

**T.C.
BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE VE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI**

**TÜRKİYE'DE YAŞANAN FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDE
ULUSLARARASI BRÜT SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ**

DOKTORA TEZİ

**HAZIRLAYAN:
Gökhan GÖKSU**

**TEZ DANIŞMANI:
Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU**

Ankara-2015

KABUL VE ONAY SAYFASI

Gökhan GÖKSU tarafından hazırlanan “Türkiye’de Yaşanan Finansal Kriz Dönemlerinde Uluslararası Brüt Sermaye Hareketlerinin Analizi” adlı bu çalışma jürimizce Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Kabul (sınav) Tarihi: 21.04.2015

(Jüri Üyesinin Unvanı, Adı-Soyadı ve Kurumu):

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU
Tez Danışmanı Başkent Üniversitesi

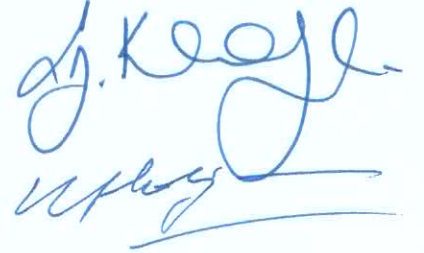
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN
Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Nermin ÖZGÜLBAŞ
Başkent Üniversitesi

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Adem ŞAHİN
TOBB Eko. ve Tek. Üniv.

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Fazıl GÖKGÖZ
Ankara Üniversitesi

İmzası



Onay

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../2015

Prof. Dr. Doğan TUNCER

Enstitü Müdürü

TEŐEKKÖR

Doktora programı süresince bana sağladığı bakış ağısı ve destekleri için tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU'na, bilgi dağarcığımın artmasında desteklerini unutmayacağım Sayın Prof. Dr. Orhan SEVİLENGÖL ile Sayın Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN'a ve doktora eğitimi boyunca değerli görüş ve katkılarından yararlandığım Sayın Prof. Dr. Adem ŞAHİN'e, sabır ve anlayıőlarından dolayı aileme teőekkürlerimi sunuyorum.

ÖZET

Bu araştırmanın temel amacı, Türkiye’de 1998-2013 yılları arasında yaşanan ekonomik krizlerde, ödemeler dengesi finans hesabında yer alan sermaye akımlarının hareketlerini tespit ederek, bu hareketlere neden olan makroekonomik ve finansal dinamikleri incelemektir.

Bu amaç doğrultusunda araştırmanın birinci bölümünde, küreselleşen dünyada finansal kriz kavramı ikinci bölümünde uluslararası sermaye akımları ve üçüncü bölümünde günümüz ekonomik konjonktüründe uluslararası sermaye akımlarının bölgesel hareketleri ve fonksiyonları teorik olarak incelenmiştir. Araştırmanın dördüncü bölümünde ise kriz ve sermaye arasındaki ilişkiyi konu alan teorik ve ampirik literatür taranarak araştırmanın yöntemi ve modelleri tanımlanmıştır.

Araştırma sonucuna göre kriz dönemlerinde sermaye hareketleri normal dönemlere göre farklılaşmakta, özellikle yabancı yatırımcılar yerli yatırımcılara göre kriz dönemlerinde farklı yönde hareket etmektedir. 1998 ve 1999 yıllarında yaşanan krizler öncesinde yoğun miktarda yabancı sermayenin ülkeye giriş yaptığı, 2001 yılında yaşanan krizden önce ülkeden ayrılan yabancı yatırımcıların aynı yıl yaşanan ikinci kriz sonrasında yoğun bir şekilde Türkiye’ye geri dönmeye başladığı tespit edilmiştir. 2007 yılı sonunda ABD’de başlayan küresel krizden önce ülkeye yoğun bir şekilde giriş yapan yabancı sermaye akımlarının, kriz zirvedeyken ülkemizden aynı yoğunlukta ayrılmaya başladığı; yerli sermayenin, yabancıların boşalttığı yatırım alanlarını doldurduğu tespit edilmiştir.

1998-2013 yılları arasında Türkiye’de toplam 12 adet finansal kriz yaşandığı tahmin edilmiş olup, incelenen dönemde 2002, 2003 ve 2004 yılları arasında geçen 27 aylık dönem ile 2005, 2006 ve 2007 yılları arasında yaklaşık 15 aylık dönemde kriz yaşanmadığı görülmüştür. Krizsiz geçen birinci dönemde ödemeler dengesi net hata noksan kalemindeki muazzam orandaki artışın; kriz tespit edilmeyen ikinci dönemde ise ülkeye portföy türü yatırımlardaki ani sıçramanın önemli ölçüde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Krizi açıklayan değişkenlerin (Borsa İstanbul 100 Endeksi, ekonomideki büyüme oranı, enflasyon oranı, reel faiz oranı, döviz kurları, döviz cinsinden para arzının gayri safi yurt içi hâsılaya oranı, döviz cinsinden para arzının Türk Lira’sına oranı, Rezervlerdeki değişimler, ihracatın ithalatı karşılama oranı ve Net hata noksan kalemi) hareketlerinin, EMP modeliyle tespit edilen kriz dönemlerinde (kriz öncesi, kriz zirvedeyken ve kriz sonrasında) farklılaştığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Krizler, Uluslararası Sermaye Hareketleri, Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesapları, Uluslararası Sermayenin Ayrıştırılması, EMP Modeli, ARDL Sınır Testi

ABSTRACT

The main aim of this research is to identify the capital flows which are a part of the movements of capital flows in the financial account of current account balance during the crisis in Turkey between 1998 and 2013, and to investigate macroeconomic and financial dynamics causing the movements.

With this purpose, in the first part of the research, the concept of financial crisis in globalizing world; in the second part, international capital flow; and in the third part, approaches of regional movement and functions of international capital flow in terms of modern-day economic conjuncture was investigated theoretically. In the fourth part of the research, the methods and models of the research were defined by reviewing the empirical and theoretical literature on the relationship between the crisis and capital.

According to research results, the capital flow changes during crisis times, especially foreign investors act differently than domestic investors during those times. It is confirmed that before the crises in 1998 and 1999, a huge amount of foreign capital entered the country, and foreign investors who left the country before the first crisis in 2001, started to come back to Turkey after the second crisis in the same year. Foreign capital flow which enters the country intensely before the global crisis which started in the USA at the end of 2007, left the country when the crisis peaked, and domestic capital which was abroad previously seized the investment areas which were left by foreign investors. .

Between 1998 and 2013, it is estimated that 12 financial crises were experienced in Turkey, and, it has been observed that no crises experienced between the 27-month-period during 2002, 2003, 2004 and 15-month-period during 2005, 2006, 2007. It is concluded that; the huge rise in net errors and omissions in the current account balance during the first period without crisis, and sudden leap in portfolio investments to the country in the second period in which crisis was not confirmed, were highly effective.

It is determined that the movements of variances which explain crisis (Borsa Istanbul 100 Index, Growth rate of economy, inflation rate, real interest rate, exchange rate, ratio of money supply in terms of exchange rate to GDP, ratio of money supply in terms of exchange rate to Turkish Lira, changes in the reserves, export import coverage ratio, Net errors and omissions) differ in crisis periods (before crisis, peak of crisis, after crisis) which was confirmed by EMP model.

Keywords: Financial Crises, International Capital Movements, Balance of Payments Capital and Finance Accounts, Separation of International Capital, EMP Model and ARDL Limit Test

İÇİNDEKİLER LİSTESİ

ÖZET	II
ABSTRACT	IV
İÇİNDEKİLER LİSTESİ	V
TABLolar LİSTESİ	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XII
KISALTMALAR DİZİNİ	XIII
GİRİŞ.....	1
1.1. KRİZ KAVRAMININ YAPISAL ANALİZİ	5
1.1.1. Ekonomik Krizlerin Tanımlanması	5
1.1.2. Krizlerin Temel Özellikleri	7
1.1.2.1. Krizin Aniden Ortaya Çıkması.....	7
1.1.2.2. Krizin Önceden Tahmin Edilememesi	7
1.1.2.3. Krizlerin Tehdit ve Yeni Fırsatlar Yaratması.....	8
1.1.2.4. Krizin Dönemselliği	8
1.1.3. Krizlerin Yayılma Etkisi.....	9
1.1.3.1. Döngüsel Yayılma (Spill-over)	9
1.1.3.2. Yalın Yayılma (Pure Contagion).....	10
1.1.3.3. Sürü Davranışıyla Yayılma	11
1.1.4. Krizlerin Nedenleri	12
1.2.KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI VE TÜRLERİ.....	15
1.2.1. Reel Sektör Krizleri	16
1.2.2. Finansal Krizler	18
1.2.2.1. Bankacılık Krizleri	19
1.2.2.2. Döviz Krizleri	20
1.2.2.3. Borsa Krizleri	21
1.2.2.4. Para Krizleri.....	22
1.2.2.5.Dış Borç Krizleri	22
1.2.3.Yayılma Bölgesine Göre Krizler	23
1.2.3.1. Ulusal Kriz.....	23
1.2.3.2. Bölgesel Kriz	24
1.2.3.3. Küresel Kriz.....	24

1.3. FİNANSAL KRİZ MODEL VE YAKLAŞIMLARI.....	25
1.3.1. Birinci Nesil Modeller (Kanonik Kriz Modeli).....	26
1.3.2. İkinci Nesil Modeller (Kendi Kendini Doğrulayan Kriz Modelleri).....	28
1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller.....	29
1.4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KRİZLER.....	31
1.4.1. 1998 Rusya Krizi.....	31
1.4.1.1. Krizin Nedenleri.....	32
1.4.1.2. Krizin Rusya Ekonomisine Yansımaları.....	33
1.4.1.3. Krizin Türkiye Ekonomisine Yansımaları.....	34
1.4.2. 2000 Yılı Kasım Krizi.....	35
1.4.2.1. 17 Ağustos 1999 Marmara Depremi.....	35
1.4.2.2. 2000 Yılı Kasım Krizi.....	37
1.4.3. Türkiye’de 2001 Yılı Krizleri: İkiz Kriz Dönemi.....	40
1.4.3.1. 2001 Yılı Krizlerinin Nedenleri.....	41
1.4.3.2. 2001 Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları.....	43
1.4.4. 2008 ABD Küresel Krizi.....	46
1.4.4.1. Küresel Krizin Nedenleri.....	47
1.4.4.2. Küresel Krizin ABD Ekonomisine Yansımaları.....	48
1.4.4.3. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Yansımaları.....	49
2.1. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI.....	52
2.1.1. Uluslararası Sermaye Akımları Kavramının Tanımı.....	52
2.1.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri.....	54
2.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar.....	55
2.1.2.2. Portföy Yatırımları.....	56
2.1.2.3. Kısa Vadeli Yatırımlar.....	59
2.1.2.4. Uzun Vadeli Yatırımlar.....	61
2.1.3. Uluslararası Sermaye Akımlarını Açıklayan Teori ve Yaklaşımlar.....	63
2.1.3.1. Modern Portföy Teorisi.....	63
2.1.3.2. Doğrudan Sermaye Akımı Teori ve Yaklaşımları.....	66
2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER.....	69
2.2.1. İtici (Push) Faktörler.....	71
2.2.1.1. Küresel ve Bölgesel Ticaret Anlaşmaları.....	71
2.2.1.2. Karlılığın Azalması ve Faiz Oranlarının Düşmesi.....	72

2.2.2. Çekici (Pull) Faktörler	72
2.2.2.1. Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Kalkması	73
2.2.2.2. Ulaşım ve Haberleşme Teknolojilerindeki Gelişmeler	74
2.2.2.3. Keşfedilmemiş Pazar ve İşgücü Maliyetindeki Düşüklük.....	74
2.2.2.4. Bütçe Açıklarının Azalması ve Vergi Oranlarının Düşmesi	75
2.2.2.5. Döviz Kuru Politikaları	75
2.2.2.6. Mali Teşvikler	76
2.2.2.7. Özelleştirme Uygulamaları.....	77
2.2.2.8. Makroekonomik İstikrar	77
2.2.2.9. Bürokrasinin Kalitesi ve Siyasal İstikrar	78
2.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkileri	79
2.3.1.1. Ekonomik Büyümeye Etkisi.....	79
2.3.1.2. Faiz Oranlarına Etkisi.....	81
2.3.1.3. Enflasyona Etkisi.....	81
2.3.1.4. Döviz Kurlarına ve Dış Ticarete Etkisi	82
2.3.1.5. Kamu Bütçe Dengesine Etkisi.....	83
2.3.1.6. Para Piyasasına Etkileri	84
BÖLÜM III. DÜNYADA ve TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİ.....	86
3.1. GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE	
FONKSİYONLARI.....	87
3.1.1. ABD Ekonomisi	88
3.1.2. Avrupa Birliği Ekonomisi	89
3.1.3. Japonya Ekonomisi.....	93
3.2. YÜKSELEN EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE	
FONKSİYONLARI.....	94
3.2.1. Çin	95
3.2.2. Hindistan.....	98
3.2.3. Brezilya.....	100
3.2.4. Rusya	102
3.2.5. Güney Afrika Cumhuriyeti.....	103
3.3. GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE	
FONKSİYONLARI.....	106
3.3.1. Endonezya	107

3.3.2. Malezya	109
3.3.3. Meksika	110
3.3.4. Arjantin.....	112
3.4. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİ ve FONKSİYONLARI.....	114
3.4.1. Türkiye’nin Ödemeler Dengesi Hesaplarında Sermaye Hareketleri	115
3.4.2. Cari Açığın Finansmanı Açısından Uluslararası Sermaye Hareketleri	119
3.4.3. Türkiye’deki Uluslararası Sermayenin Yatırım Pozisyonları	121
3.4.4. Doğrudan Yatırımların Seyri.....	124
3.4.5. Portföy Türü Yatırımların Seyri	127
3.4.6. Net Hata Noksan (NHN) Kalemindeki Değişimler.....	129
BÖLÜM IV. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ ve KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİNE YÖNELİK MODEL ÖNERİSİ	134
4.1. TEORİK LİTERATÜRÜN TARANMASI.....	134
4.1.1. Kriz Dönemlerinde Doğrudan Sermaye Hareketleri	136
4.1.2. Kriz Dönemlerinde Portföy Türü Sermaye Hareketleri	140
4.2. AMPİRİK LİTERATÜRÜN TARANMASI VE MODEL ÖNERİLERİ.....	143
4.2.1. Sermaye Hareketlerine İlişkin Literatür Taraması	144
4.2.2. Kriz Tahmini İçin Ampirik Literatür Taraması ve EMP Modeli Önerisi.....	151
4.2.2.1. Sinyal Yaklaşımına Dayalı Erken Uyarı Modelleri.....	151
4.2.2.2. İkili Lojistik Regresyon Modeli (İLR Modeli).....	155
4.2.2.3. Markov Rejim Değişimi Modeli (Markov Regime Switching-MRS).....	156
4.2.2.4. Multinomial Lojistik Regresyon Modeli (MLR).....	157
4.2.3. EMP İle Kriz Tahmin Modeli Önerisi.....	158
4.2.4. Model ve Analizlerde Kullanılan Değişkenler	161
4.2.5. Verinin Güvenilirlik Testleri	166
4.2.5.1. Birim Kök Testleri.....	167
4.2.5.2. ARDL Yöntemiyle Eşbütünlük ve Sınır Testi	168
4.2.5.2.1. F Testi Bulguları ve Yorumlanması.....	169
4.2.5.2.2. ARDL Sınır Testi ile LOGIT Analiz Bulguları ve Yorumlanması.....	170
4.2.5.2.3. Krizi Açıklayan Değişkenlerinin Kriz Dönemlerindeki Seyri.....	171
4.2.5.2.3.1. Borsa İstanbul Getirisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi.....	174
4.2.5.2.3.2. Büyüme ve GSYİH	174
4.2.5.2.3.3. Enflasyon Oranı.....	175

4.2.5.2.3.4. Faiz Oranları.....	175
4.2.5.2.3.5. Döviz Kurlarındaki Değişim	176
4.2.5.2.3.6. Döviz Cinsinden Para Arzının Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranı.....	176
4.2.5.2.3.7. Döviz Cinsinden Para Arzının Türk Lirasına Oranı.....	177
4.2.5.2.3.8. Yurt İçi Kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranı.....	177
4.2.5.2.3.9. Rezervlerdeki Değişimler.....	177
4.2.5.2.3.10. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı.....	178
4.2.5.2.3.11. Net Hata Noksan Değişkeni	178
BÖLÜM V. BULGULAR ve YORUMLANMASI	180
5.1. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ AYRIŞTIRILARAK ANALİZİ	180
5.1.1. Standart Metodolojiye Göre Net Sermaye Hareketleri.....	182
5.1.2. Varlık ve Yükümlülüklerdeki Değişimler	185
5.1.3. Brüt Sermaye Hareketlerinin Analizi	187
5.2. KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ.....	193
5.3. EMP MODELİ İLE TÜRKİYE’DE KRİZ DÖNEMLERİNİN TAHMİNİ.....	193
5.4. KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ.....	199
5.4.1. 1998 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	201
5.4.2. 1999 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	202
5.4.3. 2000 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	203
5.4.4. 2001 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	204
5.4.5. 2002-2003 Yıllarında Sermaye Hareketleri (Krizsiz Dönem 1).....	206
5.4.6. 2004 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	207
5.4.7. 2005 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	208
5.4.8. 2006 Yılında Sermaye Hareketleri (Krizsiz Dönem 2)	211
5.4.9. 2007 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	212
5.4.10. 2008-2009 Yıllarında Kriz ve Sermaye Hareketleri.....	213
5.4.11. 2010 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	214
5.4.12. 2011 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri	216
5.4.13. EMP Modeli ile Tespit Edilen Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri	218
SONUÇ ve ÖNERİLER	221
KAYNAKLAR	234
EKLER	258
Ek - 1.Türkiye’de Ödemeler Dengesi Hesapları 1984-2013 (CD İçinde).....	258

Ek - 2. Standart Metodolojiye Göre Türkiye’de Net Sermaye Hareketleri (CD İçinde)...	258
Ek - 3. Dörtlü Ayrıştırma ile Brüt Sermaye Hareketleri (GDP/FDI+Portfolio+Oth. Inv.)	258
Ek - 4. Dörtlü Ayrıştırma ile Brüt Sermaye Hareketleri Analizi Tamamlayıcı Bulgular..	259
Ek - 5. EMP Değişkenleri ve EMP Eşik Değerlerine Göre Kriz Dönemleri.....	259
Ek - 6. Krizi Tanımlayan ve Açıklayan Değişkenlerin ARDL Testi Bulguları	261
Ek - 7. ARDL Analizine Göre Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Hareketleri	261
Ek - 8. Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Birim Kök Testleri (CD İçinde)	262
Ek - 9. ADF, PP ve KPSS Testlerinin Sonuçları	262
Ek - 10. Pesaran (2001) ARDL F Testi İçin Kritik Değerleri Gösteren Tablolar	263
Ek - 11. Zaman Serileri: Durağan Olan Değişkenlerin F Testi Bulguları	264
Ek - 12. Pesaran Kritik Değerlerine Göre F-Testi Sonuçları.....	265
Ek - 13. ARDL Sınır Testi Modeli ve Özet Sonuçları.....	265
Ek - 14. Alternatif LOGIT Analiz Bulguları	266
Ek - 15. Lojistik Analiz Sonrası Değişkenlerin Ki-Kare Değerlerine göre Marjinal Etki Düzeyleri	267

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesapları (2007-2014)	122
Tablo 2. Türkiye'de Uluslararası Sermayenin Yatırım Pozisyonları (2007-2014)	123
Tablo 3. Doğrudan ve Portföy Yatırımlar ile NHN Karşılaştırılması (1998-2013)	131
Tablo 4. Sinyal Yaklaşımına Göre Kriz Göstergeleri ve Kritik Değerler	154
Tablo 5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Veri Kaynakları	162
Tablo 6. Krizin Belirleyenler ARDL Sonuçları.....	172

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Cari Açığın Finansmanında Sermaye Hareketlerinin Dağılımı (2007-2013)	119
Şekil 2. Cari Açığın Finansmanında Sermaye Hareketlerinin Dağılımı (2007-2014)	120
Şekil 3. Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finansman Hesapları (2008-2014)	121
Şekil 4. Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Seyri (2007-2014)	125
Şekil 5. Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yatırımların Küresel Dağılım	125
Şekil 6. Yurt Dışına Açılan Yerli Yatırımların Coğrafi Dağılım	126
Şekil 7. İkincil Piyasa Getiri Farkları ve Türkiye'nin Görelî Durumu	127
Şekil 8. Türlerine Göre Portföy Yatırımlarındaki Değişimler.....	128
Şekil 9. Bankalar Tarafından Yurt Dışında İhraç Edilen Menkul Değerlerin GSYİH’ye Oranı	129
Şekil 10. Türkiye Ödemeler Dengesi Hesaplarında Net Hata ve Noksan Kalemi	130
Şekil 11. Net Hata Noksan Kaleminin Toplam Döviz Gelirlerine Oranı (2007-2014).....	132
Şekil 11A: Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Kriz Dönemlerindeki Hareketleri	169
Şekil 12. Standart Metodolojiye Göre Net Sermaye Hareketleri	183
Şekil 13. Varlıklar (A) ve Yükümlülüklerdeki (L) Değişimler(1998-2013)	185
Şekil 14. Dörtlü Ayırıştırma Yöntemiyle Türkiye’de Sermaye Hareketleri (1998-2005)..	188
Şekil 15. Dörtlü Ayırıştırma Yöntemiyle Türkiye’de Sermaye Hareketleri (2006-2013)..	191
Şekil 16. EMP Kriz Tahmin Modelinde Yer Alan Temel Değişkenlerin Hareketleri	194
Şekil 17. EMP İle Tahmin Edilen Kriz Dönemleri	196
Şekil 18. Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri.....	200
Şekil 19. Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri.....	210

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIC	: Akaike Bilgi Kriteri
ARDL	: Otoregresif Dağıtılmış Gecikme
ASEAN	: Güneydoğu Asya Uluslar Birliği
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
BOJ	: Japonya Merkez Bankası
BRICS	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika Cumhuriyeti
ÇHC	: Çin Halk Cumhuriyeti
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Seneti
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
IIP	: Sanayi Üretimi Endeksi
IMF	: Uluslararası Para Fonu
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EMP	: Spekülatif Atak Modeli
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması
FED	: ABD Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
İLR	: İkili Lojistik Regresyon Modeli
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MLR	: Çok Terimli Lojistik Regresyon Modeli
MRS	: Markov Rejim Değişimi Modeli
NHN	: Net Hata Noksan
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
PMI	: İmalat Sanayi İndeksi
PPK	: Para Piyasası Kurulu
SBC	: Schwart Bayesian Kriteri
SSCB	: Sovyet Sosyalist Cumhuriyetler Birliği

TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	:	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
KOBİ	:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
UYP	:	Uluslararası Yatırım Pozisyonu
WB	:	Dünya Bankası
WTO	:	Dünya Ticaret Örgütü

GİRİŞ

Günümüzde pek çok gelişmekte olan ülke farklı türlerdeki uluslararası sermaye yatırımları açısından cazip birer çekim merkezi olarak görülmüş ve bu ülkelere yoğun bir şekilde uluslararası sermaye girişleri yaşanmaya başlamıştır (Rodrik ve Velasco, 1999).

Ulusal ekonomisini kalkındırmak ve büyütme isteyen pek çok gelişmekte olan ülke adeta birbirleriyle yarışarak ekonomilerini küresel yatırımlara açmıştır. Özellikle 90'lı yılların başında gelişmekte olan ekonomilere doğrudan yatırımlar ya da portföy yatırımları kanalıyla yapılan uluslararası yatırımların miktarı oldukça yükselmiştir.

Ancak 90'lı yılların başında, yükselen piyasalar olarak adlandırılan ve yabancı yatırımlar için çok cazip olanaklar sunan gelişmekte olan ülkelere, bir süre sonra finansal krizler meydana gelmeye başlamıştır. Meydana gelen finansal krizlerde, başta portföy yatırımları olmak üzere uluslararası sermaye akımları yeniden hareketlenerek, yükselen piyasaları terk etmeye başlamıştır.

Uluslararası sermaye akımlarının yükselen ekonomi olarak adlandırdıkları ekonomileri terk etmesiyle birlikte, söz konusu ülkelerin uluslararası döviz rezervleri tehlikeli seviyelere gerilemiş, bütçe ve ödemeler dengesi sarsılmış ve yaşanan finansal krizler daha da derinleşmiştir. Böylece kriz dönemlerinde gelişmekte olan ülkelerin gerek ödemeler dengesi, gerekse döviz rezervleri ve tüm finansal piyasaları, uluslararası sermaye akımlarının oynaklığından oldukça olumsuz yönde etkilenmiştir (Sönmez, 2003; Chinn ve Ito 2006; Murphy vd., 1989; Prasad vd., 2003).

Finansal ve ekonomik alanlarda krizler yaşanırken, uluslararası sermaye akımlarının hareketlerini inceleyen araştırmalar adeta evrimleşen bir çizgide değişerek çoğalmaya başlamıştır. Örneğin uluslararası sermaye akımlarının hareketlerini inceleyen ilk araştırmalar, bu tür yabancı yatırımların ekonomik büyüme ve kalkınmaya etkisi üzerine yoğunlaşırken, yaşanan gelişmelere paralel olarak yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkelere giriş-çıkış yapmasının bir kriz nedeni olup olmadığına bakılmaya başlanmıştır.

Son dönemde kriz-sermaye ilişkisini inceleyen araştırmalar yeniden gözden geçirilmiş olup, modifiye edilmiştir. Özellikle kriz dönemlerinde uluslararası sermaye akışları ampirik modellerle analiz edilirken yıl içinde ekonomide yaşanan net sermaye hareketlerine değil, ekonomilerin ödemeler dengesi kalemlerinde yer alan, brüt sermaye kalemlerinin ekonomiye giriş ve çıkışlarına odaklanmanın daha doğru olacağı ifade

edilmeye başlanmıştır (Boratav, 2009; Janus ve Riera, 2010). Bu kapsamda yapılan araştırmaların yer aldığı literatürde kriz dönemlerinde sermaye akımlarının hareketlerinin tam olarak öngörülebilmesi için, bir ülkenin ödemeler dengesi içinde yer alan kalemlere göre brüt sermayenin öncelikle bileşenlerine ayrıştırılması, ardından her bir sermaye kaleminin kriz dönemlerindeki hareketlerinin karşılaştırılması olarak analiz edilmesi önerilmektedir.¹ (Boratav, 2009; Janus ve Riera, 2010). Ayrıca bu tarz araştırmalarda, kriz öncesi, kriz anında ve kriz sonrası periyotlarda brüt sermaye hareketlerinin ödemeler dengesinde yer alan bileşenlerine veya türlerine göre ayrıştırılarak analiz edilmesi sayesinde, kriz dönemlerinde uluslararası sermaye hareketlerini anlama konusunda daha gerçekçi sonuçlara ulaşılmıştır (Boratav, 2002-2009; Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Cowan vd., 2008; Janus ve Riera, 2010; Rothenberg ve Warnock 2011; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2013).

Sonuç olarak yapılacak bu tez çalışmasında, Türkiye’de yaşanan toplam 6 finansal kriz döneminde (1998-2013 yılları arasında) ödemeler dengesi kalemlerine göre brüt sermaye akımlarının hareketleri; yükümlülüklerden ve varlıklardan özel çıkışlar ile yükümlülükler ve varlıklara özel girişler ayrı ayrı analiz edilerek incelenecektir.

Araştırmanın temel amacı; Türkiye’de 1998-2013 döneminde yaşanan küresel ve ulusal krizlerde uluslararası brüt sermaye akımlarının hareketlerini ve bu hareketlere neden olan temel değişkenleri tespit etmektir.

Araştırmanın birinci bölümünde, günümüzde “kriz” olgusu tüm yönleriyle analiz edilecektir. Bu anlamda ilk olarak finansal ve ekonomik kriz kavramları tanımlandıktan sonra, krizlerin türleri, modelleri ve krizleri açıklamaya çalışan belli başlı teoriler incelenecektir. Ayrıca bu bölümün sonunda araştırmanın baz aldığı 1998-2013 yılları arasında Türkiye’de yaşanan finansal krizler kısaca incelenecektir.

