1.371)	ARCH(1) $\beta = -0.183$ (-3.762)
MB parası/ GSMH	$\beta = -0.265$ (-1.101)	GARCH(1,1) $\beta = -0.310$ (-2.726)
Reel DİBS faiz artış oranı (dönemlik ortalama)	$\beta = -2.140$ (-2.209)	GARCH(1,1) $\beta = -1.549$ (-1.806)
Nominal \$ kur artış oranı	$\beta = -1.550$ (-3.567)	GARCH(1,1) $\beta = -1.592$ (-2.283)
Reel kur artış oranı	$\beta = -0.732$ (-3.118)	ARCH(2) $\beta = -0.589$ (-2.378)
Resmi rezervler/ GSMH	$\beta = -0.664$ (-4.100)	GARCH(1,1) $\beta = -0.767$ (-5.916)
Enflasyon oranı (TEFE genel) (dönemlik ortalama)	$\beta = -0.612$ (-2.177)	ARCH(1) $\beta = -0.475$ (-0.858)
Çekirdek enflasyon oranı (dönemlik ortalama)	$\beta = -0.779$ (-2.619)	ARCH(1) $\beta = -0.720$ (-0.960)
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Portföy yat. / GSMH</b>		
Büyüme oranı	$\beta = 0.170$ (0.395)	GARCH (1,1) $\beta = 0.567$ (3.359)
Kamu s. nihai tüketim/ GSMH	$\beta = 0.174$ (1.848)	GARCH(1,1) $\beta = 0.131$ (3.411)
Cari açık/ GSMH	$\beta = -0.333$ (2.148)	GARCH(2,1) $\beta = -0.355$ (3.531)
Dış borç faiz öde./ GSMH	$\beta = 0.117$ (2.230)	GARCH(2,1) $\beta = 0.064$ (3.832)
MB parası/ GSMH	$\beta = 0.421$ (1.076)	GARCH(1,1) $\beta = 0.744$ (3.046)
Resmi rezerv/ GSMH	$\beta = -0.494$ (-1.634)	GARCH(1,1) $\beta = -0.357$ (-2.514)
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Diğer uzun vadeli ser. / GSMH</b>		
Büyüme oranı	$\beta = 1.257$ (1.869)	GARCH (1,1) $\beta = 0.589$ (2.473)
Toplam imalat san. üretim artış oranı	$\beta = 1.749$ (2.017)	GARCH(1,1) $\beta = 1.427$ (2.959)
Özel imalat san. üretim artış oranı	$\beta = 2.321$ (1.970)	GARCH(2,1) $\beta = 2.189$ (3.087)
Toplam sabit ser. yatırım/ GSMH	$\beta = 0.527$ (2.972)	GARCH(1,1) $\beta = 0.502$ (2.951)
Özel sektör sabit ser. yatırım/ GSMH	$\beta = 0.771$ (3.209)	GARCH(2,1) $\beta = 0.991$ (5.906)
MVB özel sektör kre. / GSMH	$\beta = 1.420$ (4.184)	GARCH(1,1) $\beta = 1.388$ (3.194)
MVB hanehalkı kre./ GSMH	$\beta = 0.342$ (3.661)	GARCH(1,1) $\beta = 0.307$ (5.099)
MVB birey. ve şirket kre./ GSMH	$\beta = 0.892$ (3.131)	GARCH(1,1) $\beta = 0.752$ (2.327)
MVB tüketici kre./ GSMH	$\beta = 0.227$ (3.047)	GARCH(1,1) $\beta = 0.192$ (4.778)
Toplam kredi hacmi/ GSMH	$\beta = 1.306$ (3.146)	GARCH(1,1) $\beta = 1.340$ (2.401)
Rezerv para/GSMH	$\beta = -1.269$ (3.822)	GARCH(1,1) $\beta = -0.601$ (-3.464)
Mal ve hiz. ithalatı/ GSMH	$\beta = 2.187$ (4.581)	GARCH(1,1) $\beta = 2.589$ (4.974)
MVB 3 aylık mevduat faiz oranı	$\beta = 4.345$ (2.462)	ARCH(1) $\beta = 2.869$ (2.448)
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Toplam ser. har. / GSMH</b>		
Büyüme oranı	$\beta = 0.522$ (2.724)	GARCH (1,1) $\beta = 0.565$ (4.966)
Toplam imalat san. üretim artış oranı	$\beta = 0.682$ (2.749)	GARCH(2,1) $\beta = 0.704$ (4.249)
Özel imalat san. üretim artış oranı	$\beta = 0.965$ (2.892)	GARCH(2,1) $\beta = 1.110$ (4.688)
Cari açık/ GSMH	$\beta = -0.173$ (2.320)	GARCH(1,2) $\beta = -0.189$ (2.130)
MVB özel sektör kre. / GSMH	$\beta = 0.365$ (3.435)	GARCH(1,2) $\beta = 0.334$ (4.448)
MVB hanehalkı kre./ GSMH	$\beta = 0.065$ (2.129)	GARCH(1,1) $\beta = 0.090$ (3.170)
MVB tüketici kre./ GSMH	$\beta = 0.052$ (2.256)	GARCH(1,2) $\beta = 0.066$ (3.565)
Reel DİBS faiz artış oranı (dönemlik ortalama)	$\beta = -1.835$ (-2.449)	GARCH(1,1) $\beta = -1.815$ (-2.133)
MB Parası/ GSMH	$\beta = -0.139$ (-0.729)	ARCH(1) $\beta = -0.310$ (-2.573)
Resmi rezerv/ GSMH	$\beta = -0.535$ (-4.276)	GARCH(2,1) $\beta = -0.779$ (-5.873)
Nominal \$ kur artış oranı	$\beta = -0.892$ (-2.442)	GARCH(1,1) $\beta = -0.716$ (-2.531)
Reel kur artış oranı	$\beta = -0.433$ (-2.235)	ARCH(2) $\beta = -0.365$ (-2.053)
Enflasyon oranı (TEFE genel)	$\beta = -0.457$ (-2.061)	GARCH(1,2) $\beta = -0.103$ (-0.450)
Çekirdek enflasyon oranı	$\beta = -0.528$ (-2.220)	GARCH(1,1) $\beta = 0.059$ (0.325)