¹ Söz konusu yöntem, **Janus and Riera, (2010), International Gross Capital Flows: New Uses of Balance of Payments Data and Application to Financial Crises**” araştırmasında başarılı bir şekilde kullanılmıştır. Araştırma sonucunda Güney Kore’de, 1997’de, Endonezya’da, 1994’te, Meksika’da, 2002’de, Arjantin’de ve 2008-2009’daki ABD ve Birleşik Krallık’ta ortaya çıkan ekonomik krizler esnasında brüt sermaye akımlarının hareketleri net sermaye giriş-çıkışlarına değil, söz konusu ekonomilerin ödemeler dengesi içinde yer alan brüt sermaye kalemlerindeki, giriş ve çıkışlarına göre incelenmiş ve daha doğru sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin standart metodoloji Endonezya, Meksika ve Güney Kore’deki krizlerin büyük ölçüde yabancı sermaye girişleri sonucu ortaya çıktığına işaret etmiştir. Daha doğru olan metodumuz bu krizlerin temelde yabancı yatırımsızlığına bağlı olarak ortaya çıktığını göstermektedir. Yine kriz esnasında Güney Kore’de yerli sermaye geri dönüşü ile birlikte büyük ölçüde yerli sermaye çıkışının olduğu da anlaşılmıştır. Benzer şekilde 2008-9 küresel krizi döneminde ABD ve İngiltere’ye de büyük oranlarda yerli sermayenin geri dönüşlerinin olduğunu tespit edilmiştir. Bkz: Janus and Riera, 2010).

İkinci bölümde, uluslararası sermaye akımları mercek altına alınarak, sermaye hareketlerine neden olan temel dinamikler, sermaye türleri, kapsamı teorik olarak incelenecektir.

Üçüncü bölümde, günümüz ekonomik konjonktürde gelişmiş ülkelerden çıkarak küresel düzeyde dolaşıma giren, öncelikle yükselen ekonomilere sonrasında ise gelişmekte olan ekonomilere yönelen uluslararası sermaye akımlarının bölgesel dağılım ve hareketleri incelenmiştir. Bu bölümde Türkiye ödemeler dengesi finans hesabı kalemlerine ilişkin veri sistematigi açıklandıktan sonra uluslararası sermaye akımlarının 1998-2013 yılları arasındaki hareketleri tablo ve grafikler eşliğinde incelenmiştir.

Araştırmanın dördüncü bölümünde, brüt sermaye hareketleriyle kriz dönemleri arasındaki ilişkiler incelenerek, konuyla ilgili teorik ve ampirik literatürde yer alan önceki araştırmaların sonuçları ve yöntemleri tartışılacaktır. Bu bölümde ayrıca kriz dönemlerinde brüt sermaye hareketlerini tahmin etmek amacıyla önerilecek model kapsamında, yapılması planlanan analiz yöntemleri ve testler açıklanacaktır.

Araştırmanın beşinci ve son bölümünde, yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular, betimsel tablo ve grafikler yardımıyla sunulacak yorumlanacaktır. Böylece kriz dönemlerinde brüt sermaye hareketleri ve bu hareketlere neden olan temel dinamiklerle ilgili nicel testlerle doğrulanmış, bilimsel geçerliliği olan sonuçlara ulaşılması planlanmaktadır.

BÖLÜM I.

FİNANSAL KRİZ KAVRAMI ve KRİZ YAKLAŞIMLARI

Günümüzde ortaya çıktığı andan itibaren finansal ve ekonomik açıdan tüm piyasalarda olumsuz etkilerini doğrudan ve dolaylı bir şekilde gösteren krizler, genelde tüm dünya ekonomilerinde, özelde ise Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde en önemli iktisadi sorunların başında gelmektedir.

İçinde bulunduğumuz 21. yüzyılda finansal krizlerin yaşanmasının pek çok nedeni bulunmaktadır. Krizler türlerine göre dışsal ekonomik faktörlerden kaynaklandığı gibi bazen de kriz yaşanan ekonominin makroekonomik iç faktörlerinden kaynaklanması mümkündür (Candelon vd., 2010).

Öte yandan son yıllarda dünya genelinde uluslararası ticaret işlemleri ve finansal liberalleşme süreçlerindeki genişlemeyle birlikte küresel sermaye akımlarının hareketleri artmıştır. Buna karşılık aynı dönemde krizlerin sıklıkla patlak vermeye başlaması ekonomistleri kriz-sermaye akımları ilişkisini araştırmaya yöneltmiştir (Frankel ve Rose, 1996; Kaminsky vd. 1998; Berg ve Pattillo, 1999; Kaminsky ve Reinhart, 1999; Abiad, 2008; Bussiere ve Fratzscher 2006).

Bu noktada ilk akla gelen, her geçen gün dinamikleşen sermaye akımlarının yaşanan krizlere etkisinin olup olmadığıdır. Bu bağlamda kriz ve sermaye hareketleri arasındaki neden - sonuç ilişkileri ekonomi ve finans literatüründe çok tartışılan ve üzerinde araştırma yapılan bir konu haline gelmiştir (Berg ve Pattilo, 1999).

Kriz-sermaye akımları ilişkisine geçmeden önce teorik düzeyde günümüzde yaşanan finansal ve ekonomik krizlerden örnekler vererek bu olgunun yapısal analizini yapmak yerinde olacaktır (Bussiere ve Fratzscher 2006).

Araştırmanın bu bölümünde günümüzde “kriz” olgusu tüm yönleriyle teorik olarak incelenmeye çalışılacaktır. Bu çerçevede aşağıdaki başlıklar altında ilk olarak finansal ve ekonomik kriz kavramları tanımlandıktan sonra, krizlerin türleri, modelleri ve krizleri açıklamaya çalışan belli başlı teori ve yaklaşımlar ele alınacaktır.

1.1. KRİZ KAVRAMININ YAPISAL ANALİZİ

Ekonomik hayatın çeşitli alanlarında gerilimi ifade eden kriz kavramı, küreselleşmenin yoğunlaştığı, neo-liberal ekonomi politikalarının dünyayı bir ağ gibi sarmaladığı 90'lı yılların başından itibaren tüm dünya ekonomilerinde etkilerini göstermeye başlamıştır (Karoçer ve Alptekin, 2006).

Bu yüzden ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülkeler olsun, dünyanın genelinde krizi önceden algılama, kriz dönemlerinde ülkeden kaçan sermayenin boşluğunu doldurma ve bu çıkışın neden olabileceği makro ve mikro ekonomik düzeydeki hasarları telafi etmeye yönelik model ve stratejiler geliştirilmeye çalışılmıştır (Candelon vd., 2010).

Kimi yatırımcılara göre fırsat, kimine göre ise iflas anlamına gelen kriz dönemlerinde doğru stratejinin ve tedbirlerin alınması için ekonomi ve finans literatüründe geliştirilen kriz model ve yaklaşımlarıyla gelecekte aynı sıkıntıların yaşanmaması için deneyim ve dersler çıkartılmaya çalışılmıştır (Frankel ve Rose, 1996; Kaminsky vd. 1998; Berg ve Pattillo, 1999; Kaminsky ve Reinhart, 1999; Abiad, 2008; Bussiere ve Fratzscher 2006; Kaminsky, 2006).

Bu temel hedef doğrultusunda yapılan kriz araştırmaları ve yaklaşımları, bu konuyla ilgili literatürü zenginleştirmiş ve ekonomistlerin kriz başlığı altında çok sayıda ampirik ve teorik araştırma yapmasının yolunu açmıştır. Bu araştırmanın hedefleri açısından öncelikle aşağıdaki başlıklar bağlamında finans ve ekonomi alanında kriz kavramının incelenerek, kriz olgusu tüm yönleriyle mercek altına alınmaya çalışılacaktır.

1.1.1. Ekonomik Krizlerin Tanımlanması

Dilimizde kriz kavramı bir sistemin tamamının ya da bir bölümünün işlevinde aksaklıklar oluşması süreçlerini ifade ettiği için bu kavram en geniş anlamda, “*dengeğin bozulması hali*” olarak tanımlanmaktadır. Çünkü bir ekonomik kriz anında ülkedeki ekonomik faaliyetler sekteye uğramakta ve fon arz edenler ile talep edenler sağlıklı şekilde karşı karşıya gelememekte ve doğal olarak fon aktarımı sağlanamamaktadır.

Öte yandan literatür incelendiğinde kriz kavramının birçok bilim dalında yaygın olarak kullanılan bir kavram olduğu ve her bilim dalının kendi alanına göre bu kavramı tanımlamaya çalıştığı görülmektedir:

Örneğin işletme bilimciler, önceden belli olmayan, aniden ortaya çıkan ve çıktığı ortamda derin değişikliklere neden olan bu olguyu; “*Uygun şekilde çalışmayan, düzenleme ve yapılandırmayı gerekli kılan istikrarsız bir durum*” (Tutar, 2004:13); “*Öngörülemeyen bazı gelişmelerin makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarması*” olarak tanımlamaktadır (Aktan ve Şen 2002:2).

Ekonomistler krizi, “enflasyon”, “resesyon”, “deflasyon” veyahut “durgunluk” kavramlarıyla eş anlamlı olarak tanımlanmakta ve kullanılmaktadır (Engin, 2007:36). Bir başka tanıma göre ise ekonomik anlamda kriz, “*mevcut makroekonomik dengeleri bozarak ekonominin mikro birimlerinde zararlara neden olan bir olay*” olarak tanımlanmaktadır (Frankel ve Rose, 1996).

Finansal literatürde kriz, “*Herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya finans piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar*” şeklinde ifade edilmektedir” (Kibritçioğlu, 2001:175).

Bu yüzden literatürde krizler temelde “reel sektör krizleri” ve “finansal krizler” olarak ikiye ayrılarak tanımlanmaktadır: Bu anlamda finansal kriz, “*verimli yatırım olanaklarına sahip finansal piyasaların ahlaki tehlike ve ters seçim problemlerinin gittikçe kötüleşmesi nedenleriyle, fonları etkili biçimde kanalize edememesi sonucu ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulma*” olarak tanımlanmaktadır (Eğilmez, 2009:44). Reel sektör krizi ise, “*mal, hizmet ve iş gücü piyasalarındaki miktarlarda, yeni üretimde veya istihdamda ciddi daralmalar*” şeklinde ifade edilebilmektedir (Üşür, 2011:39).

Görüldüğü üzere krizin literatürde kabul gören tek bir anlamı ifade eden tanımından söz etmek mümkün değildir (Eğilmez, 2009:48). Ancak tüm tanımlamalar incelendikten sonra, kriz tanımlarının ortak özelliklerinden ve tezin hedeflerinden hareketle bir kriz tanımlaması yapmak mümkündür.

Bu tez çalışmasında kriz kavramı, finansal piyasalarda görülen belirsizlikler, yerli paranın diğer para birimlerine göre ani değer kaybetmesi veya sermaye girişlerindeki ani düşüşlerin yaşandığı dönemler olarak tanımlanacaktır (Frankel ve Rose, 1996; Kaminsky vd. 1998; Berg ve Pattillo, 1999; Kaminsky ve Reinhart, 1999; Abiad, 2008; Bussiere ve Fratzscher 2006).

Ayrıca araştırmanın bağımlı değişkeni olarak ekonometrik analiz modelinde esas alınan kriz tanımlaması, “Paraya yönelik atakların paranın ani bir değer kaybına,

uluslararası rezervlerde önemli bir azalmaya veya ikisinin de birlikte olumsuz görünümüne yol açan negatif durum olarak” belirlenmiştir (Kaminsky vd., 1998:11).

1.1.2. Krizlerin Temel Özellikleri

Literatürde yapılan kriz tanımlarına göre krizlerin ortak özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

1.1.2.1. Krizin Aniden Ortaya Çıkması

Krizin en önemli özelliklerinden birisi bir anda ortaya çıkmasıdır. Kriz tanımlanırken, “aniden” ve “beklenmedik bir anda” ortaya çıkan olumsuz bir durumdan bahsedilmesi gerekmektedir.

Daha açık bir ifadeyle normal zamanda ortaya çıkan bir problemi kriz olarak nitelendirmek yanlış olacaktır. Örneğin Türkiye’de 1980’li yıllarda yaşanan ve %100’lere ulaşan kronik enflasyon dönemleri bir kriz dönemi değildir (Aktan ve Şen, 2001: 1225). Aniden “hiper-enflasyonun” ortaya çıkması, fiyat artışlarının %1000’lere ulaşması bir kriz göstergesi olarak algılanmaktadır.

1.1.2.2. Krizin Önceden Tahmin Edilememesi

Ortaya çıkma zamanının tahmin edilemez olması, krizin en belirgin ve önemli özelliğidir. Nitekim finansal kriz konusunda şu görüş genel kabul görür; “*krizin ortamı ve göstergeleri vardır, ama krizin kesin olarak olacağını söylemek ve krizin zamanını öngörmek mümkün değildir.*” (Uygur, 2001).

Benzer bir ifadeyle Dornbusch, “*Kriz ancak patladığında görülür, zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman olacağı öngörülebilsen, gerekli önlemler alınır, kriz önlenir ve böylece kriz olmazdı.*” Her iki ifadenin de işaret ettiği üzere krizin bizzat varlığı bu sorunun öngörülememesinden kaynaklanmaktadır.

Bu özellik krizin tanımlanmasında yer alan en önemli unsur olması nedeniyle krizler depreme benzetilmektedir. Çünkü deprem ortaya çıkmadan önce olabileceğine yönelik sinyaller değerlendirilerek öngörülebilir bulunulabilmekle birlikte, depremin ne zaman ve nerede meydana geleceği tam olarak kestirilememektedir (Krugman, 1979).

Aynı şekilde krizlerde belli değişkenlere ve faktörlere bakılarak öngörölmekle birlikte, krizin aniden çıkma ve önceden tahmin edilememe özelliği nedenleriyle kesin olarak krizin tarihi öngörölememektedir. Adeta bardağı taşıran son damlayla birlikte yaşınamaya başılayan krizin doğasında belirsizlik yatmaktadır.

1.1.2.3. Krizlerin Tehdit ve Yeni Fırsatlar Yaratması

Kişı ve kuruluşlar için oluşturduğu tehlike ve tehdit durumunun yanı sıra kriz, aynı zamanda yeni fırsatlar da oluşturmaktadır. Bu özelliği nedeniyle, kriz kavramına sadece olumsuz bir durum olarak bakılması doğru değildir.

Krizler herkes için (tüm sermaye sahipleri, piyasalar, ölkeler ve ekonomiler için) olumsuzluk yaratmaz; kişiler, sermaye sahipleri, girişimciler veya organizasyonlar bu dönemi iyi analiz edebildiklerinde kriz dönemini bir fırsat dönemine dönüştürebilmektedirler (Tüz, 2010:9). Nitekim küresel ölçekli bir krizde yabancı yatırımcılar ölkeyi terk ederken, yerli sermaye onların boşalttıkları yatırım alanlarını çok daha ucuza doldurabilmektedir (Riera, 2009).

Ayrıca finansal krizlerdeki baskı ve gerginlik de bir anlamda krizin neden olduğu tehditlerden ve risklerden kaynaklanmaktadır. Bu tehditler ve riskler ise görecelidir. Yine deprem örneğinden hareket edecek olursak, depremde can ve mal kaybı yaşıyanlar olduğu gibi, özellikle inşaat sektöründeki işletmelerin ve yatırımcıların bu dönemi çok büyük bir fırsata dönüştürmeleri pek muhtemeldir.

1.1.2.4. Krizin Dönemselliği

Krizler, kısa ya da uzun süreli olsa da belirli bir zaman dilimi için söz konusu olduğu unutulmamalıdır. Organizasyon tarafından krize karşı alınan önlemler, bu önlemlerin zamanlaması ve uygulanması ise, krizin organizasyona etkisinin süresini belirlemektedir (Yıldırım, 2006:111).

Diğer bir ifadeyle krizler sürekli devam eden bir olgu özelliği taşımamaktadır. Dolayısıyla literatürde yapılan kriz araştırmalarında baz alınacak dönemler incelenirken, kriz öncesi, kriz esnası ve kriz sonrası dönemler şeklinde tasnifler yapıldığı görölmektedir.

Bunun en önemli nedeni krize neden olan değişkenleri ve açıklayıcı faktörleri olağan koşulları içinde doğru şekilde analiz edebilmektir.

Bu yüzden krizlerin dönemsel olduğu, belli sürelerde etkisinin olduğu, normal dönemlerde krizin etkisinden arındırılmış analizlerle değerlendirmelerin yapılması gerektiğinin altı çizilmelidir.

1.1.3. Krizlerin Yayılma Etkisi

Aslında krizlerin yayılma etkisi krizlerin ekonomik ve finansal açıdan ele alınması gereken en önemli yapısal özelliğidir. Araştırma kapsamında bu temel özelliğın ayrı başlık altında incelenmesine gerek duyulmuştur.

Çünkü günümüzde bir bölgede ortaya çıkan krizin diğer bölgelere kısa zaman içerisinde yayıldığı veya gelişmiş ülkelerdeki birtakım ekonomik politika değişikliklerinin gelişmekte olan ülkelerde krizlere ve dolayısıyla sermaye çıkışına sebep olduğu görülmektedir (Bastı, 2006: 18).

Diğer bir ifadeyle krizler, tıpkı domino taşına benzer özellik göstermekte ve bir bulaşıcı hastalık gibi sirayet etkisiyle önleyici tedbirler alınmadığı müddetçe yayılmaya devam etmektedir. Örneğın 1994 Meksika krizi “Tekila” olarak da ifade edebileceğimiz yayılma etkisiyle kısa sürede Güneydoğu Asya ülkeleri Tayland, Güney Kore, Japonya, Filipinler ve dünyanın birçok yerine hızlı bir şekilde yayılmıştır (Şimşek, 2007: 105-107).

Bu yüzden literatürde krizlerin bir ülkeden başka bir ülkeye bulaşması/sıçraması (Contagion) olayını açıklamaya çalışan pek çok model geliştirilmiştir. Bunlardan bazıları aşağıdaki başlıklar altında kısaca tanımlanmaktadır.

1.1.3.1. Döngüsel Yayılma (Spill-over)

Ekonomik ilişkileri olan iki ülkeden birinde yaşanan bir devalüasyon, diğer ülkede önce ticari rekabetin azalmasına, sonrasında ise ilgili ülkede dış ticaretin azalmasına ve rezervlerin tükenmesine sebep olmaktadır (Sayım, 2004:266).

Diğer bir ifadeyle aralarında yoğun ticari ilişki bulunan iki veya daha fazla ülkenin herhangi birinde meydana gelen bir krizin diğerine yayılması döngüsel yayılmaya en güzel örnektir. Örneğın dış ticarete birbirlerine rakip durumda olan iki ülkeden birisi

devalüasyon yaptığında, otomatikman diğer ülkenin mallarının talebini olumsuz etkilemiş olacaktır (Kaminsky vd, 1998:6).

Bu yüzden direkt veya dolaylı olarak bir ülkenin diğer ülkeyle ticari bir ilişkisinin bulunması, bir ülkede yaşanan devalüasyonun diğer ülkede rekabet şansı azaldığı için ücret artışlarına ve üretim azalmasına yol açması kaçınılmaz olacaktır. Bu da diğer ülkede üretimin azalmasına, para talebinin azalmasına ve piyasadaki para arzının artmasına sebep olacak ve nihayet yatırımcı fazla para arzını dövize çevirmek isteyince krize davetiye çıkarılmış olacaktır (Bastı, 2006:18).

Birbirini tetikleyen bu ilişkiler ve olaylar aynı yönde devam ettikçe bir ülkede yaşanan kriz o ülkeyle ticari ve ekonomik ilişkisi olan diğer ülkelere de yayılacaktır (Krugman, 1998). Nitekim 1998 yılında Rusya ekonomisinde yaşanan ekonomik resesyon sonucunda alınan tedbirler, krizin başladığı yıla kadar çok büyük bir oranda devam eden bavlul ticaretinin kotalarla sınırlandırılmasına ve neredeyse durmasına neden olmuştur (Sayım, 2004).

Bunun sonucunda Rusya ekonomisinin ihtiyaç duyduğu sermayenin dışarıya çıkması engellenmiş, ancak Türkiye'nin bu ülkeye yönelik dış ticaretinde meydana gelen kısmi azalma krizin Türkiye'ye sıçramasına neden olmuştur.

1.1.3.2. Yalın Yayılma (Pure Contagion)

Bir ülkedeki kriz diğer bir ülkenin ekonomik verileri üzerinde herhangi bir olumsuz etki yaratmamış olabilir (Sachs, 1998). Dolayısıyla ekonomik göstergelerde bir olumsuzluk olmasa bile ticari ilişkileri olan ülkelerin birinde başlayan krizler, o ülkedeki yatırımcıların olumsuz varsayımlar içine girmelerine neden olabilmektedir. Bu durum literatürde yalın bulaşma (Pure Contagion) olarak ifade edilmektedir (Cooper, 1999:21).

Bir başka yalın bulaşma şekli de şudur: Bir ülkede başlayan bir olumsuzluktan dolayı yatırımcıların, buradaki yatırım fonlarını değil de, daha iyi durumdaki başka bir ülkede bulunan yatırım fonlarını elden çıkartma endişesi içine girmeleri ve bu yönde pozisyon almaları sağlam durumdaki ülke ekonomisinin krize girmesine neden olabilecektir (Cooper, 1999:22).

Bu tür yayılma üç farklı şekilde gerçekleşmektedir: Birincisi, gelişmiş ülkelerin uygulamış olduğu ekonomik politikaların gelişmekte olan ülkelere krize neden olması

şeklindedir (Bastı, 2006:23). Burada krizin başlangıç noktası gelişmiş ülkelerdir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin dışa açık olması, dış borçlarının yüksek olması, bankacılık sektörünün sağlam temeller üzerine oturtulmamış olması bulaşmayı hızlandıran temel etkenlerdir. Örneğin 2008 yılında yaşanan ABD Mortgage Küresel Krizi kısa sürede başta Avrupa ülkelerine sıçrayarak tüm gelişmekte olan ekonomilerde çıkan sermaye akımları nedeniyle varlığını hissettirmiştir (Birinci, 2010).

İkinci türü ise gelişmekte olan bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemesi ki, bu krizde ülkelerin finansal açıdan birbirlerine yakın politikalar takip etmeleri temel etkindir (Sachs, 1998).

Üçüncüsü ise, beklentilerin olumsuz olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin bir ülkede IMF tarafından standart politikalara göre önerilen ya da uygulanan ekonomik programın olumsuz sonuçlara neden olması, diğer ülkelerde de olumsuzluk yaşanacağı fikrine sebep olur ve buna göre yapılandırılan ekonomi politikaları piyasaları krize sokabilmektedir (Krugman, 1998; Sachs, 1998).

Bu kapsamda IMF'nin 1994 yılından sonra Türkiye, Brezilya ve Meksika'da önerdiği ve uyguladığı ekonomi politikalarının, adı geçen ülkelerde birkaç yıl arayla benzer krizlere neden olması örnek olarak gösterilebilir (Sachs, 1998).

1.1.3.3. Sürü Davranışıyla Yayılma

Krizin sürü davranışıyla yayılması olayı, yatırımcıların yatırımlarını yönlendirirken nicel ve finansal rasyolara dayanan makroekonomik göstergeler yerine daha çok duyumdan ya da tavsiyeden kaynaklanan piyasa bilgileriyle hareket etmeleri sonucunda ortaya çıkmaktadır (Sayım, 2004).

Özellikle portföy piyasalarında ürünlerin çeşitlenmesi, sıcak paraya piyasalarda duyulan ihtiyaç ve ülkeler arasında sermaye akımını cezbedebilmek adına finansal piyasalardaki kontrollerin tamamen ortadan kalkmaya başlaması gibi nedenlerle son yıllarda spekülasyon ataklarının yaygınlaşmasına neden olmuştur (Çeviş, 2005:46).

Spekülasyon ataklarla bir anda girdiği ülkeden çıkan büyük sermaye akımlarının hareketleri finans piyasalarında hızlı bir şekilde hareketlenmeye neden olmakta, bu durumda sürü psikolojisiyle hareket eden özellikle küçük sermaye sahipleri, gerçek bilgiye dayanmayan nedenlerle yatırımlarını kaçırmaya çalışmaktadır (Karaçor ve Alptekin 2006).

Öte yandan literatürde sürü psikolojisinin ortaya çıkışına iki neden gösterilmektedir: Bunlardan ilki olan “Bandwagon etkisi” (bandwagon effect), bazı yatırımcıların sergilemiş olduğu hareketleri diğer yatırımcıların da takip etmesi olayıdır (Frankel ve Rose, 1996). İkincisi ise, kriz olasılığının yüksek olduğu ülkelerde kurumsal yatırımcıların davranışlarından kaynaklanmaktadır.

Genellikle uluslararası fonlar yatırımcıların paralarını yönlendirmekte ve bu fonlar birbirleriyle getirileri neticesinde karşılaştırılmaktadırlar. Bir piyasada olumsuzluğun sezilmesi fonların getirilerinin düşeceği anlamına geleceğinden yatırımcılar hemen bu piyasadaki fonlarını satma yönünde davranacaklardır (Aslantaş ve Odyakmaz, 1998:19).

Buna ek olarak finansal piyasalardan ani fon çıkışları da krizin dalga dalga yayılması etkisini gösterecektir (Prasad vd., 2003). Bununla birlikte son yıllarda yaşanan mağduriyetler, finansal yatırımcıları daha uyanık olmaya sevk etmiş, özellikle yabancı yatırımcıların çekilerek boşalttıkları alanları, yerleşik sermaye akımları doldurmaya başlamıştır (Janus ve Riera, 2010:4).

Dolayısıyla krizi fırsata dönüştüren bu tür yatırımlar, krizin sürü etkisiyle derinleşmesini önlediği gibi aynı zamanda sermaye hareketlerinin farklı türlere göre hareket etmesinin mümkün olduğunu göstermiştir.

1.1.4. Krizlerin Nedenleri

Genel olarak ekonomik krizlerin önde gelen sebepleri üretimdeki hızlı daralmalar, fiyatlar genel seviyesinin ani düşüşü, işsizlik oranlarındaki ani artışlar, iflaslar, gerileyen ücretler, borsanın çökmesi ve spekülatif hareketlerdir (Kindleberger, 2007:27).

Bir ülkede meydana gelecek doğal afetler de (1999 Marmara depremi gibi) bir ekonomik krizin sebebi olabilir. Bu çerçevede siyasal, ekonomik, ekolojik, teknolojik alanlarda yaşanan hızlı değişimler de birer kriz sebebi olarak görülmektedir (Duman, 2004:40).

Literatürde kriz türlerine göre değişen kriz nedenleri sıralanmakla birlikte ekonomik anlamda bir krize neden olan faktörler; yanlış uygulanan makroekonomik politikalar, finansal yapının zayıflığı, döviz kuru ve sisteminin belirlenmesindeki yanlışlıklar, dışsal makroekonomik koşullar, düzenleme ve denetimle alakalı politikalar ile kriz öncesi hakim olan iyimser hava neticesinde spekülatif akımların artması şeklinde sıralanmaktadır (Mishkin, 2001; Kindleberger, 2007:22).

Krugman (1979) mali açığın finanse edilmesi amacıyla, parasını sabit kur sisteminde korumaya çalışan hükümetler tarafından idare edilen ülkelerde, resmi rezervlerin tükenmesi ya da azalmasının krize yol açacağını ileri sürmüştür (Krugman, 1979:311). Daha açık bir ifadeyle Krugman, krizin kaynağı olarak sabit kur sistemini gösterirken bu sistemin, mali ve parasal genişleme gibi değişkenlerin rezerv kayıplarına yol açacak bir parite ile ekonomide kuru yükseltme baskısı yaptığı için, ödemeler bilançosu krizine neden olduğunu vurgulamıştır (Kaminsky vd., 1998: 3-4).

Ayrıca Krugman'ın kriz yaklaşımından sonra yapılan kriz araştırmaları da kurun sabitlenmesinin spekülasyon atakları harekete geçirdiği konusunda literatürde genel bir görüşe ulaşılmıştır (Obstfeld, 1996:1038; Calvo vd., 1995: 98-99). Krugman'ın daha sonra geliştirdiği yeni yaklaşımına göre, krizlerin merkez bankalarının döviz yükümlülüklerinin çökmesiyle ortaya çıkmadığı, bunun yerine krizlerin, yurt içi kredilerine spekülasyon hücumlarının başlamasıyla birlikte, yatırımcıların ellerindeki varlıkları merkez bankasına satmaları sonucu, merkez bankasının ulusal varlıklarında ani bir artışla krizlerin oluştuğu ileri sürülmüştür (Kumhof, 2000: 195-197).

Kindelberger (1978)'e göre finansal krizler özelde finansal yapıdaki olumsuzlukların yansımaları ifade ederken, ekonomik krizler genel anlamda üretimde geçici fakat büyük ölçekli düşüşler, gelirden azalışlar ve işsizlikte artışlar ile ifade edilmektedir (Dooley, 2000). Bu kapsamda krize yol açan etkenler olarak yüksek borç seviyesi, likidite sorunu, siyasal belirsizlik ve mali yanılma ya da kurun aşırı değeri ve uluslararası sermaye piyasalarıyla sıkı bağlantılar gibi faktörler kriz nedenleri olarak sayılmaktadır (Berg ve Pattilo, 1999: 562).

Gelinen noktada, teorik düzeydeki açıklamalardan krizin yükümlülüklerdeki düşüş veya yurt içi kredilerdeki artışla tanımlanmasına karşılık; daha önceki açıklamalar, para krizlerinde üretim artışı düştüğünde, yurt içi kredi büyümesi arttığında, dış faiz oranları seviyesi yükseldiğinde ve doğrudan yabancı sermayenin toplam borca oranı düştüğünde krizin ortaya çıkabileceği şeklinde geliştirilmiştir (Frankel ve Rose, 1996: 351).

Özellikle 1990'larda yaygın bir şekilde yaşanan mali krizler, borç krizleri, ödemeler bilançosu krizleri, ticaret hadleri şokları, para krizleri, bankacılık krizleri ve hiper enflasyon şeklinde kendini gösteren krizler mali sektör bilançolarının bozulması, yükselen faiz oranları, artan belirsizlikler ve varlık fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır (World Development Report, 2001). Örneğin 1997 yılında yaşanan Asya krizi ile ilgili olarak bir kısım iktisatçılar tarafından krizin kökeninde temel ekonomik zayıflıkların

bulunduğu, bir kısmı da krize yatırımcının güven duygularında ani bir kaymanın sebebiyet verdiği ileri sürülmektedir.

Hyman Minsky'e göre krizler ekonomiye yönelik bazı dışsal şokların ağırlık kazanmasıyla başlamakta, bir takım siyasal olaylar, savaş başlangıcı veya sonu, faiz oranlarını süratle düşüren borç dönüştürmeleri ya da geniş bir etki alanına sahip faktörlerin bir araya gelmesiyle kendini göstermektedir (Mishkin, 2001:3). Özellikle bu dönemlerde kredi kullanan firmalar ya da tasarruf sahibi kişiler karlı alanlara yönelerek karsız alanlardan çekilmekte, yeni bulunan kar alanları ağır bastığı andan itibaren yatırım ve üretim artarak olası krizlerin hem yayılmasına hem de derinleşmesine neden olmaktadır (Kindleberger, 2007:22-27).

Öte yandan literatürde özellikle kısa vadeli uluslararası sermaye akımlarının bir ekonomiye yoğun şekilde giriş ya da çıkış yapması de kriz nedeni olarak görülmektedir (Barro vd. 1992; Calvo 1998, Dooley 2000; Aghion vd. 2004; Burnside vd.2004).

Kendi kendini besleyen kriz modelleri kapsamında yapılan pek çok araştırmada, krizlerin yayılma etkileri üzerine yoğunlaşmakta ve krizlerin her zaman belirli ekonomik temellerden kaynaklanmadığı, aksine bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkede yaşanacak krizlerin bizatihi nedeni olarak görülmektedir (Kaminsky vd., 1998: 5-6).

Bu etki-tepki yaygın küresel sermaye akımlarının hareketleriyle açıklanmaktadır. Örneğin Eichengreen vd. (1996), 20 sanayileşmiş ülkenin 1959-1993 yıllarına ait makroekonomik ve politik verilerini kullandıkları çalışmalarında, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan finansal bir spekülasyon saldırıyla başlayan ulusal boyutlu finansal krizin, başka bir ülkede ulusal para üzerinde bir atak olma olasılığını %8 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır (Eichengreen vd., 1996).

Rodrik ve Velasco (1999)'nun, kısa vadeli borcun nedenleri ve sonuçları ile ilgili olarak yaptıkları, 1988-1998 döneminde 32 yükselen piyasa ekonomisini kapsayan analizlerinin sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin kriz oluşması yönündeki olumsuz etkilerini ortaya koymuşlardır.

Corbo ve Hernandez, (1996) kısa dönem sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini; Razin, Sadka ve Yuen (1999), ise kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını belirtmişlerdir.

Dolayısıyla Prasad vd. (2003) araştırmalarında belirttiği üzere, kurumsal çerçevesi zayıf olan bir ekonomiye yoğun bir şekilde giren uluslararası sermaye akımları bu ülkede kısa süre içinde finansal açıklık ve krizlere neden olabilmektedir (Prasad vd. 2003).

Sonuç olarak bu tez çalışması kapsamında krize neden olan dışsal faktörler olarak, aşırı değerlenmiş reel kur veya reel kurun trendden sapması, rezerv yeterliliği, rezerv büyümesi, yurt içi kredi büyümesi ya da emisyon hacminin toplam uluslararası rezervlere oranı, ihracat büyümesi ve yurt içi üretim ve varlık fiyatlarının yanı sıra ithalat, yerli ve yabancı reel mevduat faiz oranları farklılığı, borçlanma oranları ve banka mevduatlarındaki olumsuz değişimler kriz nedeni olarak görülmektedir (Kaminsky, Lizondo ve Reinhart, 1998:1-3; Mendoza, 1991:815-816; Frankel ve Rose, 1996:354; Goldberg, 1994:413; Guillermo, Reinhart ve Vegh, 1995:102-103).

Yine araştırma kapsamında benimsenen krizlere neden olan makroekonomik faktörleri; üretimdeki hızlı daralmalar, fiyatlar genel seviyesinin ani düşüşü, işsizlik oranlarındaki ani artışlar, banka iflasları, borsanın çökmesi, yanlış uygulanan makroekonomik politikalar, ülkedeki finansal yapının zayıflığı, sabit döviz kuru uygulamasına dayalı yanlış ekonomi politikaları, ödemeler dengesindeki ani bozulmalar ve spekülasyon sermaye atakları olduğu değerlendirilmektedir (Krugman, 1979:311; Calvo vd., 1995: 98-99; Obstfeld, 1996:1038; Kaminsky vd., 1998: 3-4; Kumhof, 2000: 195-197; Mishkin, 2001; Kindleberger, 2007:22-27).

1.2.KRİZLERİN SINIFLANDIRILMASI VE TÜRLERİ

Literatürde kriz türleri birbirlerinden farklı şekillerde sınıflandırılarak incelenmektedir. Örneğin bazı kaynaklarda krizler, meydana geldiği ekonomik alana göre “reel sektör krizleri” ve “finansal krizler” olarak iki başlık altında sınıflandırılmaktadır (Doğan, 2009).

Finansal krizler ise kendi içinde, döviz/para krizleri, bankacılık krizleri, borsa krizleri ve dış borç krizleri olarak dörde ayrılmaktadır. Diğer bir sınıflandırma ise krizin yayılmasıyla ortaya çıkan etki alanlarının kapsamına/bölgesine göre yapılmaktadır. Örneğin küresel kriz veya bölgesel kriz şeklinde sınıflandırmalar yapıldığı görülmektedir (Prasad vd., 2003; Janus ve Riera, 2010).

Bu tez çalışması kapsamında kriz türleri reel sektör krizleri, finansal krizler ve coğrafi yayılma alanlarına göre krizler şeklinde sınıflandırılarak incelenmiştir.

1.2.1. Reel Sektör Krizleri

Reel sektör krizleri, çoğunlukla mal ve hizmet piyasalarında üretimin ve işgücü piyasalarında istihdamın azalması şeklinde meydana gelmekte ve krizden etkilenenlerin sayısının çokluğu nedeniyle (kriz nedeniyle işsiz kalanlar, iflas eden küçük işletmeler vb.) sosyal travma yönü ağır olan krizler olarak tanınmaktadır (Prasad vd., 2003).

Bir ülkenin tüm kesimlerini kapsayan bu krizlerin başında ise aniden yükselen enflasyondan kaynaklanan krizler gelmektedir. Bilindiği üzere ekonomide mal ve hizmet fiyatlarının sürekli olarak artması enflasyona neden olmaktadır. Ancak enflasyonun zamana yayılarak yükselmesi değil, aniden ekonomide kullanılan parayı kağıt parçası haline getirecek seviyeye yükselmesi durumunda bir enflasyon krizinden bahsetmek mümkündür (Kibritçioğlu, 2001).

Aslında enflasyon, yalnız bir kaç mal veya hizmetin fiyatındaki artışla değil, ekonominin çeşitli sektörlerinde üretilen ve pazarlanan tüm mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artışla ilgilidir. Bu yüzden insanların gelirleri sabit olduğu için astronomik fiyat artışları karşısında halkın büyük bir kesimi satın alma davranışı gösteremez hale gelerek ekonomide resesyon başlamakta ve bundan sonra enflasyon krizi oluşmaktadır (Kibritçioğlu, 2001:175).

Bu tez çalışmasının baz aldığı dönemlerde, özellikle 2001 yılı Nisan ayında çok ciddi bir enflasyon krizi yaşandığı için bu konuda biraz daha açıklama yapmaya ihtiyaç duyulmuştur. Literatürde bir ekonomideki enflasyon oranı ılımlı, dörtnala ve hiper enflasyon şeklinde üç değişik isimle adlandırılmaktadır:

Mal ve hizmet fiyatlarındaki artışın oldukça düşük ve önceden tahmin edilebilir olmasına “İlimli Enflasyon” denilmektedir ve bu tür enflasyon genellikle ani krizlere neden olmamaktadır (Eğilmez ve Kumcu, 2007:267).

Genelde %2-3 gibi düşük oranda seyreden ve fazla iniş-çıkış göstermeyen bu enflasyonda halkın kendi ülke parasına güveni vardır ve halk parasını tasarruf amacıyla bankada veya yastık altında saklamaktadır (Çelik, 2008:120). Dolayısıyla ılımlı enflasyonun varlığı ekonomide kriz olmadığının bir göstergesi olarak algılanmaktadır. Ayrıca bu dönemde yerleşik sermaye akımları gerek ülke içinde gerekse ülke dışında daha fazla gelir getirecek yatırımlara yönelebilmektedir (Kibritçioğlu, 2001:175).

“Dörtnala Enflasyon” terimi ise, bir ekonomideki yıllık enflasyon oranının iki haneli olduğu durumu ifade etmektedir. Dörtnala enflasyonun olduğu ülkelerde fertlerin ve işletmelerin kendi millî parasına güveni kalmaz, halk günlük alışverişleri için para bulundurur ve tasarruflarını genelde yatırım fonları gibi likit varlıklarda kullanmayı tercih eder. Kimileri de parasını dövize çevirip yurt dışında bankalara yatırır ve bu dönemde paranın değeri sürekli düştüğünden finansal kaynaklar müşterilerine ulusal para üzerinden kredi ya da borç vermek istemezler (Çelik, 2008: 121).

Bu boşluğu iyi değerlendiren yabancı sermaye sahipleriyle, yurt dışına sermayelerini dövize çevirerek çıkartan yerleşik yatırımcılar, çok daha yüksek faiz oranlarıyla ve ulusal para birimine çevirmeden sahip oldukları yatırımları bu tür ekonomilere yöneltebilmektedirler (Janus ve Riera, 2010:9).

Son olarak “Hiper Enflasyon” ise, yıllık fiyat artışlarının %1000 gibi düzeylerde olduğu bir enflasyon biçimidir. Fiyatlar her gün, hatta her saat artarak tüm ekonomik alanlarda enflasyon krizinin olumsuzlukları kendini göstermektedir (Eğilmez ve Kumcu, 2007: 267).

Bu durum arbitraj kazancı peşinde koşan sermaye sahiplerinin döviz cinsinden verdikleri kredilerle hükümetlere kurtuluş reçetesi sundukları, paradan para kazandıkları bir dönem özelliği taşımaktadır (Baldwin ve Martin 1999). Ayrıca hiper enflasyon para arzının kontrolsüz genişlemesinden kaynaklanmakta, ulusal paranın hiçbir değeri kalmadığı için de, halk elindeki parayı hemen mala çevirmek istemektedir. Ancak mal ve hizmet fiyatlarındaki çılgın artışlar, halka bu imkânı vermeyince halkın elindeki paranın kâğıttan başka değeri kalmamaktadır. (Chinn ve Ito 2006)

Öte yandan enflasyonun artmasıyla toplanan vergiler yetersiz kalmakta bu durum bütçe açıklarına sebep olmaktadır. Bu durumda hükümetler kamu harcamalarını kısmak, daha çok vergi toplamak ve vergileri artırmak gibi önlemlerle bütçe açıklarını kapatmaya çalışmaktadırlar. Bu girişimlerin etkisiz kalması durumunda bütçe açıklarına karşı koymak mümkün olmayacak ve IMF gibi yabancı kaynaklardan uzun dönemli borç temin edilmesi yoluna gidilecektir (Parasız, 2002: 11).

Hiper enflasyonların genel karakteristik özellikleri şöyle özetlenebilir; Enflasyonun başlangıç sürecinde, reel para stokunda ve gerçek (reel) bütçe açıklarında artış olur. Hiper enflasyonun son dönemlerinde fiyatlardaki artış döviz kurundaki artıştan daha da fazlalaşır ve piyasadaki aktörlerin yerli paraya olan güvenleri azalır, ellerindeki yerli parayı

çıkarmaya başlarlar. Böylece hiper enflasyonun son sürecinde reel para stoku enflasyondan önceki seviyenin altına inecektir (Parasız, 2002: 12-13).

Araştırma kapsamında ele alınan kriz dönemlerinde de yer alan enflasyon krizleri, bir ekonominin başına gelebilecek en olumsuz kriz türüdür ve bu krizin altından kalkamayan hükümetler genellikle iktidardan ayrılmak ve neden oldukları zararlardan dolayı mahkemelerde hesap vermek zorunda kalabilmektedirler (Murphy vd., 1989).

1.2.2. Finansal Krizler

Özellikle 1990'lı yılların başından itibaren yaşanmaya başlayan finansal krizler hem sayı hem de etkileri bakımından vahim sonuçlar doğurmuş ve yüzyılımızda en yaygın görülen kriz türleri olarak dünya gündeminde geniş araştırma konusu olmuştur (Biggs, 2006: 260-262).

Dünyada liberalleşmenin ve küreselleşmenin hız kazandığı 90'lı yılların başında bazı gelişmekte olan ülkelere yoğun sermaye girişleri yaşanmaya başlamasıyla birlikte bu ülkelerde aniden finansal krizler meydana gelmeye başlamıştır. Örneğin finansal serbestleşme sürecinde yükselen piyasalar olarak anılan Brezilya, Türkiye, Arjantin, Meksika ve Tayland gibi ülkelere, 90'lı yılların başından itibaren yoğun bir şekilde uluslararası sermaye akımlarının yönelmesinin hemen ardından söz konusu ülkelere çeşitli finansal krizler yaşanmıştır (Edwards, 2001).

Genel olarak finansal krizler; bankacılık sektöründe yaşanan olumsuzluklar, hisse senedi piyasalarında görülen hızlı ve keskin düşüşler ile ödemeler dengesindeki sıkıntıların döviz kurları üzerinde oluşturduğu ani fiyat değişikliklerinin bileşiminden oluşmaktadır (Bastı, 2006:7).

Bununla birlikte kar ve arbitraj peşinde koşan kısa süreli yatırımların ve menşei belli olmayan sıcak paranın son yıllarda artan oranlarda hareketleri, finansal krizlerin derinleşmesinde önemli bir faktör olarak görülmeye başlamıştır. Dolayısıyla finansal krizlere neden olan faktörler türlerine göre incelenmeli ve bu dönemlerde meydana gelen sermaye hareketleri ile yaşanan finansal kriz arasında anlamlı ilişki olup olmadığına bakılmalıdır (Janus ve Riera, 2010).

Bu açıdan literatürde finansal kriz türleri incelenerek aşağıdaki başlıklar altında kısaca özetlenmiştir.

1.2.2.1. Bankacılık Krizleri

Günümüz ekonomilerinin genelinde bankalar ekonomik hayatın vazgeçilmezi, neo-liberal ekonomik sistemlerin temel finansman kaynağı ve olmazsa olmaz aktörleri olarak kabul edilmektedir.

Bu yüzden tüm dünya ülkelerinde insanların belirli miktarlardaki mevduatları devlet güvencesi altına alınırken, yüksek sermaye sahipleri de bankadaki mevduatlarını sigorta araçlarıyla güvence altına almaktadırlar. Bu yüzden bir ekonomide bankacılık krizinin yaşanmasının en temel sebebi bazı bankaların ve hükümetlerin yasa dışı işlere girmesi, bu yolla bankaların sahip olduğu varlıkları kötüye kullanması ya da doğrudan çalmasıyla meydana geldiğini söylemek mümkündür (Serin ve Bastı, 2001:1218).

Literatürde ise bankacılık krizleri, bankaların yükümlülüklerini yerine getiremeyerek başarısızlıkları ve iflasları hallerinde mudilerin mevduatlarının ödenemeyeceği algısına kapılıp bankadan kaçışları ya da hükümetlerin söz konusu durumu engellemek adına kurtarma, kamulaştırma yoluyla müdahale etmesi durumunda dönmeyen kredilerin varlığı neticesinde ortaya çıkan bir finansal kriz türüdür (Yay vd., 2001:20-21)

Bankacılık krizlerinin sebepleri dört ana başlıkta toplanmaktadır: Söz konusu sebepler; Makroekonomik şoklar, bankaların riskli faaliyetlerde bulunması, bankaların bankalar arası ve diğer mali kurumlarla artan rekabeti ve kamu bankalarının yönetimlerinin elde ettikleri yüksek oranlı karları belirli çevreler için kötü kullandırımlarıdır (Yay vd., 2001:21; Akdiş, 2006:83;Orhan, 2006:8).

Bu dönemlerde gerek reel piyasalarda gerekse finansal piyasalarda likidite sorunu baş göstermeye başlar, piyasanın beklentilerine cevap vermek için piyasaya nakit sağlaması gereken bankalar bu ihtiyacı karşılamayınca insanlar panikle paralarını geri istemeye başlayarak banka kapılarına dizilirler. İlk etapta nakit varlıklarıyla bu taleplere yanıt veren bankalar sonrasında bu taleplere cevap vermeyince ya iflasını açıklar ya da hazine devreye girerek bankaya el koyma kararı alır (Birinci, 2001:42).

İşte bu yüzden kimi zaman para krizi bankacılık krizine yol açarken, kimi zaman da bankacılık krizi para krizine sebebiyet verebilmekte, Türkiye’de 2001 yılında yaşandığı gibi ikiz krizin meydana gelmesine neden olabilmektedir (Varlık, 2009:165).

1.2.2.2. Döviz Krizleri

Merkez bankasının da aşırı döviz artışına karşı döviz rezervlerini piyasaya sürerek dövizin artışını engellemeye çalışması sonucunda, merkez bankasının rezervlerinde meydana gelen azalmayla ortaya çıkan krizler “döviz krizi” olarak nitelendirilmektedir.

Kriz literatürünün babası kabul edilen Krugman (1979)’ın teorik düzeydeki çalışmasında, mali açığın finansmanı için emisyonu giden ve sabit kur sisteminde parasını korumaya çalışan hükümetlerin resmi rezervlerinin tükenmesinin, büyük miktarlarda borçlanma ve yurt içi kredilerde genişleme sorunlarıyla karşılaşılabilceğini vurgulamaktadır (Krugman, 1979:311).

Bir ülke döviz kurunu sabitlediğinde, spekülasyon atakları ile birlikte bu kurdan resmi rezervler tedricen azalmaya başlamaktadır (Frankel ve Rose, 1996: 354). Daha sonra rezervlerin eşik noktasında rezervleri tamamen tüketen ani spekülasyon atakları başlamakta, bu noktada hükümet kuru sabit tutma yetisini kaybetmekte ve sabit kur sistemini terk etmek zorunda kalmaktadır (Kaminsky vd., 1998:3-4; Obstfeld, 1996:1038).

Krugman’ın daha sonra geliştirdiği yeni bir bakış açısında ise, krizler merkez bankalarının döviz yükümlülüklerinin çökmesiyle ortaya çıkmamakta, bunun yerine krizler, yurt içi kredilerine spekülasyon hücumlarının başlamasıyla birlikte, yatırımcıların ellerindeki varlıkları merkez bankasına satmaları sonucu, merkez bankasının ulusal varlıklarında ani bir artışla döviz krizi oluşmaktadır (Kumhof, 2000: 195-197).

Öte yandan iktisat literatüründe sabit kuru sürdürmek için yurt içi faizlerde artış yapmanın piyasalardaki finansman maliyetlerinin yükselmesine yol açarak devalüasyona neden olacağı ifade edilmektedir (Velasco, 1987; Calvo vd., 1995). Özellikle bu tür kriz potansiyelinin ortaya çıkmasında iç ve dış sermaye hareketleri etkili olmakta, döviz krizinin belirginleşmesiyle birlikte çıktıkları piyasaya geri dönüş yaptıkları bilinmektedir (Frankel ve Rose, 1996:351).

Bunlara ek olarak bu tür krize maruz kalan ülkelerin aşırı borçlanmaları, ülkenin tercih ettiği para politikalarının ülkelerin ekonomileri üzerindeki etkileri, ülke şartlarına uymayan kur sistemlerinin tercih edilmesi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve özel kesimin borçlanması gibi faktörler gelişen ülke ekonomilerinde daha büyük krizlere sebep olmaktadır (Kansu, 2006: 62).

Birinci nesil modeller, sabit kurun uygulanamaması sonucu ortaya çıkan krizlerdir. İkinci nesil modeller, ülkenin kendi piyasasında yaşanan olumsuz beklentilerden dolayı

ortaya çıkan krizlerdir. Bu olumsuz beklentiler daha da ileri safhada döviz krizlerine neden olmaktadır. İkinci nesil modeller, hükümetlerin sabit kur politikasını devam ettirmek veya bırakmak konusunda tam bir karar verememeleri sonucu ortaya çıkan krizlerdir. İkinci nesil modeller makroekonomik dengeler kötü durumda olmadığı halde piyasada oluşan olumsuz beklentilerden kaynaklanmaktadır. Üçüncü nesil modellerde ise ülkenin mali, parasal ve borç krizlerinden birinin içine girmesi krizin en belirgin özelliğidir (Özkan ve Sutherland, 1995).

Üçüncü nesil modellerde finansal serbestleşme söz konusudur. Aşırı ve riskli yurt dışı borçlanmalar, aynı zamanda borç alan ülkenin sağlıklı bir maliye ve para politikasına sahip olmaması üçüncü nesil krizlerin temel sebeplerdir (Kansu, 2006: 16, 17).

Sonuç olarak geçmişten bugüne kadar, altın standardının kullanıldığı piyasalardan başlayarak, sabit veya dalgalı kur sistemini benimseyen tüm piyasalarda, hatta günümüzde de döviz krizi yaşanmaya devam etmektedir. Çünkü günümüzde tüm döviz kurları aynı özellikler taşımadığı gibi sürekli gelişen finansal rekabet koşullarında kar peşinde koşan küresel sermayenin oynaklığının bir garantisi bulunmamaktadır (Kaminsky vd., 1998:9).

1.2.2.3. Borsa Krizleri

Günümüzde portföy yatırımlarının çeşitlenmesi, menkul kıymetler borsalarının sayıca artmasına ve bu tür borsalarda işlem gören şirketlerin hisse senetleri fiyatlarındaki aşırı ve ani dalgalanmaların ise (hisse değerlerinin ani çakılması gibi) “borsa krizi” olarak tanımlanmasına neden olmaktadır.

Ülkelerin ekonomilerinin güçlü olduğu dönemlerde borsa endeksi yönünü yükselişe, ekonomik göstergelerin olumsuz olduğu durumlarda borsa endeksi yönünü aşağıya doğru çevirmektedir. Borsa endeksinin aşağıya doğru yönelmesi ekonomide olumsuzlukların bir göstergesi olarak algılanmaktadır.

Günümüzde birçok yabancı yatırımcı, başka ülkelerde hisse senedi satın alma şeklinde yatırım yapmaktadır. Uluslararası makroekonomik göstergelerde bir takım olumsuzlukların görüldüğü anlarda, yatırım yapılan bu ülkelerde hiçbir olumsuzluk yaşanmadığı halde, yabancı yatırımcılar hemen borsalardaki hisse senetlerini ellerinden çıkarıp güçlü parasal piyasalara doğru bir kaçışa yönelirler. Böylece ilgili ülkede bir borsa krizi başlamasına neden olurlar.

1.2.2.4. Para Krizleri

Söz konusu kriz ülke parasının döviz değeri üzerindeki spekülâtif atağın devalüasyonla neticelenmesi sonucu ülke otoritelerinin uluslararası rezerv hacmini arttırıp, faiz oranlarını yükselterek yerli paranın savunmasında zorlandıkları hallerde ortaya çıkmaktadır.

Para krizleri kısaca sermaye hareketlerindeki keskin değışimle döviz kurundaki ve sermaye birikimlerindeki ani değışimlerden kaynaklanmaktadır (Angkinand vd., 2010:263). Özellikle sıcak paranın bir ekonomiyi büyük oranda terk etmesiyle görüleceğı gibi, bu kaçışın sürü etkisiyle diğere yatırımcıları da sermayelerini kaçırmaya yönlendirmesiyle derinleşebilmektedir.

Sonuç olarak spekülâtif ataklar, borsa hisselerinde yaşanan ani satışılar, uzun vadeli kredilerin verilmesinden vazgeçilmesi, devalüasyon sonucunda yaşanan kur farklılıkları, kısacası günümüz finansal piyasalarında yaşanan tüm olumsuzluklar, para krizlerine neden olabilmektedir (Kaminsky vd., 1998; Kibritçioğlu, 2001).

1.2.2.5.Dış Borç Krizleri

Önceden borçlarını ödeyebilen bir ülkenin ödeme ve döviz sorunlarından ötürü söz konusu ulusal borçlarının anapara ve faizlerini ödeyemeyeceğini açıklaması halinde ortaya çıkan krizdir. Söz konusu kriz genelde resmi dış borçların ödenmemesi durumunda meydana gelmektedir (Angkinand vd., 2010:265).

Örneğın Rusya'da 1998 yılında yaşanan dış borç krizi, sosyalizmden çıkan ülkenin kapitalist ekonomilere uyum sağlamak adına çok yüklü miktarlarda kısa ve uzun vadeli krediler toplamasına, ancak ülkedeki üretim kapasitesinin bu kredileri ödemek için yetersiz düzeyde olmasıyla hükümetin vadesi gelen borçlarını ödeyemeyeceğini ilan etmesiyle ortaya çıkmıştır. (Meydevey, 2001).

Sonuç itibariyle dış borçlarını ödeyemeyen hükümetler için ülke ekonomisini felce uğratma pahasına iflaslarını ilan ederek, ülkedeki ulusal varlıklarını özelleştirmeler yoluyla satmak ya da kiraya vermektan başka çıkar yol bulunmamaktadır (Kumhof, 2000: 195-197).

1.2.3.Yayılma Bölgesine Göre Krizler

Önceki bölümlerde, krizin yayılma özelliği olduğu için günümüzde yaşanan pek çok krizin artık birbirinden bağımsız değerlendirilemeyeceğinden bahsedilmiştir.