Gölge alanlar varsayımların karşılandığı%5 düzeyinde anlamlı olan ilişkileri göstermektedir. t değerleri parantez içinde gösterilmektedir

#### 4. Modellerde Chow Yapısal Kırılma Test Sonuçları:

Türkiye ekonomisinde mali serbestleşmenin etkileri ile uygulanan para ve maliye politika değişikliklerinin, yaşanan iç ve dış krizlerin tahmin edilen modellerin katsayıların değerleri üzerinde etkileri olup olmadığının test edilmesi gerekli görülmektedir. İncelenen dönem içinde 1989-1993 döneminden farklı olarak, 1995-1999 döneminde sterilizasyon politikasının uygulanmasının değişkenler arasındaki ilişkilere yansımaları ve etkileri Chow yapısal kırılma testi ile yapılmıştır. Bu yöntemle sermaye akımları ile seçilmiş göstergeler arasındaki ilişkiler için tahmin edilen katsayıların sabitliği yani ilişkilerin kararlılığı araştırılmaktadır.

Chow testi sonuçlarına (Tablo.11) de yer alan kırılma tarihleri 1991Q3, 1992Q2, 1993Q1,Q2,Q3 ve Q4, 1994Q1, Q2 ,Q3 ve Q4, 1995Q1, Q3 ve Q4, 1996Q1 ve Q2, 1997Q2,Q3 ve Q4, 1998Q2 dir.<sup>8</sup> Bu tarihler, Körfez savaşını, 1994 döviz krizi öncesi ve sonrası dönemi, istikrar programlarını, ve Asya krizini temsil etmektedir.

Yapısal kararlılığın sağlandığı modeller şunlardır: Kısa vadeli sermaye-resmi rezervler; portföy yatırımları-cari açık; diğer uzun vadeli sermaye ile toplam sabit sermaye yatırımları, MVB tüketici kredileri; ve toplam sermaye hareketleri ile MVB özel sektör kredileri ve resmi rezervlerdir.