İşte bu yüzden dünyanın herhangi bir gelişmiş ekonomisinde yaşanan ulusal bir kriz, çok kısa zamanda, dünyanın bir başka coğrafyasında kriz yaşanmasına neden olabilmektedir. Krizlerin bu domino etkisi gösterebilme kabiliyeti, onların sınıflandırılmasına ve yeniden adlandırılmasına da neden olmuştur.

Bu kapsamda günümüzde bir ekonomiden diğerine ya da bir bölgeden tüm dünyaya hızla yayılmasına göre krizler; “ulusal”, “bölgesel” ve “küresel” kriz olarak üç başlıkta gruplandırılmaktadır.

1.2.3.1. Ulusal Kriz

Ulusal ekonomik kriz, krizin sadece çıktığı ülkeyi ya da bu ülkeyle çok yakın ekonomik ilişkileri bulunan ülkeleri etkilemesi durumudur (Eğilmez, 2009:53-54).

Örneğin Türkiye’de yaşanan 1998, 1999, 2000 ve 2001 krizleri sadece ülkeyi ve ülkemize komşu olan ülkeleri kısmen olumsuz yönde etkilemiş, daha fazla bir sıçrama söz konusu olmamıştır. Bu özelliğiyle söz konusu dönemlerde yaşanan farklı finansal krizler aynı zamanda bir ulusal kriz olma niteliği taşımaktadır.

Ulusal krizler genellikle krizin oluşma nedenlerine göre açıklanmakla birlikte, bu krize neden olan faktörler genellikle dışsal faktörler içermemekte, ülkede sürdürülen yanlış ekonomi politika ve uygulamaları neticesinde meydana gelmektedir. Dolayısıyla aynı politikaları sürdürmeyen, ekonomisi sağlam temellere oturmuş ekonomilerde kriz göstergeleri sinyal vermediği gibi yayılma ve bulaşma etkisi de göstermemektedir.

Ancak bu tür gruplandırma altındaki krizlerin incelenmesi, hem krize neden olan değişkenlerin doğru tespit edilmesi hem de ülkeye giren ve çıkan sermaye akımlarının temel dinamiklerini anlama açısından önemli ayrıcalıklar sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Ayrıca her kriz bir sonraki kriz için önemli dersler ve tecrübeler içermektedir. Nitekim Türkiye’deki hükümetler Rusya ve Yakın Doğuda yaşanan krizlerden yeterince

ders çıkartarak edinilen tecrübelerden hareketle 2000 ve 2001 yılında yaşanan krizlerin yaşanmamasını sağlayabilirdi.

1.2.3.2. Bölgesel Kriz

Söz konusu bir krizin alakalı diğer ekonomilere sıçrayarak bölgesel bir nitelik almasını ifade etmektedir. Örneğin 1997 Asya Krizinin Tayland'da başlayarak Singapur ve Hong Kong'a sıçraması bölgesel krizin tipik bir örneği olarak gösterilebilir (Emirkadı, 2005:49).

Aynı şekilde 1998 yılında yaşanan Rusya krizi de özellikle eski sosyalist bloğu ülkelerde ve Türkiye gibi bölge ülkelerinde yayılma etkisi göstermiştir. Bu örnekler ulusal nitelikte başlayan krizlerin bölgesel krizlere dönüşmesinin en güzel örnekleri olarak anılmakla birlikte, kriz değişkenlerinde dışsal faktörlerin ne derece etkili olabileceğini de aynı zamanda göstermektedir (Kumhof, 2000: 198).

Öte yandan ulusal bir krizin bölgeye yayılmasında etkili olan faktörlerin başında krizin başladığı ülkenin söz konusu coğrafyadaki sosyo-ekonomik ilişkilerin merkezinde yer alıp almaması gelmektedir. Dolayısıyla bölgesel ticarete ve ekonomik ilişkilerde merkez ülke konumunda olan bir ülkede meydana gelen kriz, bu ülkeyle ticari ilişkileri yoğun olan tüm bölge ekonomileri açısından dışsal etki gösterecektir.

Örneğin Yunanistan'da yaşanan finansal kriz, Türkiye'de hissedilmediği için bölgesel bir kriz söz konusu olmamıştır. Bununla birlikte Irak savaşları ve Kuzey Irak'ta yaşanan krizler tüm bölge ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de şiddetli bir şekilde etkisini göstermiş, bununla birlikte kriz öncesinde alınan tedbirler bu krizin ülkede yeni bir krize neden olmasını engellemiştir (Eğilmez, 2009:52).

1.2.3.3. Küresel Kriz

Günümüzde tüm ekonomik alanlar ve süreçler büyük bir hızla küreselleşmiştir. Ticaretten pazarlamaya, üretimden tüketime tüm iktisadi süreçlerin dünya çapında yaygınlaşmasıyla birlikte, ABD, Almanya, Çin ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde yaşanan krizlerin tüm dünya ülkelerini kısa sürede sarsmaya başlamasına neden olmaktadır.

Çünkü sayılan gelişmiş ekonomilerin dünya ölçeğinde üretim yapan işletmeleri, sermaye tasarruflarını değerlendiren finans kuruluşları ve döviz piyasalarını dengede tutan para birimleri bulunmaktadır. Dolayısıyla küresel düzenin mimarı olan bu tür gelişmiş ekonomilerde meydana gelen ulusal krizler dalga dalga tüm dünyaya sıçramakta, kısa süre içinde bir ulusal-bölgesel-küresel kriz haline gelmektedir.

Ekonomik krizlerin küreselleşmesinin en önemli örnekleri ABD’de 2000’li yılların başından itibaren yaşanmaya başlamıştır. Bu ülkede ilk olarak bir takım finansal manipülasyon ve muhasebe hilelerinden kaynaklanan Enron ve Worldcom krizleri küresel krizlere dönüşmüştür.

Yakın zamanda yine ABD’de başlayan Mortgage Krizi ve bu krize bağlı olarak bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının ve şirketlerinin iflası küresel kriz örnekleri olarak literatürde yerini almıştır.

Bu krizler ilk olarak ABD’de ortaya çıkmış, daha sonra benzer sebeplerden İngiltere ekonomisine sıçramış, 2008’in ikinci çeyreğinde başta Avrupa ülkeleri olmak üzere pek çok ülke ekonomisine sirayet ederek küresel bir ekonomik kriz haline gelmiştir (Arslan, 2010:1231).

1.3. FİNANSAL KRİZ MODEL VE YAKLAŞIMLARI

Neo-liberal ekonomi politikalarının yaygınlaştığı 21. yüzyılda sıklıkla yaşanan krizlerin neden olduğu olumsuzlukların artması, krizleri açıklama konusunu, hem bilim adamlarının, hem de ekonomik ve politik çevrelerin en temel problemi haline getirmiştir.

Bu kapsamda, 1980 sonrası krizlerin çoğunun temel sebebi olan para krizleri, başta Krugman olmak üzere birçok iktisatçı tarafından üç ana başlıkta açıklanmaya çalışılmıştır. Bunlar; birinci nesil kriz modelleri (Kanonik Model), ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleridir.

Bununla birlikte 1990’larda yaşanan krizlerin artış göstermesi krizleri açıklayan modellerin de sayısının artmasına sebep olmuştur. Ancak bu dönemde her yeni kriz, yeni bir modelle açıklanmaya çalışılmış ve ayrıca yeni kriz modelleri eskisinin yerini almak yerine, birbirlerini tamamlar tarzda oluşturulmuştur (Yay vd., 2001:22). Dolayısıyla her yeni yaşanan krizi açıklamakta bir önceki model yetersiz kalmış, her krizin de birbirinin aynısı olmaması bu durumu desteklemiştir.

Bu kapsamda literatürde sınırlı kalan teorik modeller yetersiz ya da eksik kalsa da krizlerin farklı boyutlarına dikkat çektiklerinden krizleri anlamada yardımcı olmaktadır. Bu araştırmanın hedefleri noktasında kriz teori ve modelleri birinci nesil, ikinci nesil ve üçüncü nesil modeller şeklinde incelenmeye çalışılacaktır.

1.3.1. Birinci Nesil Modeller (Kanonik Kriz Modeli)

Küreselleşmenin temellerinin atıldığı 1973'lerden itibaren birçok ülkede yaşanan finansal krizler söz konusu krizin ortaya çıkması ve öngörülebilmesi hususunda bir takım çalışmaların başlamasına sebep olmuştur (Şişman, 2006:16).

Literatürde ilk nesil kriz araştırmalarının öncüsü olan Paul Krugman'ın kriz konusundaki çalışmaları baz olarak kabul edilmekte ve bu çalışmalar "Kanonik Kriz Modelleri" olarak tanımlanmaktadır (Yıldırım, 2006: 113).

Birinci nesil kriz modelleri, bütçe açıklarını kapatmak için hükümetlerin para basarak para arzının genişlemesine yol açacaklarını, bunun sonucu olarak da sabit döviz kuru politikasının bozulacağını savunmaktadır (Ünsal, 2009:395).

Krugman (1979), finansal krizlerin ortaya çıkışını bir ekonomide bütçe açıklarının artmasına ve döviz piyasasında yaşanan spekülasyon eylemlere bağlamıştır (Krugman 1979). Özellikle sabit kur politikasının işlevselliğini kaybetmesi sonucunda yabancı yatırımcıların sermayelerini ülke dışına çıkarmak isteyeceğini belirten Krugman, bu durumun ülke içindeki yerleşik yatırımcıların dövize dönmesine neden olacağını belirtmektedir (Krugman 1979). Buna karşılık ekonomideki artan döviz talebi ile birlikte merkez bankası piyasaya sürekli döviz arz edecek, bir müddet sonra bu durum merkez bankası döviz rezervlerini azaltacak ya da bitirerek krize neden olacaktır (Durmuş, 2010:32).

Aslında Krugman'ın finansal piyasalarda yaşanan krizleri açıklamak için ortaya koyduğu birinci nesil kriz modelleri, Salant ve Henderson tarafından mal piyasalarında yaşanan krizleri açıklamak adına önerilmiştir (Yılmaz vd., 2005: 78).

Salant ve Henderson, spekülasyoncuların (stokçuların) bir malın diğer mallara oranla daha yüksek bir getiri sağlayacağını anladıklarında bu malları piyasadan ucuza toplayarak daha yüksek fiyata satmak isteyeceklerini belirtmektedir. Bu süreçte piyasada bir kıtlık krizi yaşanacak ve stokçular ellerinde bulundurdukları eski fiyattan ucuza temin ettikleri malları piyasaya daha yüksek fiyata sürerek gelir elde edeceklerdir (Yılmaz vd., 2005:76).

Krugman ise mal piyasalarında oluşan bu durumun, para piyasasını etkisi altında tutmaya çalışan merkez bankası için de geçerli olabileceği tezinden yola çıkmış ve mal piyasasında olduğu gibi, para piyasalarında da spekülörlerin merkez bankasının döviz rezervleri azalincaya kadar bekleyeceklerini belirtmiştir (Kansu, 2006:56).

Fakat merkez bankası döviz stokunun azalması neticesinde sabit döviz kurunu terk etmek zorunda kalacak, bu noktadan itibaren döviz kuru yükselmeye başlayacaktır. “Spekülörler döviz rezervleri bitmeden hemen önce ellerindeki yerli parayı terk edip daha cazip olan dövize doğru yönelecekler ve bu spekülatif davranışları neticesinde büyük karlar elde edebileceklerdir” (Yılmaz vd., 2005:96).

Görüldüğü üzere birinci nesil kriz modellerinde spekülörler, hükümetlerin uygulamış olduğu yanlış politikaları önceden öngörmekte, izlenen politikaların imkânsız hale geldiği dönemlerde sahneye çıkmakta ve sahip oldukları sermaye sayesinde büyük arbitraj kazancı sağlamaktadırlar (Krugman, 1979: 322).

Öte yandan birinci nesil modellerin, cari denge ve üretim gibi parametrelere yer vermemesi ve yalnızca finansal parametrelerce çalışması hususunda bir takım eleştiriler almıştır. Yine modelin fazla mekanik ve tekdüze olduğu eleştiri konusu olmuştur. Çünkü modele göre ülkelerde bütçe açığı ortaya çıktığında, merkez bankası ekonomiye hemen döviz pompalayarak döviz kurunu baskı altına almaya çalışmaktadır. Oysa günümüz ekonomilerinde bundan başka metotların da kullanıldığı bilinmektedir (Yay, 2001:1234).

Ayrıca bu modelin iktisadi faaliyetlerin mali dengesizlikler ve kredi politikası üzerinde etkisinin olmadığını kabul etmesi de eleştirilmektedir. Bir başka eleştiri birinci nesil modellerin, para krizlerini yalnızca döviz rezervi ve bütçe açıklarıyla açıklamaya çalışmasıdır. Nitekim bu model 1994 Meksika krizini ve 90’ların ikinci yarısında yaşanan bölgesel finansal krizleri (örneğin 1992-93 Avrupa ERM krizi konusunda) açıklamakta yetersiz kalmıştır (Danışoğlu, 2007:4).

Bununla birlikte araştırma kapsamında analiz edilecek 1998-2001 yılları arasında yaşanan krizlerde bu yaklaşımdan yararlanılacaktır. Özellikle Türkiye’de söz konusu zaman aralığında sabit kur sisteminin uygulanıyor olması ve bu dönemde sermaye akımlarında spekülatif hareketlerin varlığı birinci kuşak kriz modellerinin de araştırmaya dahil edilmesini gerekli kılmıştır.

1.3.2. İkinci Nesil Modeller (Kendi Kendini Doğrulayan Kriz Modelleri)

1992 ve 1993 yıllarında Avrupa'da ortaya çıkan döviz kuru mekanizması (ERM) krizinin birinci nesil modellerle açıklanamaması, ikinci nesil döviz kuru modellerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Çünkü söz konusu krizler meydana geldiğinde Avrupa ülkelerinde de sabit kur sistemi uygulanmakla birlikte, spekülasyon saldırılarıyla sarsılmayacak kadar güçlü finansal yapıları olan Avrupa ülkelerinde spekülasyon atakları tek başına krizleri açıklama konusunda işlevsiz kalacaktır (Obstfeld, 1996).

İkinci kuşak kriz modellerinin ortaya çıkmasında öncü rol oynayan Obstfeld'in (1996) teorisine göre, uluslararası likidite sorunu Avrupa'da yaşanan döviz krizinin asıl sebebidir ve hükümetlerin iktisat politikalarındaki alternatiflerinin, piyasa beklentileriyle uyumsuz olması halinde döviz spekülasyonu ve döviz krizi meydana gelmesi kaçınılmaz olabilmektedir (Obstfeld, 1996). Ayrıca bu modellere göre finansal kriz; sabit kuru devam ettirmeyi olanaksız biçime sokan çelişkili hükümet politikalarından kaynaklanmakta ve ekonomik tercihlerdeki yanlışlıklar kriz oluşmasının ana sebeplerini oluşturmaktadır. (Kansu, 2006:59).

Modele göre piyasa aktörleri kendi beklentileri ile iktisat politikasının değişmeyeceği inancındadır. Bununla birlikte eğer insanlar gelecekte tutmuş oldukları paranın devalüe edileceği beklentisi içerisinde olurlar ise dövizde yönelecek ya da döviz rezervlerini ellerinde tutmak isteyeceklerdir. Döviz alımına yönelen piyasalar nedeniyle döviz fiyatı aniden yükselecektir. Böylece devalüasyon beklentisi içerisinde olan spekülasyoncular kısa vadede pozisyon alarak, ulusal parayı ellerinden çıkarıp devalüasyonun hızlanmasına sebep olacaklardır (Eren ve Süslü, 2001: 662-664).

Özellikle sermaye hareketleriyle paralelleşen bir çizgide krizin yayılmasını ele alan bu yaklaşımlara göre, krizler kendi kendini besleyen beklentilerle, sürü davranışıyla ya da krizin doğasında bulunan bulaşıcılık nedeniyle yayılmaktadır (Işık ve Togay, 2002:31).

Bu yüzden bazı durumlarda bir ekonomideki makro değişkenler bozulma göstermese de günümüzün finansal piyasalarındaki spekülasyon ortamı krize sebep olabilmektedir. Dolayısıyla bir ekonomideki zayıf makroekonomik değişkenlerde meydana gelen kriz sinyalleri tek başına bir kriz tahmini için yeterli olmamaktadır (Karaçor ve Alptekin 2006:239).

Bu nedenle krizleri açıklamakta dışsal faktörleri kriz tahmin modellerine eklemek kaçınılmazdır. Nitekim bu sayede ikinci nesil kriz modelleri kendi kendini besleyen spekülasyon durumlarından ortaya çıkan Avrupa Para Krizlerini (ERM) açıklamıştır (Sayım, 2004: 265).

Söz konusu modeller 1997 yılında yaşanan Asya Krizini açıklama konusunda yetersiz kalmış ve böylece yaşanan yeni döviz krizlerini açıklayacak üçüncü nesil kriz yaklaşımları geliştirilmiştir (Kansu, 2006:59).

1.3.3. Üçüncü Nesil Modeller

Küreselleşen dünya ekonomilerinde artık bir yerde oluşan kriz başka bir yerde makroekonomik temellere ve göstergelere bakarak izah edilemeyen yeni bir krizi başlatabilmektedir.

Krizin ülkeler arasındaki yayılma nedenini açıklamayı hedefleyen bu model Krugman (1998) “Hükümetin Ahlaki Risk Yaklaşımı” ve Sach (1998) “Finansal Atak Yaklaşımı” tezlerine dayanmaktadır (Krugman, 1998; Sachs, 1998).

Temelde 1997 yılında yaşanan Latin Amerika ve Asya krizini açıklamaya yönelik üçüncü nesil kriz modelleri, bankacılık krizleri ile para krizlerinin birbirini tetiklediği ve bir sektörde başlayan krizin diğer sektörü de etkilediği, bu etkileşimin sürekli bir kısır döngü yarattığı felsefesinden hareket etmektedir (Krugman, 1998; Sachs, 1998).

Krugman (1998)’a göre, finans sektöründe etkili olan aracılardan başında gelen bankaların ortaya çıkardıkları yükümlülüklerin açık veya kapalı bir şekilde hükümet tarafından garanti altına alınması “Ahlaki Risk” sorununa sebep olmaktadır (Krugman, 1998).

Çünkü bankaların en önemli gelir kaynakları kredilerdir ve bankalar karlarını artırmak amacıyla riskli projeleri kredilendirmekten çekinmedikleri gibi bazen de bankaların daha fazla kar isteği riskli kredilerin sayısının artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla riskli kredilerin bankalar tarafından desteklenmesi sonucu finansal aktiflerin fiyatları yükselerek, bu durum finansal sistemin aşırı derecede şişmesine yol açmaktadır (Krugman, 1998).

İktisat literatüründe bu durum “Finansal Balon” olarak nitelendirilmekte, bir müddet sonra finansal balonun patlaması sonucu, finansal aktiflerin fiyatlarının hızlı bir şekilde düşmesiyle krizin ortaya çıktığı savunulmaktadır (Serin ve Bastı, 2001:1218). Özellikle finansal varlıklarda yaşanan bu kayıp ve düşüşlerin, bankaların dağıttığı kredilerin geri dönüşünü olumsuz etkileyip, ulusal düzeyde ödeme sisteminin bozulmasına ve uluslararası boyutta faaliyet gösteren bankaların krize girmesine neden olmaktadır (Sayım, 2004: 265).

Bu durumda yaşanan bankacılık krizleri, para krizlerini tetikleyip para krizlerinin oluşumuna zemin hazırlamasıyla da ikiz kriz eş zamanlı olarak ortaya çıkacaktır (Krugman, 1998). Görüldüğü üzere üçüncü nesil modellerde, finansal ve banka sektörlerindeki problemler arasındaki ilişkiler üzerine odaklanılarak, menkul kıymetler piyasasındaki yatırım patlaması ile bu patlamanın etkileri kriz nedeni olarak sayılmıştır (Krugman, 1998).

Ayrıca üçüncü nesil modeller, sermaye giriş ve çıkışlarının serbest olduğu tam sermaye hareketliliğini içeren çok sektörlü büyüme modeline dayanmaktadır. Bu modelde hükümetlerin, finansal sistemdeki dengeyi sağlamak ve yurt dışı bankaları teşvik etmek amacıyla dolaylı ya da dolaysız bir şekilde bankalara destek sağlamaya yönelmesi, krizin asıl sebebi sayılmaktadır. Çünkü hükümetler finansal sistemdeki bu düzenlemeyi uzun süre sürdüremeyince finansal sistemde ahlaki tehlike problemleri ortaya çıkabilmektedir (Çeviş, 2005:48).

Benzer şekilde Sachs (1998) çalışmalarında banka yükümlülüklerinin vadesinin, aktiflerin vade süresinden daha kısa olması durumunda, bunun bankaların rezerv sisteminde olumsuzluğa sebep olacağını ifade etmiştir. Bu gibi durumlarda bankalara doğru bir hücum (bank-run) başlamakta, fon kaynakları ve bu fonları kullanım alanları birbirinden çok farklı olan bankalar hem döviz krizi ile hem de vade kriziyle aynı anda karşılaşacaktır (Sachs, 1998). Bu krizler birbirlerini de destekleyerek bankalar için bir likidite sıkıntısı yaratacak ve ülke ekonomisinin temelini teşkil eden makroekonomik değişkenler olumsuzluk göstermese dahi krizin oluşmasına zemin hazırlayacaktır (Sayım, 2004:266).

Sachs (1998)’e göre, Rusya, Latin Amerika ve Güneydoğu Asya ülkeleri yanlış hiçbir şey yapmamış, bu ülkelerdeki yatırımlar da evrak üzerinde de olsa temelde sağlam güvencelere bağlanmıştı. Ancak söz konusu ülkelerin kriz yaşamasının en önemli sebebi,

onlara kredi veren uluslararası kredi kuruluşlarının finansal kırılganlık yaşamalarıydı. (Sachs 1998)

Sonuç olarak üçüncü nesil modellerde özel sektörle hükümet arasındaki politikaların krize sebep olacak etkileri ön plandadır. Bu kuşak yaklaşımlarında, sermaye hareketlerinin oldukça serbest ve denetimsiz bırakıldığı bir ekonomide finansal kuruluşları kontrol etmede yeterli olamayan hükümetlerin her an finansal krizle karşı karşıya kalabileceği ileri sürülmektedir (Serin ve Bastı, 2001).

1.4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KRİZLER

Dünya ekonomisinde artan bir oranda ekonomik potansiyele sahip olan Türkiye’de 1990’lı yılların başından itibaren sıklıkla çeşitli krizler yaşanmaya başlamıştır (Eğilmez, 2009:48).

Özellikle küreselleşmenin etkisiyle ülkede finansal serbestleşme politikaları uygulanmaya başlanmış, böylece Türkiye ekonomisi için yeni fırsat ve tehditler ortaya çıkmıştır. Bu süreçte ülke ekonomisinde hem kamu finansman açığı hem de cari işlemler açığı başta olmak üzere kur, faiz, enflasyon, dış ticaret, iç ve dış finansman alanlarında sürekli olarak çeşitli düzeyde sıkıntılar kendisini hissettirmiştir.

Öte yandan bu araştırmanın ekonometrik modelinde bağımlı değişken olarak yer alacak kriz tanımlamasına uygun düşen dönemlerde yaşanan gelişmelerin ve alınan tedbirlerin incelenmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle aşağıdaki başlıklar altında, 1998-2009 yılları arasında ülkemizde yaşanan krizlerin nedenleri, sonuçları ve krizi önlemek amacıyla alınan tedbirler kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

1.4.1. 1998 Rusya Krizi

SSCB’nin dağılmasıyla birlikte sosyalist anlayışla yönetilen Rusya ekonomisi, süratle liberal dünyayla entegre olmaya başlamış, ancak bu entegrasyon sürecinde adeta bir kan uyuşmazlığı yaşanarak bu ülkede bölgesel düzeyde etkili olan bir kriz patlak vermiştir.

1998 yılında yaşanan Rusya krizinin temel nedeni bu ülkeye Batıyla entegrasyon adına açılan limitsiz ve güvencesiz kredilerin ve yabancı sermaye akımlarının aniden ülkeden çıkması olarak görülmüştür (Özerol, 2009:117). Bu fon girişleri sayesinde Rusya

ekonomisinde spekülâtif bir balon oluşmasına ve sonucunda ülkedeki menkul ve gayrimenkullerin aşırı değârlenmesine neden olmuştur. Böylece sürdürülmesi ve geri ödenmesi pek mümkün olmayan şişirme emlak ipoteklerine bağılı verilen krediler bir süre sonra ödenemeyince Rusya ekonomisinde resesyon dönemine girilmiştir.

Ancak ulusal düzeyde başlayan sonradan Rusya'nın dış kredilerini ödeyemeyeceğini ilan etmesiyle bölgeselleşen bu krizin Türk ekonomisine de yansımaları olmuş, ülkemizde tam anlamıyla bir krize neden olmasa da özellikle iki ülke arasında artan ivmeyle gerçekleşen ticareti ve sermaye akımlarında ani durgunluğa yol açmıştır.

Bu çerçevede aşağıdaki başlıklar altında 1998 yılında Rusya'da meydana gelen krizin nedenlerini sonuçlarını ve Türkiye'ye yansımalarını kısaca incelemek mümkündür:

1.4.1.1. Krizin Nedenleri

1998 yılında Rusya'da yaşanan çok boyutlu finansal kriz Rus ekonomisinin kurumsal zayıflığı, ülkedeki mali ve döviz politikalarının uyumsuzluğuyla açıklanmaktadır (Medvedev, 2001:6).

Aslında Rusya, IMF'nin sabit kur ve yüksek vergileme gibi hatalı politikalarının mağdurlarından birisidir (Ramirez, 2006). Çünkü bu ülkede IMF para istikrarını sağlamak için sabit bir kur sisteminin destekçisi olmuş, yaşanacak nihai çöküntünün artçı sinyallerini görememiş ve hatalı ekonomi politikaları ısrarla uygulamaya devam etmiştir (Ramirez, 2006).

Dolayısıyla Rusya'da yaşanan kriz gelişmekte olan piyasalardan yabancı yatırımların çıkışını başlatmış ve bu gelişmeler bir yandan mali sektörün küçülmesine, diğâer yandan da kamu kesiminin yüksek borçlanma gereğinden dolayı, ülkedeki reel faizlerin yükselmesine sebep olmuştur (Medvedev, 2001:7).

Söz konusu krizin nedenlerine daha detaylı bakıldığında ise, kronik bütçe açıkları, sıkı para politikaları sonucu aşırı değârlenen Ruble, yeterince gelişmemiş bankacılık sektörü, kayıt dışılık ve ülkedeki siyasi problemlerin yaşanan krizin temel nedenleri olduğu söylenebilir (Medvedev, 2001:6). Ayrıca sayılan olumsuzluklara, bir de ülkeden yabancı sermayenin ani çıkışının eklenmesiyle birlikte ülkede büyük bir kriz kaçınılmaz hale gelmiştir.

Krizle karşı karşıya kalan Rus ekonomisi, 17 Ağustos 1998'de moratoryum ilan ederek 45 milyar ABD dolarına yakın bir borç ertelemesi yapmak durumunda kalmış ve rubleyi %15 oranında devalüe etmiştir (Medvedev, 2001:11).

Rusya'nın moratoryum ilanı ona kredi veren pek çok ekonomiyi ve uluslararası borsaları olumsuz yönde etkilemiş, özellikle ülkedeki kısa vadeli borçlanma kağıtlarının paraya çevrilmesinin de ertelenmesi ekonomiyi adeta felce uğratmıştır (Mishkin, 2001:13).

Rusya'da finansal krize yol açan faktörler içerisinde en önemlileri, bu ülkedeki döviz kuru uyumsuzluğu ve ülkeye yüksek oranda borç olarak giren yabancı kredilerin varlığıdır (Ramirez, 2006).

Ancak IMF bu çerçevede, kısa vadeli menkul kıymetler biçiminde kamu borç yükündeki aşırı artışın, söz konusu krize neden olduğunu savunmaktadır (IMF, 1998:18).

1.4.1.2. Krizin Rusya Ekonomisine Yansımaları

Rusya krizinin ardından ülkenin genelinde tüketim harcamalarında büyük oranda kısılmalar yaşanması nedeniyle sanayi sektöründe büyük bir üretim azalması görülmüştür (Mishkin, 2001:13).

Bunun sonucunda özellikle ülkedeki imalat sanayi 1999 yılının ilk çeyreğinden itibaren gerilemeye başlamıştır. Bu gerilemeyi ve ülke ekonomisinin büyümesine olumsuz etkisini GSYİH rakamlarına göre de değerlendirmek mümkündür (Medvedev, 2001:13).

Örneğin 1992-1995 yılları arasında Rusya'da GSYİH önemli artışlar gösterirken, 1996-1997 arasında bu artış oldukça sınırlı kalmış ve nihayet krizin yaşandığı 1998 yılında çok ciddi bir düşüşle yaklaşık 416 milyar dolardan 132 milyar dolara gerilemiştir. Ayrıca ülkenin 1997 yılında %8,3 olan kişi başına GSMH büyüme hızı 1998 krizinden sonra hızlı biçimde düşmeye başlamış ve 1998 sonunda %3,8 olarak gerçekleşmiştir (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999 :12).

Ülkedeki finansal rezervlerde meydana gelen değişim incelendiğinde, 1995 yılında rezervler bir önceki yıla göre önemli bir artış göstermiş ancak, takip eden yıllarda ciddi bir azalma yaşanmıştır. Krizin ortaya çıktığı 1998 yılında bu azalış en yüksek seviyesine çıkmıştır (Karluk, 2011:164).

Son olarak ÷lkedeki, ithalat ve ihracat rakamlarına bakıldığında ise, 1994'deki kısmi azalışın haricinde diğer yıllarda sürekli artış gözlenmiş, buna karşılık 1998'de ithalat 1997'deki yaklaşık 87 milyar dolar düzeyinden 1998'de yaklaşık 31 milyar dolara, ihracat ise yaklaşık 99 milyar dolardan 1998'de yaklaşık 41 milyar dolara gerileyerek keskin bir düşüş yaşamıştır (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999 :16).

1.4.1.3. Krizin Türkiye Ekonomisine Yansımaları

1998 yılında Rusya ekonomisinde yaşanan kriz, dış finansman iklimini olumsuz etkileyerek Türkiye ekonomisi için çeşitli sıkıntılara yol açmıştır (Özbilen, 1999:174).

Bu krizin Türkiye'ye en önemli yansımaları, 1998 başından itibaren mal ve hizmet ihracat gelirlerinin azalması ve borsaya giren portföy yatırımların olumsuz yönde etkilenmesi şeklinde kendini göstermiştir (Kazgan, 2005). Özellikle 1998 yılının ikinci çeyreğinden sonra, Türkiye'den 4,5 milyar dolara yakın sermaye çıkmış ve bu durum başta ÷lkedeki bankacılık sektörünü olumsuz şekilde etkilemiştir (Özbilen, 1999:177).

Aynı zamanda Rusya'da yaşanan kriz, ÷lkemizde hükümetin enflasyonu düşürmek için harcamaları kısıtıldığı bir döneme isabet etmiş ve o tarihlerde kriz nedeniyle yaşanan sıcak para çıkışı krizin etkilerinin büyük ölçüde derinleşmesine neden olmuştur (Kazgan, 2005). Bu çerçevede krizin ilk etkileri İMKB'de yaşanmış ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH'ya oranı 1998 yılında bir önceki yıla oranla yarı yarıya düşmüştür (Karluk, 1999:423). 25 Ağustos 1998'de 3253 puan olan İMKB endeksi o tarihe kadarki en büyük düşüşlerinden birini kaydederek 27 Ağustos 1998'de 2603 puana gerilemiştir (TCMB, 1999). Hükümet borsadaki düşüşü önleyecek tedbirler almış bu tedbirlerin yeterli olmaması üzerine Eylül ayı başında yeni tedbirler almak zorunda kalmıştır (Karluk, 1999:425).

Son olarak Rusya krizinin Türkiye'nin dış ticaretinde neden olduğu kayıplara bakıldığında ise, 1998 yılında Türkiye'nin toplam ihracatı %2,4 oranında arttığı, ancak Rusya'ya olan ihracatın %45,7 ve %34,5 oranlarında azaldığı gör÷lmektedir (Özbilen, 1999:174). Bu azalmayla birlikte ÷lkemizden 4,5 milyar dolara yakın sermaye çıkışı olduğu Merkez Bankası tarafından ifade edilmektedir (TCMB, 1999).

Ayrıca ÷lkemizden sermaye çıkışına paralel olarak Merkez Bankası döviz rezervlerinde belirgin bir azalma da kaydedilmiştir. Örneğin Ağustos ayı başında 26 milyar

305 milyon dolar olan döviz rezervleri, 28 Ağustos 1998 itibariyle 21 milyar 965 milyon dolara kadar gerilemiştir (TCMB, 1999).

1.4.2. 2000 Yılı Kasım Krizi

Rusya'da meydana gelen krizin henüz yaralarını sarmaya çalışan ve o yönde tedbirler almaya çalışan Türkiye ekonomisinde, 17 Ağustos 1999 depreminden birkaç ay önce kriz emareleri görülmeye başlanmıştır (Kazgan, 2005).

Ülkede 1999-2000 yıllarında yaşanan krizlerin başlıca nedenleri; sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıklı yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır (Alper ve Öniş, 2003:4). Bunlara ilaveten küreselleşme, ekonomide belirgin bir kriz olmadığında da bulaşıcı krizler aracılığı ile Türkiye'de istikrarsızlık doğurmuş, Asya ve Rusya krizleri gibi dışsal etkenler ekonominin dayanıklılığını azaltarak durgunluğa veya daralmaya neden olmuştur (DTM, 2002).

Özellikle ülke ekonomisini oldukça sarsan, ülkenin sanayi ve üretim merkezi olan Marmara bölgesinde 17 Ağustos 1999 tarihinde meydana gelen depremle birlikte ülke ekonomisini çok ciddi sarsılmıştır. Bu çerçevede aşağıdaki başlıklar altında Türkiye ekonomisinde 1999 ve 2000 yılında yaşanan krizlerin nedenlerini ve sonuçlarını incelemek yerinde olacaktır.

1.4.2.1. 17 Ağustos 1999 Marmara Depremi

Türkiye'de 1997 ve 1998 yıllarında yaşanan Asya ve Rusya krizlerin etkisinin azalacağı beklentileri 1999 yılında yaşanan Büyük Marmara Depremi ve 2000 yılında yaşanan Kasım bunalımı ile adeta boşa çıkmıştır (Kazgan, 2005).

Özellikle bu dönemde Avrasya bölgesinden Rusya krizini izleyerek borsalardan kaçan sermaye Türkiye'yi de kapsamına almış, borsa tarihsel bir dibe vuruşu yaşamıştır (Akyüz ve Boratav, 2002). 23 Haziran 1999 tarihinde BDDK'nın kurulması olumlu yönde bir gelişme olarak görülürken, hemen arkasından 17 Ağustos 1999 tarihinde depreminin yaşanması ülke ekonomisini çok ciddi sarsmıştır.

Bu nedenle ülke ekonomisini ayakta tutmak amacıyla 21 Aralık 1999 günü yeni bir ekonomik kısıtlama programı ortaya konmak zorunda kalınmıştır (Akyüz ve Boratav, 2002). Söz konusu program ülke ekonomisine faizi yüksek ve vadesi kısa borç yükü getirmiş, 1999 yılının sonunda Hazine'yi iç borçları ödeyemeyeceği bir noktaya götürmüştür.

Ekonominin kamu kesimi finansman açığının zirveye çıkması ve kronikleşmiş yüksek enflasyonu aşağıya çekme hedefinden uzaklaşılması nedenleriyle Türkiye 1999 yılının Aralık ayında IMF'le döviz kuru temelli bir istikrar programı antlaşması yapmasına neden olmuştur (Akyüz vd., 2003).

IMF desteğiyle uygulamaya konulan enflasyonla mücadele programı etkilerini ise ilk olarak faizlerin düşmesiyle göstermiş, bu dönemde DİBS'nin ortalama bileşik faiz oranları 1999 yılının son çeyreğinde %103 iken, 2000 yılında sürekli azalarak Kasım krizine kadar %40'a kadar gerilemiştir (Akyüz vd., 2003). Bu program sayesinde faizlerdeki düşüşün en önemli nedeni döviz kurunun belirli bir rakama bağlanması nedeniyle düşük faizle yapılan dış borçlanmanın artması olduğu ifade edilmektedir (TCMB, 1999).

Öte yandan dönemin bazı makroekonomik göstergelerine bakıldığında, 1999 yılında Türkiye'de enflasyon (TÜFE) %65'e, büyüme oranı -%6'ya, iç borç stokunun GSMH'ya oranının %29'a, cari işlemler açığının ise 1,36 milyar dolara (GSMH'ların yaklaşık %0,7'sine) ulaştığı görülmektedir (TCMB, 1999). Ayrıca Türkiye'nin 1990 yılında yaklaşık 134 milyar dolar olan GSYİH büyüklüğü 1999 yılının dördüncü çeyreğinde 1998'e göre önemli ölçüde azalmış ve 142 milyar dolara kadar düşmüştür (DPT, 1999).

1999'un son çeyreğinde 17 Ağustos Depreminin de etkisiyle ülkede yeniden negatif büyüme yaşanmış ve böylece Türkiye 1999 yılını -%7,3 büyüme oranı ve %53,2'lik enflasyon oranıyla kapatmıştır (TCMB, 1999).

Son olarak, 1999 yılının sonlarına doğru ülkedeki sermaye hareketlerinin içeriğine bakıldığında ise, portföy yatırımlarının ve kısa vadeli sermaye hareketlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir (DPT, 1999).

1.4.2.2. 2000 Yılı Kasım Krizi

Türkiye, Asya ve Rusya krizlerinin ve 17 Ağustos depreminin ardından, Aralık 1999'da IMF ile yeni bir stand-by antlaşması imzalamış ve böylece 2000 yılında Enflasyonla Mücadele Programını yürürlüğe koymuştur (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Ülkemizde yapılan kriz araştırmalarında, 2000 yılında yaşanan Kasım krizinin, IMF ile imzalanan bu stand-by anlaşması ve yanlış belirlenen enflasyonla mücadele programından kaynaklandığı ifade edilmektedir. (Eğilmez ve Kumcu, 2001; Güloğlu ve Altınoğlu, 2002; Akyüz vd., 2003).

22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Direktörleri Kurulu'nca onaylanarak yürürlüğe giren stand-by anlaşması kapsamında kamuoyuna duyurulan "Enflasyonu Düşürme Programı", 2002 yılı sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi amaçlamaktaydı (Akyüz vd., 2003). Aslında IMF'ye verilen niyet mektubunda 2000 enflasyonu düşürme programının genel çerçevesi belirlenerek, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması ve faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar mertebesinde olması hedeflenmiştir (Çolak, 2001).

Böylece Türkiye'de enflasyonu düşürmek ve ekonomide büyüme ortamını yeniden sağlamak amacıyla en kapsamlı ekonomik istikrar programının 2000 yılı başında uygulanmasına karar verilmiş ve ülke 2000 yılına IMF stand-by desteğinde yeni bir ekonomik programla girmiştir (Eğilmez ve Kumcu, 2001).

Bu programın üç temel ayağı vardı: Bütçe ve bütçe dışındaki kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması, önceden belirlenmiş bir sürünen sabit kur (crawling peg) uygulamasıyla döviz kurlarının belirlenmesi, yapısal reformların yapılması ve özelleştirmenin hızlandırılmasıdır (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Söz konusu enflasyonla mücadele programına göre, Merkez Bankası 2000 yılı başından sonuna kadar uygulayacağı kurları günlük olarak açıklamış ve bu kurlardan Merkez Bankası döviz alım satımı yapacağını kamuoyuna duyurmuştu (Akyüz vd., 2003).

Böylece 1998 yılı son çeyreğinde başlayan ve 1999 yılında devam eden yüksek reel faizlerin etkisiyle hızla bozulan kamu maliyesinin sağlıklı bir yapıya kavuşmasını hedeflemekteydi. Programın temel amacı olan enflasyonu düşürme hedefi ise 2000 yılında

%25, 2001 yılı sonunda %12, 2002 yılında ise tek haneli rakamlara düşmesi şeklinde belirlenmişti (Eğilmez ve Kumcu, 2001:8).

Programın son ayağını yapısal reformlar ve özelleştirme programları oluşturmuş, 2000 yılında 5 milyar doları Telekom'dan olmak üzere 7,6 milyar dolar ve 2001 yılında 6 milyar dolarlık özelleştirme yapılması planlanmış, ancak siyasi nedenlerle ve uluslararası piyasalardan beklenen talebin gelmemesi gibi nedenlerle büyük özelleştirmeler (THY, Türk Telekom) yapılamamıştır (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Öncelikle bankaların 2000 yılı sonunda döviz pozisyonlarını kapatmaya gitmeleri ile ülkede ciddi bir döviz likiditesi sıkıntısı oluşmaya başlamıştır. Oysa anlaşma gereği döviz kuru belli bir bant içinde sabitlendiğinden döviz fiyatı arttırılmamıştır (Eğilmez ve Kumcu, 2001).

Dolayısıyla ülkedeki finansal piyasalar tarafından, TL için çok büyük faiz verileceği vaat edilmiş ve böylece likidite sağlanmaya çalışılmıştır. Ancak para kurulu rejimine benzer bir rejim uygulayan ülkemizde Merkez Bankasının herhangi bir sterilizasyon yapmaması bu krizin boyutlarını büyütüştür (Akyüz vd., 2003). Özellikle bu zaman zarfında repo ihalelerindeki faiz değişimi (ortalama bileşik faiz) Kasım sonu ve Aralık başı %1.000'lerin üzerine çıkan faiz oranları Aralık başında %20.000'lere dayanmıştır (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Ayrıca bu dönemde kurun savunulması pahasına faizlerin yükselmesine hükümet tarafından göz yumulmuş ve program taviz verilmeden devam ettirilmeye çalışılmıştır. Programın tarım ve sanayi alanında yeni yatırım ve teşviklere ilişkin öngördüğü düzenlemeler de uygulanamayınca, piyasalarda likidite ihtiyacı baş göstermeye başlamıştır. Merkez Bankası ise IMF programı ve hedefleri uyarınca piyasaya likidite vermemiş, döviz talebindeki artışın faiz oranlarını arttırılması suretiyle frenlenmesi istenmiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Böylece Türkiye ekonomisi 2000 yılı sonbaharında, cari işlemler açığının GSYİH'nın %4'ünü aştığı, ithalat giderleri ve dış borçların arttığı, buna karşılık ihracat gelirlerinin azaldığı ve yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı oldukça kötü bir konuma düşmüştür (Eğilmez ve Kumcu, 2001; Akyüz vd., 2003). Devalüasyon beklentisinin iyice arttığı bu olumsuz ortamda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve bankaların açık pozisyonlarını kapatma telaşıyla döviz talepleri daha da artmış, piyasada likidite sıkıntısı kriz boyutuna gelmiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Sonuç olarak, 1999 yılında 1 milyar 364 milyon dolar olan cari işlemler açığı Eylül 2000 itibariyle 6 milyar 823 milyon dolara çıkmış, ülke ekonomisi cari işlemler açığı, artan ithalat giderleri ve dış borçlarla, azalan ihracat gelirlerine karşılık yabancı sermaye girişinin sağlanamadığı bir konuma gelmiş, piyasalarda devalüasyon beklentisi artmıştır (Uygur, 2003:47).

Öte yandan faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'ye devredilmiştir. Diğer bankalara el konulacağı kaygısı paniğe yol açmış ve 22 Kasım'da bankalar arası piyasalarda ortalama gecelik faiz %110,8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da %210'a ulaşmıştır (TCMB, 2000). Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası sonuçta piyasaya döviz sürmek zorunda kalmış, böylece 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralık 2000 tarihinde 18 milyar 942 milyon dolara inmiştir (TCMB, 2000).

Bununla birlikte Kasım 2000'de yaşanan likidite krizinin nedeninin, sadece finansal piyasaların nakit talebine cevap veremeyişi ile değil, aynı zamanda bu dönemdeki likidite talebinde olağanüstü nitelikteki artışlar olduğu ileri sürülmektedir. Bu değerlendirmeyi daha anlamlı kılmak amacıyla 2000 yılı Kasım ve Aralık ayında yaşanan önemli olayları kronolojik olarak incelemek yerinde olacaktır:

İlk olarak resesyonun başladığı 20 Kasım 2000 tarihinde İMKB %7,1 düşmüş, yabancı yatırımcılar borsa ve bonodaki portföylerini boşaltmaya başlamışlardır. Kısa sürede 7 milyar dolarlık çıkış yaşanırken, ülkedeki kredi faizleri hızla yükselmiştir. Demirbank'a el konulacağına ilişkin söylentiler yayılmaya başlamış ve piyasalardaki artan döviz talebi ve yükselen faizler özellikle kamu bankalarında likidite sıkışıklığı yaratmıştır.

22 Kasım 2000'de piyasada bazı bankalara el konulacağı söylentileri, paniğe yol açmış ve ortalama gecelik faizler %100'ün üzerine çıkmıştır. 28 Kasım 2000'de İMKB %9 düşerken gecelik faizler %240 civarına yükselmiş ve TCMB 17 Kasım-5 Aralık 2000 arasında 7,4 milyar dolar döviz satmıştır.

30 Kasım 2000 tarihinde TCMB artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde piyasaya fon sağlamayacağını duyurduğundan faizler yeniden yükselmiş ve dövize talep düşmüş ve 4 Aralık 2000 itibariyle 15 Kasımdan itibaren İMKB-100 endeksindeki düşüş oranı %45'i bulmuştur (Varlık, 2009:161).

6 Aralık 2000 tarihinde Demirbank'ın yönetim ve denetimi TMSF'ye devredilmiştir. IMF'den 10,4 milyar dolar geleceğinin açıklanması piyasaları rahatlatmıştır. Ayrıca 7 Aralık 2000'de TMSF bünyesindeki 10 bankaya, Hazine tarafından arz edilen DİBS ile sermaye yeterlilik oranları asgari düzeye ulaşacak şekilde kaynak sağlanmıştır. Böylece mali piyasalardaki tedirginlik kısmen giderilmiş, kısa vadeli günlük çözümler üretilmiş ve krizin derinleşmesi bu sayede önlenmiştir.

13 Aralık 2000'de ise Hükümet'in kamu bankalarının yeniden yapılandırılarak özelleştirilmesi hususunda Bakanlar Kurulu kararı yayımlanmış ve böylece 28 Aralık 2000 tarihinde IMF tarafından yapılacak yardımın 2,8 milyar doları Hazine hesaplarına geçmiştir. Böylece ülkemizde Kasım krizinin derinleşmemesinin önüne geçilmiştir. Serbest bırakılan bu kredi dilimiyle birlikte ülkeye IMF toplam 7,5 milyar dolar tutarında ek kredi vermiştir.

Bu dönemde özellikle portföy yatırımlarında yaşanan tüm spekülative saldırılara rağmen döviz fiyatlarındaki dengesiz değişimlerden ürken halkın her şeye rağmen TL'den dövize geçmemesi Kasım krizinin bir sonraki yılda yaşanan krizler gibi derinleşmesini önlemiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Sonuç olarak, Türkiye'de Aralık ayının sonlarından Ocak 2001'in başlarına doğru kriz ortamından çıkılmaya başlanmış, 5 Ocak 2001 tarihinde Merkez Bankası döviz rezervlerinin yeniden 25 milyar doların üzerine çıkmasıyla kısa süreli bir rahatlama yaşanmıştır (Varlık, 2009:165).

1.4.3. Türkiye'de 2001 Yılı Krizleri: İkiz Kriz Dönemi

2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz nedeniyle zaten hassas ve gergin olan finansal piyasalar, 19 Şubat 2001 tarihinde dönemin Başbakanı ile Cumhurbaşkanı arasında yaşanan siyasi tartışma sonucunda altüst olmuştur.

Böylece ülkede yeni bir döviz krizi başlamış, daha sonra bu döviz krizi banka krizine dönüşerek Türkiye'de 2001 yılında, "para" ve "bankacılık" krizinin aynı anda yaşandığı ikiz krizin meydana gelmesine neden olmuştur (Yay vd., 2001:51; Varlık, 2009:165).

Kısaca özetlenen bu krizlerin nedenleri, sonuçları ve krizlerden çıkmak için alınan tedbirlerin Türk ekonomisine ve finans piyasalarına yansımaları anlatılmaya çalışılacaktır.

1.4.3.1. 2001 Yılı Krizlerinin Nedenleri

2000 yılı Kasım krizini IMF'den aldığı desteklerle kısmen aşmaya başlayan Türkiye'de, aynı yılın Aralık ayından itibaren ekonomik ve finansal göstergeler yavaş yavaş yoluna girmeye başlamıştır (Yay vd., 2001:51).

Örneğin 2000 yılı Aralık ayı sonunda ortalama %199 olan İnterbank gecelik faiz oranları, Ocak ayında %42'ye düşmüş; İMKB 100 endeksi ise, 4 Ocak 2001 itibariyle 10.198 puana yükselmiştir (Delice, 2003: 69). Ancak bu tür kısmi olumlu gelişmeler, 19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışmayla son bulmuş, bu tartışma bahanesiyle ülkedeki finansal piyasalardan büyük oranda çıkışlar yaşanarak, ülkede yeniden döviz sıkıntısı başlamıştır (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Özellikle Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan yerli yatırımcıların, kolay yoldan para kazanma düşüncesiyle 2001 yılı Şubat ayı içinde adeta dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmış, Merkez Bankası, krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya döviz sürerek müdahale etmiştir (Yay vd., 2001:53).

Öte yandan 2001 yılı başında ülkede devalüasyon beklentisinin iyice arttığı bu olumsuz ortamda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık net portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve bankaların açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz talepleri artmış ve piyasada likidite sıkıntısı daha da artmıştır. Ancak bu sefer Merkez Bankası IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasaya likidite verememiş ve piyasaların döviz talebindeki artışı faiz oranları arttırılarak frenlenmek istenmiştir (Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Ülkedeki reel faiz oranları önemli ölçüde yükselmiş, yurt dışına büyük boyutlu sermaye çıkışları yaşanmış, Merkez Bankası rezervleri hızla gerilemiş ve özellikle borsa hisse senedi fiyatlarında keskin bir düşüş gözlenmiştir (Varlık, 2009:168). Bu nedenlerle 2001 yılı Şubat ayında Hazine ihalesi öncesindeki olumsuz gelişmeler, uygulanan IMF programına olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Türk Lirasına karşı yapılan spekülasyon ataklarıyla ekonomik kriz ülkeyi avucunun içine almıştır.

Ayrıca 22 Şubat 2001 tarihinde, sabit döviz kuru uygulaması planlandığı gibi yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçilince, ülkedeki döviz fiyatları TL karşısında adeta rekor kırmış ve bu yükseliş karşısında oldukça yetersiz kalan döviz rezervleri yavaş yavaş

erimeye başlamıştır (Yay vd., 2001:54). Bu olumsuz tabloyu ülkedeki cari işlemler açığının GSYİH'nın %4'ünü aşması, ithalat giderleri ve dış borçların artması, buna karşılık, ihracat gelirlerinin azalması ve ülkeye bir türlü yabancı sermaye girişinin sağlanamaması eklendiğinde yaşanan döviz krizinin neden derinleştiği daha iyi anlaşılmaktadır (Delice, 2003: 69).

Aslında hem Kasım ve hem de Şubat krizlerinin nedenleri incelendiğinde; ana belirleyici faktörün ülkede yüksek oranda seyreden cari işlemler açığı olduğu görülmektedir. Özellikle 2001 yılında likidite krizinin oluşmasına etki eden temel faktörler olarak, sermaye girişlerinin sürekliliğini sağlama ve beklentilerin yönetilmesi hususunda hükümetin hataları ile IMF programındaki kur riskine karşı yeterli desteğin sağlanmasındaki eksikliğin olduğu ifade edilmektedir (Alper, 2001:51).

Diğer yandan, petrol fiyatlarındaki, FED faizlerindeki yükselmeler, \$/Avro paritesindeki olumsuz gidişat gibi dışsal koşullar ve Türkiye'deki bankacılık sistemindeki kırılmanın etkisiyle 2001 Şubat krizinin ortaya çıktığı vurgulanmaktadır (Akyüz ve Boratav, 2002:15-17; Varlık, 2009:169).

Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni düzenlemeler birden hız kazanmaya başlamış, yeni kurulan TMSF bankacılık sektöründe etkinliğini ve denetim işlevini yavaş yavaş arttırmaya başlamıştır (Yay vd., 2001:51; Güloğlu ve Altınoğlu, 2002).

Ancak bu sefer de, bazı bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) alınacağına ilişkin söylentiler piyasada kulaktan kulağa yayılmaya başlamış, bankaların birbirlerine olan kredi hatlarını iptal etmelerine ya da minimum düzeye düşürmelerine yol açmıştır (Varlık, 2009:166). Bu gelişmenin yarattığı ek likidite daralması, bankaların daha yüksek faizle fon bulmaya razı olmaları sonucunu getirerek, faizlerde ortaya çıkan hızlı yükselme Hazine kâğıtlarının ikinci el piyasasında işlem hacminin hızla düşmesine neden olmuştur (Delice, 2003: 74).

Başlangıçta yılsonu hesap işlemleri nedeniyle yavaş yavaş piyasadan çıkmaya yönelen yabancı yatırımcılar ise, gelişmelerin farklı bir boyuta kaydığını algılayarak döviz taleplerini artırıp, ellerindeki Hazine kâğıtlarını hızla satarak Türkiye'den çıkışlarını daha da hızlandırmışlardır (Yay vd., 2001:56). Bu fonların ortağı konumundaki yabancı bankalar paralarını alarak fonlardan çıkmaya başlamaları üzerine, fondaki Hazine kâğıtlarının fonlanması da yerli bankaların üzerine kalmıştır (Yay vd., 2001:58).

İşte tüm bu olumsuzluklar 2001 Şubat krizinin hemen akabinde Türkiye ekonomisinde yeni bir bankacılık krizinin ortaya çıkmasına ve çok sayıda bankanın batmasına neden olmuştur (Varlık, 2009:165). Bu dönemde bankacılık sektöründe ortaya çıkan çeşitli olumsuzluklar nedeniyle 20 banka TMSF'ye devredilmiş, 8 bankanın faaliyetine son verilerek tasfiye edilmiş ve 11 banka birleşmesi gerçekleşmiştir (Akar ve Çiçek, 2007:178).

Son olarak belirtilmelidir ki, bu dönemde yaşanan ikiz krizin nedenleri konusunda yapılan ampirik araştırmalar, Türkiye'nin 2001 yılında yaşadığı ikiz krizlerin öncesinde finansal genişlemeler yaşandığını ve bu genişlemelerin büyük ölçüde kısa vadeli sermaye girişleri tarafından beslendiğini kanıtlamaktadır (Varlık, 2009:174; Akar ve Çiçek, 2007:179).

1.4.3.2. 2001 Krizlerinin Türkiye Ekonomisine Yansımaları

21 Şubat 2001 tarihinde Milli Güvenlik Kurulunda Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında yaşanan gerilim, 2000 yılı kasım ayından beri piyasalardaki hassaslığın da etkisiyle ekonomik krize dönüşmüş ve ülkedeki gecelik faizler %7500'e çıkarken, İMKB endeksi de %18,1 oranında düşmüştür (Varlık, 2009:168).

Ülkedeki finansal piyasalarda panikle başlayan bu süreç, yerli parayı savunmak için gecelik faizlerin astronomik oranlara yükselmesine rağmen, yerleşiklerin yoğun döviz talebi nedeniyle Merkez Bankası çok ciddi rakamlarda döviz satışı yapmak zorunda bırakılmıştır.