Yapısal kararlılığın sağlanamadığı modellerde 1989-1999 dönemi içinde kırılma tarihleri dikkate alınarak iki ayrı dönem olarak incelendiğinde, yabancı sermaye akımlarının uygulanan ekonomik politikalarla ilgili olarak Türkiye ekonomisine katkılarının farklılık gösterdiği, finansal serbestleşme sürecini tamamlamamış bir ekonominin (ya da ekonomiyi yönetenlerin) zaaflarından faydalanarak mali piyasada istikrarsızlığı ve sonunda krizin maliyetini arttırdığı sonucuna varılmaktadır. Bu sonucu destekleyen bulgular ise şunlardır:

- Büyüme oranı birinci dönemde kısa vadeli, portföy ve toplam sermaye hareketlerinden pozitif etkilenirken, ikinci dönemde sadece diğer uzun vadeli sermayeden etkilenmektedir.
- Toplam ve özel imalat sanayi üretim artış oranı kısa vadeli, diğer uzun vadeli ve toplam sermaye hareketlerinden sadece birinci dönem olumlu etkilenmektedir.

---

<sup>8</sup> Kırılma tarihleri Chow testi ve Recursive yöntem kullanılarak tesbit edilmiştir.

- MVB özel sektör kredileri, bireysel ve şirket kredileri ve toplam kredi hacmi kısa vadeli ve diğer uzun vadeli sermaye hareketlerinden birinci dönem etkilenirken, MVB hanehaklı kredileri sadece ikinci dönem etkilenmektedir.
- Reel DİBS faiz dönemsel değişim oranı kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleri tarafından sadece birinci dönemde belirlenmektedir.
- Büyüme oranı ile portföy yatırımları arasında iki dönemde de anlamlı ilişki bulunmazken, kamu nihai tüketim harcamalarının portföy yatırımlarından sadece birinci dönemde pozitif etkilenmesi, kamu harcamalarının hazine bonosu ve devlet tahvili ihracı yoluyla elde edilen gelirden karşılandığını göstermektedir.
- Resmi rezervlerle portföy yatırımları arasında sadece ikinci dönem anlamlı ilişki bulunmaktadır.
- MB parasının kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleriyle artması sadece 1994 yılı öncesi gerçekleşirken, kısa ve uzun vadeli sermayenin rezerv parayı azaltıcı etkisi 1994 yılı sonrası görülmektedir. Bu sonuç, 1994 döviz krizi sonrası finans sektöründe istikrarın sağlanması amacıyla yönelik para politikasının parasal genişlemeyi önleyerek, Merkez Bankası parasının sermaye hareketleriyle doğrudan etkileşimini zayıflattığını göstermektedir.
- Nominal ve reel kur artış oranları ile kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleri arasında sadece birinci dönem anlamlı ilişkiler bulunması, 1994 krizi sonrası sermaye hareketlerinin kurlar üzerindeki doğrudan etkisinin ortadan kaybolduğunu göstermektedir. Bunun nedeni ise, 1994 öncesi uygulanan para politikalarının hedefi TL.'nin reel olarak değer kazanmasına yönelik iken, 1994 sonrası Merkez Bankasının dış ticaret dengesi ve enflasyon oranını dikkate alarak uyguladığı kur politikasıdır.
- Enflasyon oranlarının kısa vadeli ve toplam sermaye hareketleriyle zıt yönlü etkileşimleri 1994 krizi öncesi dönemde istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, 1994 sonrası enflasyon-sermaye hareketi ilişkisi ortadan kalkmıştır. Kriz öncesi dönemde sermaye girişi ve TL'nin reel değerlenmesinin bir sonucu olarak enflasyon düşerken, kriz sonrası enflasyon hedeflemesine yönelik para ve kur politikaları sermaye hareketlerinin kurlar üzerindeki belirleyici etkisini ortadan kaldırmıştır.
- Mal ve hizmet ithalatı diğer uzun vadeli sermayeden sadece ikinci dönem olumlu etkilenmektedir.

Chow testlerinden elde edilen bu sonuçlar yapısal kararlılığın modellerin büyük bölümünde başarısız olduğunu göstermektedir.