Özellikle 16 Şubat 2001 tarihinde 27 milyar 943 milyon dolar olan ülkedeki döviz rezervleri, 19 Şubat 2001 tarihi itibarıyla 22 milyar 581 milyona inmiş; Merkez Bankası böylece bir gün içinde (17 ve 18 Şubatın hafta sonu tatili olması dikkate alındığında) 5 milyar doların üzerinde döviz rezervi kaybetmiştir (Akar ve Çiçek, 2007:178).

Aslında TCMB bu hamlesiyle ülkede uygulanan sabit kur rejimini savunmaya, rezerv kaybını önlemeye ve piyasaya verdiği Türk Lirası cinsindeki likiditeyi sınırlamaya çalışmıştır. Ancak, bu uygulama sonucunda gecelik faizler %1.000'ler seviyesinin üzerine çıkması, kamuoyunda "Kara Çarşamba" olarak da adlandırılan 21 Şubat 2001 tarihinde TCMB'nin para politikası ve likidite yönetiminin etkinliğinin tamamen ortadan

kalkmasıyla birlikte TCMB'nin para ve kur politikası çerçevesi sürdürülemez bir noktaya gelmiştir.

Bunun üzerine Merkez Bankası 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçmiştir. Çünkü 2001 yılında yaşanan bu kriz, finansal sektörde yapısal sorunlara sahip Türkiye ekonomisinde sabit kur rejiminin sürdürülemeyeceğini ortaya koymuştur. Bununla birlikte Merkez Bankasının dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir (Varlık, 2009:168).

Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenince gecelik İnterbank faiz oranları en yüksek %50'den, %6.200'e çıkmış daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda %103'lere inmiştir. 16 Şubatta 10.169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubatta 8.683 puana inmiştir (TCMB, 2003). Böylece ülkemizden bu dönemde 5-7 milyar dolar civarındaki sıcak paranın ani çıkışı krizlerin derinleşmesinde etkili olmuştur.

Öte yandan bu dönemde bankacılık kesimi çok ağır likidite, faiz ve kur riskleri ile karşı karşıya kalmış, ülkemizdeki bankacılık sistemi ve borçların çevrilebilirliği sorunları nedeniyle tarihindeki en önemli ekonomik ve finansal krizle karşı karşıya kalmıştır. Özellikle kamu bankalarının para piyasalarında yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle ödemeler sistemi çökmüş, menkul kıymet ve para piyasaları işlemleri durmuştur. 2000 Kasım para krizinin de getirmiş olduğu makroekonomik yansımalar, Şubat ayı itibarıyla yaşanan döviz kuru krizinin aynı zamanda sistemik bir bankacılık krizine de dönüşmesini hızlandırmıştır. Böylece bu dönemde Türkiye bir "ikiz kriz" ile karşı karşıya kalmıştır (Varlık, 2009:168).

Nitekim Türk bankacılık sektöründe 2000 yılı sonu itibarıyla 61'i mevduat,18'i kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere toplam 79 banka mevcut iken, 2001 yılı Eylül ayında mevduat bankalarının sayısı 51'e, kalkınma ve yatırım bankalarının sayısı da 16'ya gerilemiştir. Sistemdeki toplam banka sayısı, 2001 yılı Eylül ayında 67'ye düşmüştür. Söz konusu krizlerin bankacılık sektöründe sebep olduğu zarar yaklaşık 25 milyar dolar civarında olduğu ifade edilmektedir (TCMB, 2003).

Ayrıca, Şubat 2001 kriziyle birlikte Aralık 1999'da uygulamaya konulan "enflasyonla mücadele" programının sonuna gelinmiştir. Bunun yerine Şubat krizinden sonra 15 Mayıs 2001 tarihinde "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" olarak adlandırılan yeni bir program yürürlüğe girmiştir. Bu son programın Aralık 1999 niyet mektubuyla

somutlaşan 2000 enflasyonu düşürme programından temel farkı, sabit döviz kuru yerine dalgalı kura dayanan bir para programı içermesidir (Akyüz ve Boratav, 2002:17).

Krizin Türkiye ekonomisinin makroekonomik göstergelerine oldukça olumsuz yansımaları olmuştur. Bu anlamda özellikle Türkiye'nin GSYİH rakamları da çok ciddi gerileme yaşamıştır. Örneğin 1995-1998 yılları arasında artış gösteren GSYİH, 1999 yılında 142 milyar dolarken, 2000 yılında 185,6 milyar dolara çıkmış, sonrasında ise 2001'de yaşanan krizin etkisiyle çok ciddi bir azalmayla 123 milyar dolara gerilemiştir. Yine ülkedeki ithalat ve ihracatta artışlar yaşanmış, 2000 yılında yeni yeni yaşanmaya başlayan artışlar, krizin yaşandığı 2001 yılında gerileyerek, ithalat 2000 yılındaki düzeyi olan 58,3 milyar dolardan 38,5 milyar dolara ve ihracat ise 44,5 milyar dolardan 41,5 milyar dolara gerilemiştir (Akyüz ve Boratav, 2002:19).

Sonuç olarak denilebilir ki, 2001 yılı kriz döneminde ülke ekonomisindeki yapısal sorunlar ve siyasal yönetim eksiklikleriyle derinleşen finansal sistemdeki kırılmalar, ülkedeki finansal panik ortamında ani sermaye çıkışlarına yol açmış, bu sermaye çıkışları, bankacılık kesiminde ağırlaşan uluslararası (döviz) likidite sıkıntısına ve yerli paranın değer kaybı yönündeki baskılara eşlik edince ikiz krizi ortaya çıkarmıştır (BDDK, 2010:26).

Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından hazırlanan, döviz kuru çıpasına dayalı olan ve Türkiye'de enflasyonun 2002 yılında %10 altına inmesini hedefleyen teknik ve finansal destekler içeren bir mali uyum programının yürürlüğe girmesinin bir yıl ardından, birer yıl ara ile iki önemli kriz yaşanmıştır. Kasım 2000'de yaşanan kriz programı sarsmış, Şubat 2001'de yaşanan kriz ise programın durdurulmasına neden olmuştur. 2001 krizi sonrasında Türkiye'de makroekonomik politikaların belirleyicileri; dalgalı kur rejimine geçiş yapılması, 2002 yılında yapılan seçimden tek partinin iktidar olması, IMF destekli Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve bu program kapsamında uygulanan sıkı para ve maliye politikaları olmuştur.

2001 krizi sonrası dönemde uygulanan politikaların sonucu olarak Türkiye ekonomisi hızlı bir büyüme süreci girmiş ve 2002-2007 döneminde ortalama yıllık %7 oranında bir büyüme hızına ulaşmıştır. 2002-2007 döneminde en yüksek büyüme hızı %9,4 ile 2004 yılında gerçekleşmiştir. 2005, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen ekonomik büyüme oranı sırasıyla %8,4, %6,9 ve %4,7 olmuştur. 2002 yılından itibaren kararlılıkla uygulanan ekonomik ve mali politikaların sonucunda gelir ve giderler arasında uyumun

gerçekleşmiş olması, bütçede etkinlik ve tasarruf artışı sağlamış, vergi gelirlerinde ise yüksek performans sayesinde bütçe gelirlerinde olumlu gelişmeler kaydedilmiştir. Bu çerçevede merkezi yönetim bütçe giderlerinin GSYİH'ye oranı ile faiz giderlerinin hem bütçe içindeki hem de GSYİH içindeki oranı azaltılmış; bütçe açığının belirgin şekilde düşürülmesiyle ve her yıl istikrarlı bir şekilde elde edilen faiz dışı fazla neticesinde kamu kesimi borçlanma gereğinde ve kamu borç stokunun GSYİH'ye oranında önemli oranda düşüşler sağlanmıştır. 2002 yılında %11,5 olan bütçe açığının GSYİH içindeki payı 2007 yılı sonunda %1,6'ya gerilemiştir.

2002 yılı sonu itibariyle yaklaşık %30 olan TÜFE enflasyonu 2004 yılı ile birlikte tek haneli rakamlara düşmüştür. 2004 yılında %9,3 olan enflasyon oranı 2005 yılında %7,7'ye gerilemiştir. 2006 sonu itibariyle de %9,7 gerçekleşen enflasyon oranı, 2007 yılında %8,4 olmuştur. 2002-2007 yılları arasında Türkiye ekonomisinde yaşanan iki olumsuz gelişme yüksek büyümeye rağmen işsizlik oranlarının azaltılamaması ve cari işlemler bilançosunda sürekli ve büyük orandaki açıktır. 2002 yılında %10,3 olan işsizlik oranı, 2007 yılında da değişmemiştir. Cari açık yönünden ise, 2002 yılında %0,3 olan cari açığın GSYİH'ye oranı, artan girdi ihtiyacı ve enerji fiyatları nedeniyle 2006 yılında %6,1'e yükselmiştir. 2007 yılında ise, ihracat artışının ithalat artışından hızlı gerçekleşmesi ile bu oran %5,9'a gerilemiştir.

Bu olumlu gelişmeler sonrası 2008 yılında yaşanan ABD merkezli küresel ekonomik kriz Türkiye ekonomisini de etkilemiştir.

1.4.4. 2008 ABD Küresel Krizi

ABD'de 2007 ortasından konut sektöründeki sorunlarla baş gösterip, 2008'in son çeyreğinde kendisini küresel çapta hissettiren ve 2009'un ilk çeyreğinde dip yaparak ikinci çeyrekte itibaren dipten dönüş sergileyen küresel bir kriz meydana gelmiştir (Özatay,2009; Maechler ve Ong, 2009; Kansu, 2006; Birinci, 2011).

Krizin yayılma mekanizması, küresel düzeyde beklentilerin, kredi mekanizmalarının ve talebin bozulmasına bağlı olarak, iflaslar, üretim ve istihdamda bozulmalar olarak kendisini göstermiştir (Maechler ve Ong, 2009:12). Türkiye ekonomisi de aynı mekanizmalardan etkilenerek, küresel krizden payına düşen üretim ve refah kaybını almıştır (Kansu, 2006: 64).

2008 yılında yaşanan bu krizin küresel kriz olduğundan ve yukarıda anlatılan krizlerden bu anlamda farklılaştığından bahsetmek yerinde olacaktır. Bunun bir küresel kriz olduğu gerçeği de dünyadaki hemen her ekonominin bu krizden önemli ölçüde etkilenmesi ile ispatlanabilmektedir (Kansu, 2006: 64).

Araştırma kapsamında baz alınacak bu küresel krizin nedenleri, ABD ve Türkiye ekonomilerine yansımaları aşağıdaki başlıklar altında incelenmeye çalışılacaktır.

1.4.4.1. Küresel Krizin Nedenleri

ABD’de 2002 yılından itibaren görece düşük saptanan faiz oranları, başta ipotek kredili ev alımları olmak üzere, genelde tüketimi kamçulamış, bu da ülkedeki finans kuruluşlarının piyasalara sürdüğü ipotek, kredi veya sigorta vb. çeşitli finansal ürünleri çoğaltıp, bunların satış alanlarını genişletmiştir (Maechler ve Ong, 2009:13).

Ülkede, kredi ile ifade edilen varlıklara dayalı yeni krediler ve “Hedge Fund” (Serbest Yatırım Fonu) olarak isimlendirilen yeni fiktif varlıklar ortaya çıkararak, finansal piyasalar olağanüstü şekilde genişlemiştir (Birinci, 2011:42). “Hedge Fund” olarak isimlendirilen Menkul kıymetleştirme, kısaca, nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlanmaktadır (Maechler ve Ong, 2009:9).

Bu işlemten sonra ABD’de kredi kullanmış olan borçlunun ipotek ettirdiği gayrimenkulün değeri sanal olarak yükselmiş, ancak gayrimenkulün reel değerinin borcu karşılayamadığı ortaya çıkınca, finansal yapılarda hissedilen ilk sarsıntı ile sistem krize girmiştir (Özatay,2009:143).

Ayrıca bu tür yapay fonlarla kredi araçları olağanüstü boyutlarda geliştirilmiş ve reel kesimle arasındaki organik bağın koptuğu finans kesimi, reel kesimin boyutlarını aşarak, aşırı şekilde şişmiştir. Buna ek olarak borçların geri dönüşünde yaşanan güçlük finansal kurumların çökmesi yanında, piyasalarda tüketici güveninin sarsılmasına ve panik oluşumuna neden olmuş, reel sektörde de talebin gerilemesine yol açmış ve finansal alandaki krizin reel sektöre yansımalarına neden olmuştur. (Kansu, 2006:65; Özatay, 2009:145).

Aslında ABD’de 2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likidite sürekli yükselmiştir. Bu nedenle ülkedeki bankalar herhangi bir işi geliri veya

varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır (Maechler ve Ong, 2009).

Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamış ve bankaların bu konutları piyasaya arz etmesi konut fiyatlarında düşüşe yol açmıştır (Özcan, vd., 2009:233). Bu durumda halen kredisini ödemekte olan bazı konut kredisi kullanıcılarının ellerindeki evlerin değeri kalan kredi ödemelerinin net bugünkü değerinin altında kalmıştır. Dolayısıyla bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup (jungle mail) bankalara göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir (Maechler ve Ong, 2009:11).

Sonuç olarak 2007-2008 yılında ABD'deki ikiz açıklar, aşırı likidite ve risk iştahında artış, eşik altı krediler, konut ve emtia fiyatlarındaki balonlar, derecelendirme kurumlarının yetersizliği, çok başlı denetim sistemi ve düzenleme eksiklikleri bu krizin temel nedenleri arasında gösterilmektedir (Özcan, vd., 2009:231).

1.4.4.2. Küresel Krizin ABD Ekonomisine Yansımaları

Söz konusu krizin küresel kriz haline dönüşmesinin en temel sebebi, ABD'nin dünya ekonomisi içindeki payının önemli oluşu ve ABD'nin tüm dünya ile entegre olmuş bir finansal sisteminin bulunmasıdır (Özcan, vd., 2009; Maechler ve Ong, 2009).

Diğer bir ifadeyle, ABD GSYİH'nın, dünya GSYİH'nın %20'sinden fazla olması ve parasının tüm dünyada önemli bir oranda kullanılıyor olmasıdır. ABD doları tüm dünyada yapılan işlemlerin %200 üzerinden en önemli kısmını oluşturmaktadır. Hatta birçok ülkenin ABD para birimi olan doları kullanıyor olması ve dünyanın finans merkezi olarak kabul edilmesi gibi birçok neden krizlerin ABD kaynaklı olması durumunda küresel nitelik kazanmasına yol açmaktadır (Özcan, vd., 2009:231).

Bu krizin türevi olarak ortaya çıkan etkilerin diğeri de kredi derecelendirme kurumlarında görülmüştür. Örneğin ülkede çeşitli kompleks ticari sözleşmelere sahip Lehman Brothers gibi firmaların iflasları sonucu ortaya çıkan riskin hesaplanması ve analiz edilmesi zorlaşmıştır. Dolayısıyla, ABD'deki konut fiyatlarındaki yükselişler küresel

finansal krizin nedenlerinden birisi iken konut fiyatlarının düşmesi bu krizin sonuçları arasında yer almıştır (Maechler ve Ong, 2009).

Öte yandan finansal krizin reel ekonomiye yansımaları nedeniyle hem ABD ve Avrupa gibi gelişmiş dünyada hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarında azalışlar görülmüştür. Örneğin 2008 krizinde ABD Merkez Bankası FED, piyasaya likidite vermiş ve Hazine ile ortaklaşa bankalara yönelik kurtarma operasyonları düzenlemiştir (Maechler ve Ong, 2009:18). Avrupa Merkez Bankaları da benzeri adımları atmış, bütün bu işlemler olurken IMF, sürekli olarak likidite verme ve kurtarma operasyonlarını desteklediğini açıklamıştır (Maechler ve Ong, 2009:12-13).

Türkiye konu olduğunda piyasaya likidite verilmesine karşı çıkan, bankalara yönelik kurtarma operasyonlarının ahlaki çöküntü (moral hazard) yaratacağını öne süren IMF bu kez benzer konuda tam tersini savunmaya girişmiştir (Özcan, vd., 2009:235).

1.4.4.3. Küresel Krizin Türkiye Ekonomisine Yansımaları

Küresel krizin olumsuz etkileri Türk ekonomisi üzerinde 2008 yılının son çeyreği ile hissedilmeye başlanmıştır. 2009 yılı boyunca ülkenin krizin etkilerinin yaşandığı diğer ülkelere göre daha şiddetli etkilendiği ekonomide küçülme ve artan işsizlik oranları ile gözlenmiştir (BDDK, 2008:6-9).

Küresel krizin ülke ekonomisine olumsuz etkileri dış talepte gerileme, yabancı sermaye girişlerinde azalmalar, yurt içi kredilerde azalmalar ve yerleşik yurt içi yabancı finans işletmelerinin ülkeden çıkışı şeklinde yaşanmıştır (Özcan, vd., 2009; Özatay,2009; Kansu, 2006; Birinci, 2011). Söz konusu küresel krizin etkisiyle daha önce yaşanan krizlerden farklı olarak ihraç edilen mallara olan talebin azalması, küresel düzeyde ekonominin küçülmesi, küresel çapta gelir düzeylerinin azalması ve talepte düşmeye neden olmuştur (Özatay, 2009:143).

İkinci olarak yaşanan küresel finansal krizin küresel finansal kuruluşlar üzerindeki olumsuz etkisi ile birçok küresel kredi kurumunun iflası veya yüksek oranlı zararlara uğramaları finansal piyasalarda güvenin azalmasına neden olmuştur (Özcan, vd., 2009:238). Finansal piyasalarda belirsizliklerin artması ise, uluslararası sermaye akımlarını çevre ülkelerden krizin yaşandığı merkez ülkelere kayması, Türkiye gibi ülkelerde başta bankacılık sektörü ve dış kredilerden yararlanan şirketler kesimi açısından ülke dışı kredi

kaynaklarında gerileme anlamına gelmiştir (Özatay, 2009; Maechler ve Ong, 2009; Kansu, 2006; Birinci, 2011).

Nitekim ait oldukları ülkelerde yaşanan krizin neden olduğu açıkları kapatmak isteyen uluslararası bankaların ülke dışındaki yatırımlarını geri çağırılmaları üzerine, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkenin finansal piyasaları bu durumdan olumsuz yönde etkilemiştir. Çünkü sadece Batı ve Doğu Avrupa'da yer alan 13 ülke bankacılık sistemlerinde bu Batılı bankaların ağırlığı %1,6 ile %76,7 arasında (İngiltere %1,6 Türkiye %9,9, Yunanistan %76,7) değişiyordu (Maechler ve Ong, 2009:12-13). Dolayısıyla bu tür sermaye çıkışları, gelişmekte olan ülkelerdeki finansal piyasalarda likidite daralmasına neden olmaya başlamıştır (Özatay, 2009:144).

Türkiye'ye 2008'in üçüncü çeyreğinden itibaren başta portföy yatırımları ve diğer yatırımlar olmak üzere, yurt dışından gelen sermaye akımında azalma söz konusu olmuş ve bu küresel krizin Türkiye ekonomisinde yakından hissedildiği 2008'in son çeyreği ile birlikte cari işlemler açığında daralmalar olarak baş göstermiştir.

Özellikle yabancı finansal sermaye yatırımlarındaki çıkışlar, IMKB-100 ve reel efektif döviz kurunu azaltıcı yönde etkilemiş, talepte azalma, fiyatların, enflasyonun ve faizlerin azalmasına yol açmıştır (Özatay, 2009; Kansu, 2006; Birinci, 2011). Örneğin 2009 yılında krizin etkisiyle GSYİH'da çeyrek dönem bazında %15'e, yıllık bazda ise %5'e varan daralmalar görülmüştür (Özcan, vd., 2009:238).

Üçüncü yarıya ise bu küresel krizi izleyen dönemde ülkemizdeki bankacılık sektörünün verdiği kurumsal/ticari, KOBİ ve bireysel kredilerde azalmalar yaşanması şeklinde görülmüştür (Kansu, 2006; Birinci, 2011). Özellikle küresel finansal sistemde oluşan belirsizliğin neden olduğu finans sektöründe gözlenen nakitte kalma isteği, şirketler ve bankacılık kesiminde risklerin artışı, yükselen kredi maliyetleri ve yurt dışı kredi imkânlarının azalması, takipteki kredilerde artışlar gibi nedenlerle bankalar bu dönemde kredi vermede isteksiz davranmışlardır (BDDK, 2008:9-34).

Sonuç olarak bu dönemde yaşanan küresel kriz Türkiye'deki bankacılık ve sigortacılık sektöründe kırılganlığı arttıracak etkiler yaratmamıştır. ABD'de başlayan 2008 krizinin temel faktörlerinden birisi olan hedge fonlar birçok ülkede bankacılık krizine yol açarken, ülkemizde yeni bir bankacılık krizi yaşanmamıştır (Kansu, 2006: 64-65; Birinci, 2011:42).

BÖLÜM II.

ULUSLARARASI SERMAYE HAREKETLERİ

Günümüzde, uluslararası sermaye akımlarının ekonomik büyümeye ve gelişmeye olumlu yönde etkisi olduğuna dair kaygılar ve tartışmalar artmıştır. Bu kaygı ve tartışmaların asıl sebebi ise, küresel sermayenin büyük ölçekte hareketlenmesi sonucunda bazı ekonomilerde çeşitli döviz ve finansal krizlerin patlak vermesidir.

Önceleri ABD, Japonya, Almanya, Fransa ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin finanse ettikleri küresel yatırımlar, sonrasında Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası (WB) ve Dünya Ticaret Örgütü (WTO) gibi çeşitli uluslararası kuruluşlar aracılığıyla tüm dünyaya adeta pompalanmaya başlanmıştır.

Bu ülke ve örgütlerin uyguladıkları yatırım politikalarıyla gittikçe liberalleşen piyasalar aracılığıyla uluslararası sermaye akımları, günümüzde kolaylıkla her ülkeye anında giriş yapabilir hale gelmiştir. Ancak aynı durum uluslararası sermayenin girdiği bir ekonomiden aniden çıkış yapabilmesine de olanak sağlamaktadır.

Ayrıca günümüzde sermaye birikimleri ve yatırım araçları çeşitlenmiştir. Farklı kıtalardaki ya da gelişmiş ülkelerdeki menkul kıymetler, altın veya döviz borsaları bile tüm dünya vatandaşlarına açılmıştır. Bu nedenle her ülkenin sermaye sahipleri için kur ve faiz arbitrajına dayalı kolay para kazanmanın yol ve yöntemleri cazip hale gelmiştir.

Finansal piyasalardaki bu değişim ve dönüşümlerin etkisiyle sermayeyi temsil eden ve onu sembolize eden para olgusunun yerini elektronik ortamda yaygınlaşan, fonlar, kambiyo, tahviller, hisse senetleri vs. gibi pek çok türde yeni finansal araçlar almaya başlamıştır. Bu tür yayılma ve genişlemeler uluslararası sermaye akımlarını küreselleşen dünyanın yeni finansal düzeninin en önemli araçları ve yapı taşları haline getirmiştir.

Böylece son yirmi otuz yıldır küreselleşme akımının en önemli dinamosunu temsil eden uluslararası sermaye akımları, yeterince sermaye birikimine sahip olmayan ekonomilerin gelişmesine katkı sağlamaktadır. Diğer yandan da bu tür ekonomilere giriş-çıkış şekline, zamanlamasına ve dinamiğine bağlı olarak çeşitli finansal krizlerin oluşmasında da tetikleyici rol üstlenebilmektedir.

Araştırmanın bu bölümünde, uluslararası sermaye hareketleri mercek altına alınarak, uluslararası sermayenin akımları teorik olarak incelenecektir. Özellikle uluslararası sermaye akımının türleri ile sermaye hareketlerinde etkili olan faktörler konuyla ilgili literatür çerçevesinde araştırılmaya çalışılacaktır.

2.1. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARI

Yüzyıllardır insanların maddi değeri olan birikimleri, üretim ve ticaret ilişkilerinin en önemli iktisadi bileşeni olmuştur. Bu iktisadi bileşen, 21. yüzyılda çok farklı şekillere girse de halen klasik iktisat anlayışının hâkim olduğu ekonomilerdeki aynı işlev ve fonksiyonunu sürdürmektedir.

Gerçekten de sermayenin günümüzde çek, elektronik fon, hisse senedi, bono, tahvil ya da kredi şeklinde olması ekonomideki işlev ve fonksiyonlarını değiştirmemekte, sadece sermayenin işlem hacmini ve hızını arttırarak onu daha kullanışlı hale getirmektedir. Bu sayede uluslararası ticaret yapan, küresel düzeyde faaliyet gösteren ve üretim yapan herkes yatırımlarını daha hızlı ve kolayca istediği ülkeye yönlendirebilmektedir.

İşte bu sayede uluslararası sermaye, klasik sermayeden farklı olarak daha fazla dinamik yapıya kavuşmuş ve sermaye sahiplerinin bilgisayarlarının tek bir tuşuna basmalarıyla anında geri çekilebilen bir hareket gücüne ulaşmıştır. Günümüzde zengin çeşitlilik ve hızlı hareketlilik yeteneği kazanan sermaye birikimleri, küresel çapta hareketlendikçe “uluslararası sermaye akımları” olarak anılır olmuştur.

Diğer bir ifadeyle artık sermaye küreselleşerek uluslararası hale gelmiş ve günümüz ekonomilerinin vazgeçilmezi olmuştur. Araştırmanın bu bölümünde günümüzde uluslararası sermaye akımları tanımlanarak, türleri, özellikleri ve bu akımlarda etkili olan temel faktörler incelenecektir.

2.1.1. Uluslararası Sermaye Akımları Kavramının Tanımı

Klasik iktisadi literatürde temel üretim faktörlerinin başında gelen sermaye kelimesi, “yatırım”, “girişim” ve “servet” anlamlarıyla kullanılarak günümüze kadar gelmiş köklü geçmişi olan bir kavramdır (Seyidoğlu, 2007).

Bu kavram, uluslararası ticaretin yaygınlaşması ve her şeyden önemlisi finansal piyasaların küresel düzeyde liberalleşmesi ve elektronikleşmesi sayesinde “uluslararası” hale gelmiştir (Eichengreen, 1999:3).

En basit tanımıyla uluslararası sermaye, “*Bir ülkede yerleşik kişi veya kuruluşların ülke sınırlarının dışında servet edinmeleri sonucunda oluşan birikimler*” olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2007:344). Uluslararası sermaye hareketleri ise, ulusal sınırları aşarak ülkeye giren ya da ülkeden çıkan ve sermaye niteliğini taşıyan her tür fon hareketlerini ifade etmekte kullanılan bir terimdir (Alfaro vd., 2005).

Ayrıca günümüzde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerindeki büyüme ve kalkınma çabaları esnasında kendi öz kaynaklarının yanı sıra kullandıkları ulusal olmayan sermayeyi ifade etmek amacıyla ekonomistler bu finansal terimi kullanmaktadırlar (Ormanoğlu, 2004: 10).

Aslında ekonomistler yatırım kavramını tüketim için yapılan harcamaların aksine üretim amacıyla yapılan harcamalar olarak tanımlamakta ve uluslararası sermaye yatırımını ise “*bir ülkedeki yerleşiklerin başka bir ülkedeki varlıkların sahibi olması*” şeklinde ifade etmektedirler (Bates, 1999). Bu yüzden de yabancı yatırımcıların edindikleri servetin fiziki nitelik taşıması durumunda buna “doğrudan yabancı sermaye yatırımı” denirken, finansal nitelik taşıma durumunda ise “portföy yatırımı” denilmektedir (Karluk, 2001:5).

Tanımlardan anlaşıldığı üzere uluslararası sermayeye ilişkin tüm hareketler temel olarak, bir ülkenin dış mali varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişimler ve bu değişimlerin karşılıklı kayıtlarını içermektedir (TCMB, 2007:6). Dolayısıyla günümüzde artık her ülkedeki ulusal yatırımcıların elindeki miktarı yüksek olan tüm birikimler ve maddi değeri olan varlıklar ulusal sınırlarının dışına çıktıktan sonra uluslararası sermaye akımı haline dönüşmektedir.

Son olarak belirtilmelidir ki, konuyla ilgili literatürde bir ekonomiye giriş yapan uluslararası sermaye akımları, baz alınan dönemde ödeme dengesi içinde yer alan yabancıların yerleşik yatırımları sonucu oluşan varlıklarındaki artışlar olarak tanımlanmaktadır (Ito, 1999; Caballero vd. 2004; Alfaro vd., 2005; Faucette vd., 2005; Prasad ve Wei, 2005; Rothenberg ve Warnock, 2008; Tille ve Van Wincoop, 2008).

Brüt uluslararası sermaye akımları ise baz alınan dönemde ödeme dengesinde içinde yer alan yabancıların yerleşik yatırımları sonucu oluşan varlıklarında ve yükümlülüklerindeki artış olarak tanımlanmaktadır (Janus ve Riera, 2010; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2013).

Sonuç olarak brüt-net uluslararası sermaye akımları arasındaki farklılığın detaylarına araştırmanın ilerleyen bölümünde girilecek olmakla birlikte, modelde bağımsız değişken olarak ele alınacak uluslararası sermaye akımlarının tanımlanması aşamasında bu ayırımdan kısaca bahsedilmesi yerinde görülmüştür.

2.1.2. Uluslararası Sermaye Akımlarının Türleri

Literatürde uluslararası sermaye akımları yatırım araç ve çeşidine göre, doğrudan yatırımlar (foreign direct investment), portföy yatırımları (portfolio investment) ve diğer yatırımlar (other investment) şeklinde tasnif edilerek incelenmektedir (Berksoy ve Saltoğlu, 2011:19; IMF, 2014).

Bununla birlikte uluslararası sermaye akımlarının hareketlerini inceleyen tüm ampirik çalışmalarda, uluslararası sermaye akımları ya portföy türü yatırımlar ve doğrudan yatırımlar şeklinde ayrıştırılarak ya da ayrıştırılmadan bir bütün halinde toplam uluslararası/yabancı yatırımlar olarak ampirik analizlere dahil edildiği görülmektedir.

Avrupa Birliği (AB) sermaye hareketlerini birlik için yayınladığı bir direktifte kavramı tanımlamış ve uluslararası sermaye hareketlerini 13 başlık altında sınıflandırmıştır: Bunlardan en önemlileri; doğrudan yatırımların hareketleri, sermaye piyasasında işlem gören senetlere ilişkin fonların transferleri, para piyasasında işlem gören senetler, diğer araçlara ilişkin transferler, kişisel sermaye hareketleri ve mali kıymetlerin fiziki ithal ya da ihracı ile diğer sermaye hareketleridir (Erataş ve Öztekin, 2010:59-60).

T.C. Merkez Bankasının ödemeler dengesi hesaplarında, uluslararası sermaye akımları doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, finansal türevler, diğer yatırımlar ve rezerv varlıkları olarak beş gruba ayrılmaktadır (TCMB, 2014).

Görüldüğü üzere uluslararası sermaye birikimleri çeşitli araştırmalara, kullanım amaçlarına ve hesaplamalara göre farklı isimler altında sınıflandırılabilir. Literatürde bazı kaynaklarda ise uluslararası sermaye akımlarının hareketleri vadesine göre uzun ve kısa dönemli yatırımlar şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bu tür tasnifleri dikkate alan araştırmalarda, genellikle uluslararası sermayenin yurt içine akışının (özellikle kısa vadeli yatırımların ve sıcak paranın), gelişmekte olan ülkeler açısından oluşturabildiği tehdit ve olumsuzluklara odaklanıldığı görülmektedir.

Bu nedenle kriz dönemlerinde sermaye hareketine neden olan dinamikler incelenirken yatırımların kısa veya uzun vadeli şeklinde ayrıştırıldığı görülmektedir. Bu tür araştırmalarda kısa süreli yatırımlar içerisinde tahvil, hazine bonusu, mevduat sertifikası gibi araçlardan oluşan portföy yatırımları yer alırken, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve diğer sermaye akımları (resmi yardımlar, kalkınma kredileri vs.) uzun vadeli yatırımlar olarak tasnif edilmektedir.

Ancak sermaye akımlarının kısa ve uzun dönemli tasnif edilerek, ekonometrik analiz modellerinde kullanılması hem data eksiklikleri ve hem de bu tür bir tasnifin

finansal ölçümlere uygun olmaması nedeniyle pek mümkün olmadığı değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bu araştırmanın ilk bölümünde görüldüğü üzere, Türkiye’de yaşanan krizlerin bazıları (özellikle 2000 ve 2001 yıllarındaki döviz krizleri), kısa vadeli sermaye akımlarıyla ve kaynağı belli olmayan yabancı yatırımcıların spekülasyonlarından kaynaklanabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu nedenle araştırmanın bu teorik bölümünde uluslararası sermaye akımları doğrudan sermaye yatırımları, portföy yatırımları ve son olarak vadesine göre uzun-kısa vadeli yatırımlar şeklinde dört başlık altında incelenmeye çalışılmıştır.

2.1.2.1. Doğrudan Yatırımlar

Literatürde, doğrudan yatırımları ilk açıklayan Fleming (1962) ve Mundell, (1968)’e göre, sermaye birikimleri sürekli daha fazla kar elde edeceği, daha fazla para kazanacağı ve riski az olan bölgelere doğrudan yatırım yapmak isteyecektir (Fleming, 1962; Mundell, 1968).

Küreselleşen dünyada ise doğrudan sermaye yatırımları, yabancı firmalar tarafından bir ülke içinde firma satın alma, firma kuruluş sermayesine katılma veya mevcut bir firmanın sermayesini artırma şeklinde çeşitli metotları kullanılmaktadır (Dorsey, 2008:45).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası; bir ülke borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin bir diğer ülke veya ülkelerin kuruluşları tarafından satın alınmasını ifade eden portföy yatırımları dışında kalan, bir veya birden fazla uluslararası yatırımcının tamamına sahip olarak veya yerli bir veya birkaç firma ile ortaklık halinde gerçekleşen tüm yatırımları doğrudan sermaye olarak nitelendirmektedirler (TCMB, 2014).

Günümüzde doğrudan yatırımların bir ülkeye giriş için kullandığı standartlaşmış beş yöntem bulunmaktadır: Bunlardan ilki bir malı kendi ülkesinde üretip ihracatını gerçekleştirmek; ikincisi lisans hakkı vererek bilgi ve teknolojisini girmek istediği ülkedeki bir firmaya aktarmak şeklindedir. Üçüncüsü temsilcilik vermek suretiyle o ülkede kendi adı ve markasıyla yerel firma tarafından üretimin gerçekleştirilmesini sağlamaktır (Ajami vd., 2006:23).

Doğrudan yatırımların bir ülkeye giriş için kullandığı dördüncü yöntem sözleşmeler yapmak suretiyle yerel üreticiye uzmanlık bilgisini ya da know-how birikimini kiralamak, beşinci yöntem ise üretim sözleşmesi yapmak suretiyle yerel üreticiye kendi adına üretim yapma ve satmasına imkan vermek yoluyla girmek istediği ülkeye doğrudan yatırım yapmaktır (Ajami vd., 2006:25).

Görüldüğü üzere doğrudan yatırımlar ile portföy yatırımları arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır: Bunların ilki doğrudan yatırımlarda yatırımcının şirket yönetiminde veya denetiminde söz hakkı olması yönüyledir. Oysa portföy yatırımlarında böyle bir hakkın olmasına gerek yoktur. İkinci fark doğrudan yatırımlarda üretim teknolojisi ve işletmecilik bilgisi sermaye ile birlikte ülkeye giriş yaparken, portföy yatırımlarında sadece sermaye girişi ya da çıkışı söz konusu olmaktadır (Dorsey, 2008:45). Bu yüzden portföy yatırımları doğrudan yatırımlara göre çok daha fazla spekülative ataklara imkan ve olanak tanımaktadır (Batmaz ve Tunca, 2004:11).

İki yatırım arasında diğer önemli bir farklılık ise portföy yatırımlarının daha hızlı hareket etmesinin yanında riskli durumlarda çok kısa sürede ülkeyi terk edebilecek yeteneğe sahip olmasıdır. Ayrıca portföy yatırımları ekonomideki makroekonomik göstergelere ve alanlara çoğu zaman katkı sunmaz. Bu yönüyle ekonomik büyüme, gelişme ve kalkınma açısından pek fonksiyonel değilken, doğrudan sermaye yatırımları daha kapsamlı ekonomik gelişmeye katkı sunmaktadır (Afşar, 2004:87).

Bu nedenlerle doğrudan yabancı yatırımlar ekonomilerin ödemeler dengesini istikrarlı tutmak, ülkeye yeni üretim teknolojileri getirmek ve dış piyasalarla bütünleşmek gibi getirileri nedeniyle günümüzde en çok arzu edilen yatırım çeşididir (Gövdere, 2003:7).

Öte yandan literatürde doğrudan yatırımların olumlu etkileri olduğu kadar olumsuz etkilerinin varlığından da bahsedilmektedir. Örneğin bu tür yatırımların ekonomiden ani çıkışlarıyla krizler daha da derinleşebilmekte (Kar ve Kara, 2003); bazı durumlarda ise ulusal ekonomide yabancı denetiminin artmasına, haksız rekabetin oluşmasına, yerli yatırımcıların azalmasına ve böylece ekonomide suni kur dalgalanmalarına yol açabilmektedir (Seyidoğlu, 2007).

Son yıllarda pek çok ülkede yaşanan deneyimler, makroekonomik göstergeleri bozuk, borçlanma oranları yüksek ve daha çok kısa vadeli sermaye girişlerinin yoğun olarak yaşandığı ülkelerde, bu tür olumsuzlukların sıklıkla yaşandığını göstermektedir (Uzunoğlu vd., 1995:52).

2.1.2.2. Portföy Yatırımları

Literatürde portföy yatırımları, Markowitz (1952) ve Tobin (1958) tarafından öne sürülen “Portföy Teorisine” göre incelenmekte ve tanımlanmaktadır.

Teorinin temelinde, sermaye sahiplerinin birikimlerini yatırıma dönüştürürken iki temel faktöre göre karar vermektedirler: Bunlardan ilki sermaye sahiplerinin yapacakları

yatırım sonucunda elde etmeleri muhtemel kazançlarının miktarı ve ikinci olarak ise yatırımlarını ne ölçüde riske attıklarıdır. (Djankov ve Hoekman, 2000; Edwards, 2001; Ramirez, 2006).

Getiri ve risk derecelendirmesine göre cazip olan piyasalara doğru sermaye akımlarının yönelimi artarken, getirisi azalan veya riski artan piyasalardan sermaye çıkışı hızlanacaktır. Diğer bir ifadeyle portföy teorisine göre, yatırımcının sermaye fonlarını menkul değerler arasında belirli bir risk seviyesinde en yüksek geliri sağlayacak şekilde dağıtması durumunda böyle bir yatırımdan bahsetmek mümkündür (Djankov ve Hoekman, 2000; Edwards, 2001; Cuadros vd., 2004, Ramirez, 2006; Fedderke ve Romm, 2006).

Böylece hem yatırımcılar en yüksek geliri hedefleyerek tüm fonlarını tek bir menkule yatırmadan bunları çeşitlendirerek riskten korur, hem de yerli menkulün yanı sıra yabancı menkullere de yönelerek kar marjını yükseltecek piyasalara yönelir (Kar ve Kara, 2003).

Finansal literatürde özel sermaye hareketleri olarak da nitelenen portföy türü yatırımları, yatırımcıların uluslararası sermaye piyasalarındaki politik risk, döviz kuru riski, bilgi edinebilme riski gibi riskler üstlenerek kazanç elde etmek adına hisse senedi, tahvil ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapması durumunu ifade eden finansal bir terimdir (Candemir, 2009: 660).

Portföy yaklaşımına göre, ulusal ekonomilerde faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerinde belirlendiğinde, ülkeye sermaye girişi olmakta; faiz oranları dünya faiz oranlarının altında belirlendiğinde ise sermaye çıkışları söz konusu olmaktadır (Buch, 1999:635).

Ayrıca günümüzde “para piyasaları” ve “sermaye piyasaları” olmak üzere iki tür piyasada işlem gören ve ticari amaçla bir ülkeden diğerine yönelen bu tür sermaye hareketleri genellikle, hisse senedi alımı amacıyla bir ülkeden başka bir ülkeye para hareketleri şeklinde ortaya çıkan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (Sornarajah, 2004:7).

Literatürde bahse konu iki tür piyasalarda sürdürülen finansal işlemler kısa (1 yıldan az), orta (1-5 yıl arası) ve uzun (5 yıldan çok) vadeli olarak gerçekleştirirler ve vadesi bir yıla kadar olan işlemlerin gerçekleştiği piyasalara para piyasası; bir yıldan uzun olanlara ise sermaye piyasası denilmektedir (Boratav, 2001).

Öte yandan portföy yatırımlarının gelişmekte olan ülkelere sağladığı ekonomik yararlar da tıpkı doğrudan yatırımlar da olduğu gibi tartışmaya açık bir konu özelliğini taşımaktadır. Zira likiditeleri oldukça yüksek olan portföy akımlarının, buldukları

ülkelerin siyasi ve ekonomik gelişimlerine aşırı duyarlı tepkiler vererek, bir ülkeye kolayca girdikleri gibi çıkışları da bir o kadar kolay olmakta ve bu durum girdiği ekonomilerde risk unsuru oluşturmaktadır (Şahin, 2007:428).

Bu yüzden de portföy yatırımları yüksek oranlarda seyreden ülkeler bilhassa gelişmekte olan ülkelere her zaman potansiyel kriz riski taşımaktadırlar (Cuadros vd., 2004) Daha açık bir ifadeyle bir ülkeye girişleri kolay olan portföy akımlarının çıkışları da bir o kadar kolay olmakta ve girdiği ekonomilerde önemli risk unsuru oluşturmaktadırlar (Kar ve Kara, 2003).

Aynı zamanda birer kriz kaynağı olabilen bu risklerin başında portföy yatırımlarında şirket yönetim ve denetimde etkili olamamaları; bu tür yatırımlarda yatırımcının sermayeden başka bir katkısı bulunmaması ve portföy yatırımlarının çok hareketli ve değişken bir nitelik sergilemesi gelmektedir (Karaca, 2010:168). Bu nedenledir ki, bir ekonomide yatırım kararlarını etkileyebilecek olumsuz bir konjonktürün oluşması durumunda portföy yatırımları ani çıkış eğilimleri gösterebilmektedir (Djankov ve Hoekman, 2000).

Oysa doğrudan yatırımlarda üretim tesisini nakde dönüştürerek ülke dışına çıkartmak o kadar kolay olmadığından bu yatırımlardaki çıkışlar ani olmamaktadır. Dolayısıyla portföy yatırımlarının ekonomideki riskli ve kırılgan durum iyileşince geri dönmesi beklenirken, bu durum doğrudan yatırımlar için genellikle kısa vadede pek mümkün olmamaktadır (Karaca, 2010:169).

Bunlara ek olarak portföy yatırımlarını finansal kurum, kurumsal yatırımcı ve bireysel yatırımcılar aracılığıyla gerçekleştirirken doğrudan yatırımların ağırlıklı olarak çok uluslu şirketler aracılığıyla gerçekleştirildiği belirtilmelidir (Buch, 1999:637). Dolayısıyla kaynağı ve kapsamı çok bilinmeyen spekülasyon olup olmadığı da anlaşılabilen portföy yatırımlarının izinden gitmek çoğu zaman yerli yatırımcıyı hataya sürükleyerek, sürü davranışına neden olabilmektedir (Edwards, 2001; Ramirez, 2006; Fedderke ve Romm, 2006).

Son olarak belirtilmelidir ki, kısa süreli kur-faiz arbitrajından faydalanmak için bir ekonomiye aniden giren portföy türü sermaye akımlarının, günümüz finansal piyasalarında spekülasyon yönleri ağır basmaktadır (Kont, 1998:688). Örneğin Türkiye’de yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001’deki bankacılık ve finans krizlerinde, ülkeden portföy yatırımlarının önemli oranlarda çıkış göstermiştir (TCMB, 2014).

2.1.2.3. Kısa Vadeli Yatırımlar

Günümüzde hızla büyüyen tüm ekonomiler dış ticaret ve cari işlem açıklarını kapatmak için kısa vadeli de olsa yabancı sermaye ve yatırımların ekonomilerine gelmesi için çaba sarf etmeye başlamışlardır (Erataş ve Öztekin, 2010:58).

Finansal literatürde genellikle resmi olmayan (özel) yatırımcılar tarafından bir yıldan kısa vadeli olarak yapılan yatırımlar kısa vadeli yatırımlar denilmektedir. Süresi genellikle 30, 60 ve 90 gün olan kısa vadeli yatırım araçlarından bazıları ise; hazine bonoları, mevduat sertifikaları, kısa vadeli banka mevduatları, pre-finansman kredileri, ihracat kredileri, muhabir açıkları olarak tanımlanmaktadır (Karaca, 2010:168-169).

Bu tür yatırım araçlarına özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruflar yetersiz olduğundan ihtiyaç duyulmakta ve bu yolla elde edilen sermayelerle, kısa periyotla olsa da, ekonomide bir dinamizm meydana gelmektedir (Erataş ve Öztekin, 2010:59).

Kısa vadeli yatırımlar çok yüksek faiz oranlarına sahip ekonomilerin özellikle kriz dönemlerinde beklenen kur değişimlerinden faydalanmak maksadıyla yapılmaktadır (Karaca, 2010:168-169). Diğer bir ifadeyle kısa vadeli yatırımlar, sermayenin görece bol olduğu ülkelere, kıt olduğu ülkelere doğru yönelen bir çizgide, yüksek faiz farklarından yararlanmak ve kısa yoldan yüksek kar elde etmek amacıyla hareketlenmektedir (Eğilmez, 2009:266).

Bu yüzden literatürde kısa vadeli sermaye hareketleri “sıcak para” diye bilinen olguyla birlikte anılmakta ve bu tür yatırımlar spekülasyon amaçlı getiri peşinde koşan özellik taşıdığı sıklıkla belirtilmektedir (Yönük, 1995:17). Ancak bir ülkedeki finansal varlıklara yatırım yapmak üzere giren paraların kısa vadeli olanlarının tümüne de “sıcak para” ya da “spekülasyon atak” demek doğru değildir (Seyidoğlu, 2007:322).

Çünkü günümüz ekonomi koşullarında sıcak para akımları, ulusal piyasalardaki yüksek reel faizlere yönelirken, kısa dönemli döviz birikimi sağlamakta ve bu sayede ulusal paranın yabancı paralar karşısında kısa süreli de olsa değer kazanmasına sebep olmaktadır (Şahin, 2007:428).

Bunun aksini savunan görüşe göre ise, sıcak paranın bir ekonomiye girmesi ülkedeki ithalat mallarını sadece kısa süreliğine ucuzlatmakta, ihracatçı sektörlerin karlarını geriletmekte ve bu nedenle cari işlemler açığını da giderek büyütmektedir. Ayrıca sıcak paranın girişiyle sağlanan iktisadi büyüme ise dışa bağımlı ve yapay bir nitelik göstererek, reel faiz ile döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulması durumunda, ekonomide ani bir çöküntüye neden olabilmektedir (Yeldan, 2011:30).

Ayrıca kısa vadeli portföy yatırımları istenildiği zaman diliminde nakit paraya dönüştürülüp yurt dışına çıkartılabilmektedir (Seyidoğlu, 2007:557). Örneğin Rusya ekonomisine 1996 yılında 1,7 milyar dolar, 1997 yılında 4,5 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi gerçekleşmiş olmasına karşılık; sadece 1998 yılının birkaç ayı içinde 4,5 milyar dolar net kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır (Edwards, 2001).

Bu durum Rusya’da yaşanan krizde kısa vadeli sermayenin ülkeden çok hızlı kaçtığını ve söz konusu krizin derinleşmesinde öncü rol oynadığını göstermektedir (Edwards, 2001). Örnekte görüldüğü üzere ekonomik ve siyasal hayattaki olumsuz gelişmeler anında sıcak paranın ekonomiden çıkışını tetikleyebilmekte ve bu durum finansal bir krize zemin hazırlayabilmektedir (Seyidoğlu, 2007:322).

Bu yüzden de günümüzde son birkaç yılda yaşanan pek çok finansal krizlerin tohumları kısa vadeli sermaye yatırımlarının uluslararası sermaye piyasalarındaki artan payı ile birlikte ekildiği ifade edilmektedir (Selimata, 2003:22-24).

Ancak her ne sebeple olursa olsun ülkeden kaçan bu fonlar, ev sahibi ülkenin yeterli dış rezerve sahip olmaması ya da Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi kuruluşlardan finansman sağlayamaması durumunda döviz krizine zemin hazırlayabilmektedir. Özellikle sıcak para çıkışlarıyla birlikte döviz piyasasında başlayan bu panik, finansal piyasalara olan güveni sarsarak uzun dönemli özel yatırımcıların en azından bankalardaki mevduatlarını geri çekmelerine ya da ellerindeki menkul değerleri satmalarına neden olarak bir anda krize dönüşebilmektedir (Yeldan, 2011:30).

Quinn (1997), 64 tane gelişmekte olan ülkedeki finansal serbestleşme süreçlerini inceledikten sonra bir endeks oluşturmuş, oluşturduğu bu finansal açıklık endeksindeki değişikliklerle ekonomik büyüme ile sermaye akımları arasında bir ilişki olup olmadığına bakmıştır. Ancak bu çalışma sonucunda özellikle özel sermaye akımlarının, bilhassa kısa vadeli portföy yatırımlarının ekonomik büyümeye etkisi konusunda pozitif bir sonuca ulaşılmamıştır (Quinn, 1997).

Thanoon ve Baharumshah (2005) araştırmasında ise, kısa vadeli sermaye hareketlerinin bazı gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyümesini hızlandırdığı (Malezya gibi) görülürken; bazı gelişmekte olan ülkelerde ise 1990’larda olduğu gibi çeşitli finansal krizlere neden olduğunu ileri sürmüştür (Thanoon ve Baharumshah, 2005:7).

Feltenstein, Rochon ve Shamloo (2010) araştırmalarında bir grup ülkedeki makroekonomik değişkenlerde meydana gelen bozulmaların yaşandığı kriz dönemlerinde, doğrudan yabancı sermaye akımlarında ne gibi bir değişim içinde olacağını

araştırmışlardır. Araştırma sonucunda özellikle para piyasalarında sıklıkla spekülasyon atakların olduğu para krizi dönemlerinde enflasyon, para arzı, bütçe ve ticaret dengesi gibi makro verilerdeki olumsuz yöndeki değişimlerin, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarında azalmalara ve kaçışlara neden olduğu ortaya konulmuştur (Feldstein vd., 2010:34).

İkinci olarak Türkiye'deki kriz dönemlerinde kısa vadeli sermaye hareketlerinin nasıl davranış gösterdiğine bakmak yerinde olacaktır. Türkiye'ye 1996 yılında yaklaşık 4 milyar dolar, 1997 yılında 6,5 milyar dolar, 1998 yılında 6,8 milyar dolar; 1999 yılında 3,7 milyar dolar ve 2000 yılında 9,4 milyar dolar kısa süreli net sermaye girişi gerçekleşmiştir. Ancak 2001 yılında yaşanan ikiz kriz nedeniyle sadece bu yıl içinde 12,3 milyar dolar net kısa süreli sermaye çıkışı yaşanmıştır (Yentürk, 2003:26).

Nitekim ülkede 2000 yılında kısa vadeli sermaye hareketleri bakiyesi, 4.035 milyon dolar fazla verirken, 2001 yılı Ocak - Eylül döneminde söz konusu bakiye -7.911 milyon dolar açık vermiştir (Erataş ve Öztekin, 2010:59). Dolayısıyla Türkiye'de 2001 krizlerinde, yaşanan kısa vadeli sermaye çıkışının önemli oranda olması ve yine aynı dönemde cari açığın da yüksek olması sebebiyle kısa süreli sermaye hareketlerinin 2001 kriz döneminde ülkeyi ilk terk eden sermaye türü olduğunu söylemek mümkündür (Yentürk, 2003:26)

Son olarak belirtmelidir ki, uluslararası finansal sermayenin kısa vadeye sıkışması merkez bankalarının bağımsız politika izleme olanaklarını kısıtlamaktadır. Finansal piyasaları tamamen serbestleşmiş bir ekonomide faiz-döviz kuru birleşerek bağımsız bir kalkınma stratejisi izlemeyi zorlaştırmakta ve hatta olanaksızlaştırmaktadır (Eğilmez, 2009:269).

2.1.2.4. Uzun Vadeli Yatırımlar

Uluslararası yatırımlar içinde vadesi bir yıldan fazla olan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları, resmi yardımlar, resmi olmayan hibeler ve kalkınma kredileri finans literatüründe uzun vadeli yatırımlar olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2007:600).

Uzun vadeli sermaye hareketleri özel şirketlerle, hükümetler ve uluslararası kurumlar gibi resmi kuruluşlarca da gerçekleştirilebilir. Genellikle proje finansmanı ve makroekonomik dengelerin düzeltilmesi amacıyla verilen bu türdeki krediler, verimli alanlarda kullanıldığı takdirde ekonomilerin gelişmesi açısından faydalı olabilmekte ve vadelerinin uzunluğu dolayısıyla piyasalarda istikrarsızlıklar yaratmamaktadırlar (Kar ve Kara, 2003:55).

Genellikle uzun vadeli sermaye hareketleri özel şirketlerle, hükümetler ve uluslararası kurumlar gibi resmi kuruluşlarca gerçekleştirilir. Örneğin, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası (WB) gibi kuruluşların çeşitli ülkelere açtıkları kredilerin uzun vadeli sermaye niteliği taşıması bu tür sermaye hareketlerine oldukça güzel örneklerdir (Bastı, 2006).

Öte yandan literatürde yapılan araştırmalarda kriz dönemlerinde özellikle uzun vadeli özel borç ve portföy yatırımlarında düşüş ve azalmalar yaşandığı, ancak bunun kısa vadeli yatırımlara göre daha az miktarda olduğu belirtilmektedir. Bu anlamda Edwards, (2001) Rusya krizi araştırmasında; Ramirez (2006) Meksika; Djankov ve Hoekman (2000) Çek Cumhuriyeti; Marwah ve Klein (1996) Hindistan; Cuadros vd. (2004) Latin Amerika Ülkeleri ve son olarak Fedderke ve Romm (2006) Güney Afrika'da yaşanan krizlerde, uzun dönemli yatırımların fazla olumsuz etkilenmediği belirtilmektedir.

Ancak Edwards, (2001)'a göre Rusya'da krizin yaşandığı 1998 yılında, 1997 yılına göre neredeyse yarı yarıya azalan uzun vadeli yatırımlar, kriz öncesi beş yılın altına gerileyerek 2,8 milyar dolara kadar düşmüştür. Ayrıca bu düşüş kriz sonrası 1999-2001 yılları arasında da devam etmiş ve bu üç yılın ortalaması yine 2,8 milyar dolar gibi düşük bir düzeyde kalmıştır (Edwards, 2001).

Bu örnekten şu sonucu çıkarmak mümkündür: Krizler ekonominin tüm alanlarını olumsuz yönde etkilerken, muhakkak uzun vadeli yatırımları da olumsuz etkilemektedir. Ancak Rusya örneğinden hareketle krizde hükümetlerin uyguladıkları politika ve stratejiler sonrası ekonominin yeniden toparlanıp toparlanmamasına göre uzun vadeli yatırımlar ekonomiden çıkmaya başlamakta ya da yeni yatırımlarla gerçekleştirmeyi planladığı sermaye artırımlarını askıya almaktadır (Edwards, 2001).

Aynı durum Türkiye açısından da geçerli olmakla birlikte, Rusya'dan farklı olarak ülkemize uzun dönemli yatırımlar zaten pek fazla gelmemektedir: Ülkemize 1990 yılında sadece 684 milyon dolar gerçekleşen uzun vadeli yabancı yatırımlar, takip eden yıllarda da adeta yerinde saymıştır (TCMB, 2014). Bu yüzden denilebilir ki kısa süreli yatırımlara göre Türkiye'ye zaten çok yetersiz miktarda gelen uzun süreli yatırımlar, kriz dönemlerinde çok fazla olumsuz etkilenmemektedir (Kar ve Kara, 2003:55).