TABLO.11: DOĞRUSAL MODELLERDE CHOW YAPISAL KARARLILIK TEST SONUÇLARI:			
(1989:III-1999:IV)			
$Y_t = \alpha + \beta x_t + u_t$			
	KIRILMA	BİRİNCİ DÖNEM	İKİNCİ DÖNEM
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Kısa vadeli ser. / GSMH</b>			
Büyüme oranı	1995:I	$\beta = 1.342 (4.245)$	$\beta = 0.073 (0.194)$
Toplam imalat san. üretim artış oranı	1995:I	$\beta = 1.481 (3.623)$	$\beta = -0.132 (-0.256)$
Toplam sabit ser. yatırım/ GSMH	1993:II	$\beta = -0.180 (-1.829)$	$\beta = -0.133 (-1.578)$
MVB özel sektör kre. / GSMH	1994:I	$\beta = 0.567 (3.744)$	$\beta = 0.259 (1.370)$
M2Y/ GSMH	1992:II	$\beta = -0.097 (-0.259)$	$\beta = -0.772 (-2.874)$
Rezerv para/GSMH	1993:II	$\beta = -0.122 (-0.487)$	$\beta = -0.162 (-2.178)$
MB parası/ GSMH	1994:IV	$\beta = 0.498 (2.712)$	$\beta = -0.245 (-0.121)$
Nominal \$ kur artış oranı	1994:III	$\beta = -3.620 (-4.926)$	$\beta = -0.183 (-0.566)$
Reel kur artış oranı	1994:III	$\beta = -1.889 (-4.874)$	$\beta = 0.048 (0.282)$
Reel DİBS faiz artış oranı (dönemlik ortalama)	1994:III	$\beta = -5.654 (-4.024)$	$\beta = 0.715 (0.657)$
Resmi rezerv/ GSMH	-----		
Enflasyon oranı (TEFE genel) (dön. ortalama)	1994:III	$\beta = -1.986 (-4.343)$	$\beta = 0.272 (1.276)$
Çekirdek enflasyon oranı (dönemlik ortalama)	1994:III	$\beta = -2.237 (-4.482)$	$\beta = 0.176 (0.882)$
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Portföy yat. / GSMH</b>			
Büyüme oranı	1997:II	$\beta = 0.790 (1.233)$	$\beta = -0.399 (-0.626)$
Kamu s. nihai tüketim/ GSMH	1995:IV	$\beta = 0.310 (2.513)$	$\beta = 0.150 (1.088)$
Cari açık/ GSMH	-----		
Dış borç faiz öde./ GSMH	1995:III	$\beta = 0.291 (2.712)$	$\beta = 0.025 (1.014)$
MB parası/ GSMH	1994:IV	$\beta = 0.365 (0.715)$	$\beta = -0.143 (-0.474)$
Resmi rezerv/ GSMH	1994:II	$\beta = -0.195 (-0.277)$	$\beta = -0.794 (-2.422)$
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Diğer uzun vadeli ser. / GSMH</b>			
Büyüme oranı	1993:IV	$\beta = 1.194 (1.044)$	$\beta = 2.042 (2.361)$
Toplam imalat san. üretim artış oranı	1996:I	$\beta = 4.824 (2.812)$	$\beta = 1.811 (1.540)$
Özel imalat san. üretim artış oranı	1996:I	$\beta = 6.568 (2.671)$	$\beta = 2.425 (1.742)$
Toplam sabit ser. yatırım/ GSMH	1997:IV	$\beta = 0.676 (2.917)$	$\beta = 0.704 (2.834)$
Özel sektör sabit ser. yatırım/ GSMH	1996:I	$\beta = 0.685 (1.325)$	$\beta = 0.679 (1.989)$
MVB özel sektör kre. / GSMH	1998:II	$\beta = 1.991 (6.010)$	$\beta = 0.762 (0.844)$
MVB hanehalkı kre./ GSMH	1993:I	$\beta = -0.067 (-0.589)$	$\beta = 0.306 (2.452)$
MVB birey. ve şirket kre./ GSMH	1998:II	$\beta = 1.362 (5.647)$	$\beta = 0.333 (0.355)$
MVB tüketici kre./ GSMH	-----		
Toplam kredi hacmi/ GSMH	1997:III	$\beta = 2.076 (4.020)$	$\beta = 1.328 (1.596)$
Rezerv para/GSMH	1994:IV	$\beta = -0.586 (-1.008)$	$\beta = -0.388 (-2.414)$
Mal ve hiz. ithalatı/ GSMH	1991:III	$\beta = 0.283 (0.388)$	$\beta = 1.912 (3.824)$
MVB 3aylık mevduat faiz oranı	1996:II	$\beta = 1.765 (0.657)$	$\beta = -2.316 (-1.015)$
<b>BAĞIMSIZ DEĞİŞKEN: Toplam ser. har. / GSMH</b>			
Büyüme oranı	1997:II	$\beta = 0.836 (3.963)$	$\beta = 0.198 (0.542)$
Toplam imalat san. üretim artış oranı	1997:III	$\beta = 1.042 (3.588)$	$\beta = 0.232 (0.543)$
Özel imalat san. üretim artış oranı	1997:IV	$\beta = 1.404 (3.565)$	$\beta = 0.234 (0.449)$
Cari açık/ GSMH	1994:III	$\beta = -0.410 (-4.618)$	$\beta = -0.034 (-0.324)$
MVB özel sektör kre. / GSMH	1994:I	$\beta = 0.400 (3.777)$	$\beta = 0.353 (2.537)$
MVB hanehalkı kre./ GSMH	1993:III	$\beta = -0.040 (-1.509)$	$\beta = 0.079 (2.241)$
MVB tüketici kre./ GSMH	-----		
MB parası/ GSMH	1994:IV	$\beta = 0.382 (2.703)$	$\beta = -0.159 (-0.929)$
Reel DİBS faiz artış oranı (dönemlik ortalama)	1994:III	$\beta = -4.078 (-3.521)$	$\beta = -0.058 (-0.068)$
Resmi rezerv/ GSMH	-----		
Nominal \$ kur artış oranı	1994:III	$\beta = -2.342 (-3.429)$	$\beta = -0.097 (-0.388)$
Reel kur artış oranı	1994:III	$\beta = -1.208 (-3.340)$	$\beta = 0.101 (0.784)$
Enflasyon oranı (TEFE genel)	1994:III	$\beta = -1.340 (-3.598)$	$\beta = 0.153 (0.915)$
Çekirdek enflasyon oranı	1994:III	$\beta = -1.538 (-3.540)$	$\beta = 0.138 (0.898)$

Gölgeli alanlar %5 seviyesinde anlamlı olan yapısal kararlılığın sağlandığı ilişkileri göstermektedir. t değerleri parantez içinde gösterilmektedir.

## 5. Kantitatif Analiz Sonuçlarının Filtre Edilme:

Bu aşamada kantitatif analizin ilk dört aşamasında yapılan tahminler ve tahliller tekrar karşılaştırmalı olarak incelenerek genel bir sonuca varılmak istenmektedir. Bu amaçla, üçüncü ve dördüncü aşamada doğrusal model varsayımlarının ve yapısal kararlılığın sağlandığı modeller dikkate alınarak, sermaye hareketlerinin 1989-1999 döneminde Türkiye ekonomisi üzerindeki net etkileri vurgulanmaktadır.

Tablo.10 ve Tablo.11’de doğrusal model varsayımlarının geçerli olduğu ve yapısal kararlılığın sağlandığı sonuçlar birlikte değerlendirildiğinde:

- ✓ Resmi rezervler ile kısa vadeli sermaye akımları,
  - ✓ Cari açık ile portföy yatırımları,
  - ✓ Mevduat bankası tüketici kredileri ile diğer uzun vadeli sermaye hareketleri,
  - ✓ Resmi rezervler ile toplam sermaye hareketleri,
- arasında sermaye hareketlerinin serbestleştiği tarihten 2000 yılı programının uygulamaya konulduğu tarihe kadar kalıcı ilişkiler saptanmaktadır.

## III. SONUÇ:

Bu çalışmada 1989-1999 yılları arasında Türkiye ekonomisinde sermaye hareketlerinin seçilmiş makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın ana bulgusu, sermaye hareketlerinin reel ve finansal göstergelerde oynaklıkları artırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa dönemli bakış getirdiği ve istikrarsızlığın artmasında önemli rol oynadığıdır.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle döviz kuru, faiz ve fiyatlar üzerindeki baskılar artmıştır. Kısa dönemcilik ve üretime yönelik olmayan mali araçlardan kazanç sağlama, reel ekonomiyi geliştirecek ve uzun dönemli bakış sağlayacak üretime yönelik yatırımların ve verimliliğin artmasını engellemiştir. Sermaye akımlarının reel sektör üzerindeki en belirgin etkisi özel sektöre verilen kredileri artırarak harcamaların genişlemesine neden olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle canlanan talep ile fiyatlar, kamu açığındaki genişleme ile faiz oranları ve cari işlemler açığındaki yükselme ile döviz kurları arasındaki ilişkiler incelendiğinde, gerçekçi kur politikasından uzak, kamu finansman ihtiyacına göre belirlenen kur-faiz-enflasyon ilişkilerini anlamak mümkün olmaktadır.

Sermaye akımlarının 1989-1999 yılları arasında ekonomik göstergeler üzerinde yaptıkları etkilerin dönemlere göre farklılık göstermesi, hükümetlerin uyguladığı farklı ekonomi politikalarının hem nedeni hem de sonucu olarak sermaye hareketlerinin ekonomik istikrarı sağlamaya katkıda bulunmadıklarını desteklemektedir.

Bu çalışmada uzun dönemde sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasında kalıcı ilişkilerin olmadığı saptanmıştır. Bu saptama ile sermaye hareketleri ile ekonomik göstergeler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesi ve kısa dönem dengesizlikleri içinde anlamlı olan ilişkilerin belirlenmesi gerektiğine inanılmaktadır.

### **Kaynakça:**

Alejandro, C.D. (1985), “Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Studies*, 19.

Akyüz, Y. (1995), “Timing International Finance” iç. *Managing the Global Economy*, s.55-93, Oxford University Press, New York.

Akyüz, Y. ve A. Cornford (1999), “Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System”, *UNCTAD Discussion Paper*, 56.

Akyüz, Y. (1993), “Financial Liberalization: The Key Issues”, *UNCTAD Discussion Paper*, No: 56.

Berksoy, T. (1995), “Türkiye Ekonomisinde Değişim ve Kriz- 24 Ocak 1980’den 5 Nisan 1994’e” iç. *93-94 Petrol İş Yılığ*, s. 596-622, İstanbul.

Berksoy, T. ve B. Saltoğlu (1998), *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:1998-58, İstanbul.

Bosworth, P.B. ve S.M. Collins (1999), “Capital Flows to Developing Economies”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1. s.143-180.

Calvo, G. (1994), “The Management of Capital Flow: Domestic policy and International Cooperation” iç. *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol.IV, UNCTAD.

Eatwell, J. (1996), *International Capital Liberalization: The Impact on World Development*, *CEPA Working Paper Series I*, <http://www.newschool.edu/cepa>

Esen, O. (2000), Financial Openness in Turkey, *International Review of Applied Economics*, Vol.14, No.1.

Helleiner, G.K. (1997), "Capital Account Regimes and The Developing Countries", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol.VIII, UNCTAD.

Mathieson D.J. ve R.Suares (1994), "Capital Controls and Capital Account Liberalization" iç. Leidermen L. ve A.Razin (Ed.) *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*, , Cambridge University Press, Cambridge.

Obstfeld, M. (1998), "The Global Capital Market:Benefactor or Menace?" *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No.6559, Cambridge,Mass.

UNCTAD, (1999), *TRADE AND DEVELOPMENT REPORT*, New York.

Woodal, P. (1995), "The World Economy: Financial Markets, A Survey",*The Economist*, (7 Ekim).

Yeldan, E. (1996), *Az Gelişmiş Ülkelere yönelik Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri Üzerine Gözlemler* , Bilkent Üniversitesi, Teksir.

Yeldan, E. (1995) "Türkiye'de Finansal Serbestleştirme Deneyimi" iç.95-96 *Petrol İş Yılığ*, s.203-219. İstanbul.

Yentürk, N. (1997), "Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler" *İktisat Dergisi*, Sayı:366-367, (Mayıs), s.55-64.