Son olarak belirtmelidir ki, ABD, Japonya ve AB gibi gelişmiş ekonomilerde yaşanan küresel krizlerin gelişmekte olan ülkelerdeki uzun vadeli yatırımları olumsuz yönde etkileme potansiyeli bulunmaktadır. Kendi ekonomisinde krizden olumsuz yönde etkilenen ya da ülkesinde yeni kazanç fırsatları yaşanan krizle birlikte kendisine göz kırpan

uzun vadeli yabancı yatırımcıların yatırımlarını geri çağırma davranışı içine girebilmektedirler (Feltenstein vd., 2010).

Bunun en güzel örneği 2008 yılında ABD’de başlayan, kısa sürede Avrupa’ya yayılan küresel krizde görülmüştür. Bu kriz dönemlerinde pek çok yabancı yatırımcı uzun vadeli yatırımlarını bile (örneğin TMSF’den çok ucuza satın aldıkları kar elde eden bankalarını bile satarak Türkiye’den çıkmışlardır) ülkelerine geri dönmek zorunda kalmışlardır. Aynı şekilde Ülker Gıda grubu gibi bir Türk şirketi küresel kriz döneminde Goldiva gibi dünya devi bir firmayı satın alarak uzun vadeli yatırım yapma fırsatını yakalamıştır.

2.1.3. Uluslararası Sermaye Akımlarını Açıklayan Teori ve Yaklaşımlar

Literatürde uluslararası sermaye akımlarının hareketlerini açıklayan temelde iki teori ve yaklaşım bulunmaktadır: “Modern Portföy Yatırımı” teorileri, Markowitz (1952) ve Tobin (1958) tarafından ilk ortaya atılmış, neo-keynesyen yaklaşımlarla modifiye edilerek günümüze kadar gelmiştir.

Uluslararası sermaye hareketlerini açıklayan “Doğrudan Sermaye Akımı” teorisi ise, ilk defa J.Marcus Fleming (1962) ve Robert Mundell (1968) tarafından geliştirilmiştir. Her iki sınıflandırma içinde kalan teori ve yaklaşımlar, yıllar içinde değişen ekonomik koşullara göre modifiye edilerek günümüze kadar uluslararası sermaye akımlarının hareketlerini açıklamaya yönelik yapılan çalışmalara kaynaklık etmişlerdir.

Ayrıca her iki yaklaşım ve teori bu tez çalışmasının ekonometrik modelinde sermaye akımlarının hareketlerine neden olan dinamiklerin tespitinde ve açıklanmasında esas alınacaktır. Bu nedenle günümüze gelene kadar geçen süreçte her iki teorinin varsayım ve tezlerinden aşağıdaki başlıklar altında kısaca bahsedilmeye çalışılacaktır.

2.1.3.1. Modern Portföy Teorisi

Daha öncede belirtildiği üzere, kaynaklarını risklilik düzeylerine göre çeşitli menkul değerlere dağıtarak maksimum geliri amaçlayan fon sahiplerinin hisse senedi ve tahvil satın alarak yaptıkları finansal yatırımlara portföy yatırımı denilmektedir (Arslan, 2003:49).

Portföy Teorisine göre yatırımcılar beklenen getiri ve alınacak riske bağlı olarak değişik aktiflerden maksimum fayda sağlamayı isterler ve bu durum sermaye akımına yol açmaktadır (Moosa, 2002:24). Bilindiği üzere günümüzde portföy yatırımcıları, ulusal

piyasalardaki araçlara yatırım yapabildiği gibi uluslararası piyasalardan da menkul değerleri de satın alarak, bu tür yatırımlar yapabilmektedirler (Bartram ve Dufey, 2001:85).

Ancak portföy teorisine göre, sahip oldukları fon kaynaklarını tek bir menkul kıymete yatırma riskinden kurtulmak isteyen sermaye sahipleri, yatırımlarını çeşitli alternatiflere göre çeşitlendirerek hem risklerini azaltır hem de daha fazla kazanma fırsatı yakalarlar. Çünkü teoriye göre onların yatırım kararlarını risk ve getiri faktörleri belirlemektedir (Seyidoğlu, 2007:384).

Diğer bir ifadeyle bir yandan maksimum kar diğer yandan minimum risk amaçlayan portföy yatırımcıları, genellikle küreselleşen piyasaların belirsizliklerinden dolayı yaptıkları yatırımın risk düzeyini önceden tam olarak belirleyemediklerinden dolayı ellerindeki fonları tek bir menkul değer yerine, çeşitli yatırım araçlarına dağıtmaya yönelecektir (Buch, 1999:635).

Uluslararası piyasalarda portföy türü sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen ikinci unsur olan getiriyi belirleyen en önemli kriterler ise, iç-dış faizler arasındaki farklar, daha yüksek kar marjları, kur avantajları, tam serbestleşmiş ve denetimsiz finansal piyasaların varlığı olduğu ifade edilmektedir (Bartram ve Dufey, 2001:88).

Nitekim literatürde, bir ekonomideki faiz oranlarındaki büyük oranlı yükselişler, kur farklılıklarının aşırı artması ve tam olarak finansal serbestleşmesini sağlamış finansal piyasaların varlığı, portföy türü sermaye hareketlerinin yönünün ve getirisinin ne olacağını gösteren en önemli faktörler arasında sayılmaktadır (Rodrik ve Velasco, 1999; Buch, 1999; Bartram ve Dufey, 2001; Moosa, 2002; Arslan, 2003).

Ayrıca portföy teorisi, yatırımın iç getirisi ile dış getirisi arasındaki denge bozulması ya da yatırımın yapıldığı piyasada yatırımın karının azalacağı, kaybolacağı yönünde ortaya çıkan endişenin yatırımları harekete geçireceği varsayılmaktadır (Bartram ve Dufey, 2001:91). Örneğin bir ekonomideki iç faiz ve dış faiz arasındaki oluşacak fark ya da döviz kurlarındaki değişimler, portföy türü sermaye hareketlerinin yönünü ve hızını belirleyecektir (Moosa, 2002:24).

Bu yüzden günümüz ekonomileri eğer portföy türü yatırımları arttırmak istiyorsa, o zaman hem ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrarı sürdürmek, hem de finansal piyasalarında faiz getirisi oranlarını yüksek tutmak durumundadır (Moosa, 2002:27).

Öte yandan Rodrik ve Velasco (1999) çalışmasında portföy türü kısa vadeli sermaye girişlerinin hem ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını, hem de yerli sermayenin küçülmesine neden olacağını belirtilmiştir. Örneğin 1998 yılında yaşanan

Rusya krizinde bu ülkeden 6,7 milyar dolar civarında portföy türü sermaye çıkışı meydana geldiği belirtilmektedir (Rodrik ve Velasco, 1999).

Bu yüzden kriz dönemlerinde ülkeleri ilk terk eden portföy türü yatırımlar olduğunu söylemek mümkündür. Krizin söylentisi bile bu tür yatırımcıları ürkütmekte ve finansal piyasalarda yaşanan en küçük spekülasyon ataklarında sürü psikolojisiyle içinde buldukları finansal piyasadan kaçmalarına neden olmaktadır (Çarıkçı, 2008).

Örneğin Türkiye’de 2001 yılında yaşanan ikiz krizlerde, portföy türü yatırımlardaki çıkışlar yaklaşık 4,5 milyar dolara kadar yükselmiş ve yılsonunda portföy yatırımlarındaki çıkışlar 5,5 milyar doları bulmuştur (TCMB, 2014). Böylece çok zor durumda kalan dönemin hükümeti, IMF’den 7,5 milyar dolarlık yüksek faizli ek kredi almak zorunda kalmıştır (Bastı, 2006:117).

Bununla birlikte ikiz krizler sonrası dönemde Türkiye’ye yönelik portföy yatırımları kriz öncesi döneme göre daha büyük oranlarda artmıştır: Örneğin 2003 yılında yaklaşık olarak 2,5 milyar dolar olan portföy yatırımları, 2004 yılında 8 milyar dolara; 2005 yılında ise 13,5 milyar dolara yükselmiştir (TCMB, 2014).

Bu yükselişte şüphesiz Türkiye’de o dönemde uygulanmakta olan IMF destekli ekonomik programın, ülkenin içinde bulunduğu siyasi istikrara bağlı olarak makroekonomik göstergelerdeki iyileşmelerin ve her şeyden önemlisi dünyanın genelinde uluslararası likiditedeki bolluğun büyük oranda olumlu etkileri bulunmaktadır (Çarıkçı, 2008).

Nitekim 2007 yılında uluslararası piyasalarda likidite koşullarının kötüleşmesi ve küresel krizin etkisiyle, portföy yatırımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere ilgisi azalmıştır. Çünkü krizin en çok hissedildiği alan olan Hedge Fonlardaki çöküşler uluslararası düzeyde portföy yatırımlarını, banka finans piyasalarındaki çöküş ise küresel kredi kanallarını daraltmıştır (TCMB, 2014).

Türkiye’deki portföy yatırımlarının artışı 2007 yılına devam etmiş, ABD’de başlayan küresel krizin sürerken ülkedeki portföy yatırımları dalgalı seyir izlemiş (aynı oranlarda giriş ve çıkış yaşanmış), fakat küresel kriz sonrasında özellikle 2008 yılından sonra hızlı bir yükseliş kaydetmeye başlamıştır (TCMB, 2014).

2.1.3.2. Doğrudan Sermaye Akımı Teori ve Yaklaşımları

Klasik iktisadi anlayış çerçevesinde doğrudan sermaye akımları, sermaye birikimlerinin bol olduğu gelişmiş ekonomilerden emeğin bol ve ucuz olduğu ülkeye doğru yönelmektedir (Oğuz, 2005:9).

Literatürde, doğrudan yatırımları J.Marcus Fleming (1962) ve Robert Mundell'in (1968) "Sermaye Akımı" teorisine göre açıklanmaktadır. Teori, iki ülkedeki farklı faiz oranlarının varlığı, sermaye akımlarının faiz getirisi yüksek olan ülkeye hareketlenmesine neden olacağını savunmaktadır.

Fleming (1962)'e göre sermaye birikimleri sürekli daha fazla kar elde edeceği, daha fazla para kazanacağı ve riski az olan bölgelere doğrudan yatırım yapmak isteyecektir (Fleming, 1962). Ayrıca dolaysız yabancı yatırımlar olarak da adlandırılan doğrudan sermaye akımlarının en önemli özelliği, yatırımcının herhangi bir yerde bulunan üretim tesisinin mülkiyetine tamamen sahip olmasının gerekmemesidir (Mundell, 1968).

Bu teori farklı modellerle yıllar içinde modifiye edilmekle birlikte, sermayenin kapsam ve nitelik değiştirdiği günümüzün finansal sistemlerindeki değişimler nedeniyle yeterince tutarlı kalmayı başaramamıştır. Bununla birlikte anlayışın modellendiği teorilere kısaca bakmak sermaye hareketlerinin yönünü anlama konusunda aydınlatıcı ipuçları içerebileceği değerlendirilmektedir (Batmaz ve Tunca, 2004:17).

İlk olarak belirtilmelidir ki, klasik dönem doğrudan yabancı sermaye yatırımları teorisinin yukarıda tanımlanan denklemine "faktör donatımı" teorisiyle küçük bir ekleme yapılmıştır. İsveçli iki ekonomist olan Eli Hecksher ve Bertil Ollin uluslararası ekonomide karşılaştırmalı üstünlüklerin nereden geldiğini açıklayan bir model geliştirmişlerdir. Bu teoremin temel varsayımı ülkelere üretim faktörlerinin – özellikle doğal kaynak ve işgücünün- eşit bahşedilmediği gerçeğine dayanmaktadır.

Ancak bu farklılıklar endüstrinin hangi sektörlere göre ve ürünlere göre üretim yapacağına göre anlamsızlaşabilir. Çünkü her ürün türü farklı faktör bileşenlerini içermekle birlikte birkaç faktörün kullanımını öteki faktörlere göre daha yoğun olabilmektedir.

Örneğin tarımsal üretim sürecinde emek ve toprak faktörü sermayeye oranla daha yoğun kullanılırken, otomotiv sektöründe ise sermaye ve teknoloji emek faktörüne oranla daha yoğun kullanılmaktadır. Ülkeler zengini oldukları faktörün yoğun kullanıldığı ürünleri ürettikleri zaman diğer ülkelere göre karşılaştırmalı bir üstünlük sağlayabilmekte

ve böylece uluslararası sermaye bu ülkeye yatırım yapmayı tercih etmektedir (Batmaz ve Tunca, 2004:18).

Ayrıca faktör zenginliklerindeki farklılıklar ülkeler arasında faktör fiyatlarının farklılaşmasına ve faktör arbitrajı oluşmasına neden olur. Bir faktörün bol ve ucuz olduğu ülkeden kıt ve pahalı olan ülkeye doğru bir hareket başlar. Sermaye zengini ülkelerdeki yatırımcılar kendi ülkelerindeki pahalı işgücü ve yüksek üretim maliyetleri nedeniyle emeğin ucuz olduğu ve sermayeye kısıtlama getirmeyen ülkelere doğru yatırımlarını kaydırırlar.

Diğer bir doğrudan yatırım teorisi ise, Raymond Vernon (1966) tarafından “Ürünün Hayat Devreleri Teorisi”nde incelenmiştir. Teoriye göre, herhangi bir ürünün hayat devresinde yenilik, olgunlaşma ve standartlaşma şeklinde üç aşama bulunmaktadır (Vernon, 1966:190).

Teoriye göre üretimin ilk dönemi olan yenilik aşamasında, yeni ürünü geliştiren firma, tekelci bir güce sahiptir ve daha çok yerli piyasaya yönelik üretim yapmaktadır (Vernon, 1966:192). Bununla birlikte teoride üretimin olgunlaşma aşamasında ürüne ait teknolojiye diğer firmalar tarafından da ulaşılmış ve buna bağlı olarak piyasadaki üretici sayısı artmıştır. Üretici sayısının artmasına paralel olarak yeniliği ilk gerçekleştiren firmanın monopolistik kârı azalmaya başlamıştır (Batmaz ve Tunca, 2004:17).

Ürünün ve üretim teknolojisinin standart hale geldiği aşama, üretimde son aşamadır. Bu aşamada üreticiler arası fiyat rekabeti söz konusudur (Vernon, 1966:196). Dolayısıyla daha düşük maliyetli kaynaklar önem kazanmakta, yenilikçi firmanın teknolojik üstünlüğü ve tekelci avantajını koruma isteği doğrudan yatırımların en önemli belirleyicisi olmaktadır (Batmaz ve Tunca, 2004:18).

Doğrudan sermaye hareketlerini açıklayan Marksist teori ise, gelişmiş kapitalist ülkelerde kâr oranlarının düşme eğiliminde olduğunu ve sermayenin bu nedenle daha yüksek kâr elde edebileceği gelişmekte olan ülkelere doğru gitme eğiliminde olduğu ileri sürülmektedir (Oğuz, 2005:10).

Özellikle kapitalizmin gelişme sürecinde kapitalist ülkelere sermaye miktarları arttıkça bu ülkelerde kâr oranları azalmaya başlamış, bu yüzden de sermayenin kıt olduğu gelişmekte olan ülkelerde hem kâr oranları yüksek hem de nispeten ucuz olan işgücünün sömürme imkânları daha yüksekti.

Bu yüzden de Marksist teori sermayenin gelişmiş ekonomilerden sürekli olarak gelişmekte olan ülkelere yöneldiğini, böylece kendi ülkelerinden bu ülkelere giderek büyük kârlar elde etme eğiliminde olduğunu ileri sürmektedir (Batmaz ve Tunca, 2004:19).

Oysa küreselleşmeyle birlikte bu anlayış değişmiş, dünya ticaretinin özellikleri dikkate alındığında ticari mal ve faktör piyasalarında ticari engellerin olduğu ve uluslararası özel sermaye yatırımlarının engellendiği eksik rekabet koşulları olan ülkelere doğru hareketlenme başlamıştır (Yamin ve Nixson, 1988:3).

Bu kapsamda geliştirilen neo-klasik lokasyon (Uluslararası işletmeler teorisi) teorisine göre ürün hammaddenin bulunduğu yere bağlı olarak üretilmekte ve kaynakların etkin dağılımı tam rekabet koşullarında gerçekleşebilmektedir. Uluslararası piyasalarda tam rekabet koşullarının oluşmaması durumunda ise kaynakların burada da etkin dağılımı olmayacak ve yüksek dış piyasa maliyetlerinden kaçmak isteyen çokuluslu firma iç piyasada üretime yönelecektir (Batmaz ve Tunca, 2004:17).

Ancak yatırımlarında dikkate aldığı bir konu da iç piyasa maliyetleridir. O nedenle firma iç piyasa ve dış piyasa arasında minimum maliyeti maksimum kârı sağlayacak karma bir yapıyı benimseyecektir (Parry, 1985: 564). Bu durumda rekabetin çok işlemediği az gelişmiş ülkeler çok uluslu şirketlerin varlığından yararlanmayı deneyebileceği gibi, bu tür ülkelere çeşitli ticari engeller çıkararak yabancı firmaların iç pazara girmek için yatırım yapmalarını, teknoloji transferi gerçekleştirmelerini de engelleyebilmektedir.

Öte yandan son yıllarda doğrudan yatırımlar alanında yapılan model ve araştırmalarda doğrudan yatırımların hareketlerine neden olan faktörleri açıklamaktan çok, bu tür yatırımların ekonomik büyümeye katkısının olup olmadığını araştırmaya yönelik olduklarını belirtmek mümkündür (Razin, 2002; Yang, 2002; Bende vd., 2003; Carkovic ve Levine, 2005; Yao ve Wei, 2007; Yang, 2008).

Bu araştırmaların bazılarının sonucunda ekonomik büyüme ile doğrudan sermaye yatırımları arasında pozitif yönde ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Örneğin Razin (2002) tarafından yapılan araştırmada, 64 ülkenin ekonomik büyümesinde doğrudan yatırımların etkisi araştırılmış, çalışma sonucunda bu tür yatırımların portföy yatırımlarına oranla, hem yerli sermaye birikimini hem de ekonomik büyüme üzerinde daha önemli bir etki yaptığını bulunmuştur.

Aynı şekilde Yao ve Wei (2007), özellikle doğrudan yatırımların yeni sanayileşen ülkelerin büyümelerini hızlandırdığını ve Çin'in son yıllardaki hızlı büyümesinin, bu durumu açıklayan en iyi örnek olduğunu savunmuştur (Yao ve Wei, 2007). Farklı

ekonomik büyüklükte olan altı OECD ülkesini kapsayan Vu ve Noy (2008) araştırmasında ise hem doğrudan ve dolaylı olarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği ve yerleşik sermaye yatırımlarını da yükselttiği sonucuna ulaşmışlardır.

Buna karşılık literatürde son yıllarda yapılan bazı çalışmalarda ise doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır: Örneğin Yang (2002) dokuz ülke üzerine yaptığı karşılaştırmalı analizde, doğrudan sermaye yatırımlarının ekonomik büyüme üzerinde olumlu yönde net bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer bir sonuçta Carkovic ve Levine (2005) çalışmasından gelmiş, bu araştırmacılar doğrudan yatırımların büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı konusunda güçlü bir kanıt bulamamışlardır.

Aynı şekilde Herzer vd. (2008)'nin analizde 28 ülkenin 1970-2003 dönemine ait verilerine eşbütünlük tekniği uygulanarak bakılmış, bu ampirik araştırma sonucunda gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yatırımlarla kişi başına gelir, eğitim, dışa açıklık, finansal piyasa gelişmişliği arasında belirgin bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Literatürde görüldüğü üzere normal dönemlerde doğrudan sermaye akımlarının ekonomik büyüme ve gelişmeyi hangi yönde etkilediği konusu henüz tam anlamıyla netlik kazanmamıştır (Karluk, 2009:428).

2.2. SERMAYE HAREKETLERİNİ BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Günümüzde makro-iktisadi ve finansal piyasalardaki konjonktürel nitelikteki gelişmeler ve küreselleşme aracılığıyla dünya ekonomilerinin birbirlerine eklemlenmesi sonucunda yüksek miktarlarda uluslararası sermaye bir ülkeden diğerine kolaylıkla hareket edebilir hale gelmiştir.

Böylece uluslararası sermaye akımları 1980'lerden itibaren gelişmiş ülkelere yönelmiş, özellikle bilgi ve teknolojik gelişmelerle çeşitlenen portföy türü sermaye akımları yaşanan küreselleşme sürecinde spesifik merkezlerin dışına çıkarak tüm dünya ekonomilerine yayılmıştır (Uzunoğlu vd., 1995).

1990'lı yıllarda gelişmiş piyasalarda yaşanan durgunluk ve yine aynı dönemlerde gelişmekte olan piyasaların finansal serbestliğe geçmeleriyle kendisine büyük oranlarda yayılma alanı bulan uluslararası sermaye akımları, yatırımlarına yüksek faiz oranları, kur ve arbitraj kazançları vaat eden gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir. Bu yönelimler sayesinde gelişmekte olan ekonomiler yabancı yatırımcılar için bir kar ve rant alanına

dönüştürmüştür. Ayrıca bu şekilde artan sermaye girişleri gelişmekte olan ekonomilerde pek çok ulusal ekonomik göstergenin değişmesine neden olmuştur (Lim, 2001).

Konuyla ilgili literatürde bir ülkeye giriş yapan uluslararası yatırımları birçok faktör tarafından belirlendiği ifade edilmektedir. Örneğin nüfus ve milli gelirin büyüklüğü ile ölçülen pazar büyüklüğü, doğrudan yabancı sermayeyi belirleyen önemli faktörlerin başında gelmektedir (Lim, 2001). Portföy türündeki uluslararası sermaye hareketlerini ise bir ülkedeki faiz getiri oranının diğer bir ülkedeki getiri oranına görece daha yüksek olması ve yatırımın riskinin görece daha az olmasına neden olan faktörler belirlemektedir (Batmaz ve Tunca, 2004).

Genellikle konuyla ilgili pek çok kaynakta hem portföy türü hem de doğrudan yatırımlara neden olan faktörler aynıdır: Özellikle makroekonomik istikrar, ekonominin büyüklüğü, dışa açıklık derecesi, finansal gelişmişlik düzeyi, siyasi risk, coğrafi konum, doğal kaynaklar, vergi teşvikleri, düşük istihdam maliyetleri çekici faktörlerken; reel faiz oranları, bölgesel ticaret anlaşmaları, teknolojik gelişmeler, maliyet azalışı ve türev araçları uluslararası yatırımlar için itici faktörler olarak kabul edilmektedir (Pailwar, 2010:361-362)

Öte yandan bazı iktisatçılar sermaye hareketlerinin belirlenmesinde uluslararası konjonktürün daha önemli olduğunu savunmaktadırlar. Bu yaklaşıma göre dışsal ekonomik faktörlere itici faktörler (push effects) denilmektedir (Lim, 2001).

Bazı iktisatçılar ise sermayenin yöneldiği ekonominin iç yapısının sermaye hareketlerini belirlemede daha önemli olduğunu ileri sürmektedirler. Bu tür faktörlere de çekici faktörler (pull effects) denilmektedir (Yazar, 2001:14). Ayrıca literatürde doğrudan yabancı yatırımların nedeni olarak daha çok çekici faktörler gösterilirken, portföy türü yatırımlardaki artışın daha çok itici faktörlerle açıklandığı belirtilmektedir (Demir ve Sever, 2009:219).

Sonuç olarak hem itici ve hem de çekici faktörler uluslararası sermayenin harekete geçmesinde önemli olan dinamiklerden oluşmaktadır. Aşağıdaki başlıklar altında uluslararası sermaye akımlarını etkileyen itici ve çekici faktörler sermaye türüne göre incelenmeye çalışılacaktır.

2.2.1. İtici (Push) Faktörler

Literatürde itici faktörler genellikle dış dünyadaki ekonomik gelişmeler sonucu uluslararası sermayeyi harekete geçiren dışsal değişkenlerden oluştuğu ifade edilmektedir (Merlevede ve Schoors, 2004).

Dolayısıyla dışsal değişkenlerden oluşan itici faktörler sermaye birikimlerinin bol ve güçlü olduğu ekonomilerde meydana gelen değişimlerle harekete geçmektedir. Bu durumda ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde yaşanan ekonomik krizler, finansal kırımlar ya da resesyonlar uluslararası sermayenin bu ülkelere çıkmasını sağlayacaktır. Bununla birlikte sermayenin çıkış yapmasına neden olan itici faktörler, değiştiği vakit sermaye akımlarının geri dönme olasılığı yükselecektir (Pailwar, 2010:361-362).

Benzer bir durum az gelişmiş ya da gelişmemiş ekonomiler için de söz konusudur. Bu düzeydeki ülkelerin yurt içi ekonomi politikalarının daha ulusalcı çizgiye yönelerek finansal denetimlerin artmasıyla hareketlenmeye neden olabilmektedir.

Bu durumun tam aksine sıkı para-gevşek maliye politikası ve sabit döviz kuru politikası izlendiğinde ekonomilerde bu uygulamalardan ve politikalarından vazgeçilmesi durumunda ortaya çıkan istikrarsızlık sermaye akımları için itici faktörlerin oluşumu olarak algılanabilecektir. Bu yüzden ekonomi politikaları uygun olmayan ve mali alt yapısını tamamlayamamış olan ülkelere uluslararası sermaye akımlarının hareketleri çok oynak ve istikrarsız olmaktadır (İnandım, 2005:17-20).

Bu kapsamda uluslararası yatırımların getirisini düşürerek yatırımın girdiği ülkeden çıkış yapmasına sebebiyet veren itici faktörlerden bazıları ekonomik durgunluk, düşük faiz, siyasi istikrarsızlık, iş dünyasındaki olumsuzluklar olarak sıralamak mümkündür.

2.2.1.1. Küresel ve Bölgesel Ticaret Anlaşmaları

Uluslararası yatırımların yönünü şekillendiren önemli dışsal faktörlerin başında küresel ve bölgesel ticaret anlaşmaları gelmektedir.

Genellikle bu tür anlaşmalar ülkeler arasındaki ticari politika ve engelleri (tarifeler ve tarife dışı engelleri) büyük oranda ortadan kaldırarak, doğrudan yatırımların uluslararası düzeyde genişlemesine neden olmaktadır (Velde ve Bezemer, 2004). İkinci dünya savaşından sonra yapılan GATT türü anlaşmalar, günümüzde DTÖ ve AB entegrasyonları uluslararası sermayenin küresel ölçekte harekete geçmesini arttıran dışsal faktörlerin başında gelmektedir (Aktan, 2000:32).

Bu tür antlaşmalar sayesinde günümüzde bölgesel ekonomik entegrasyonlar pazar potansiyelini arttırmış, uluslararası yatırım ve ticaretin önündeki engelleri kaldırılmış ve ticari kârlılığı yükseltmiştir

Literatürde, bölgesel ekonomik entegrasyonların özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde pozitif etkilerinin olduğu görülmektedir (Motta ve Norman, 1996; Blomstrom ve Kokko, 1997; Velde ve Bezemer, 2004).

2.2.1.2. Karlılığın Azalması ve Faiz Oranlarının Düşmesi

Gelişmiş ülke piyasalarında sermayenin bollaşmasıyla birlikte faiz oranları düşerek kârlılık azalır, bu gibi durumlarda uluslararası sermaye gelişmekte olan ülkelere doğru hareketlenir (Yentürk, 1997:58).

Bu dışsal itici faktör gelişmekte olan ülkelere yabancı sermayenin yönelmesinin en önemli nedeni sayılmaktadır. Ayrıca ekonomilerdeki durgunluk ve faiz oranlarındaki meydana gelen düşüşler, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarındaki getiri oranlarının yüksekliği gibi etmenler özellikle portföy yatırımlarındaki artışın nedeni olarak gösterilmektedir (Kar ve Kara, 2004:72).

Nitekim 1990'lı yıllarda uluslararası faiz oranlarında yaşanan düşüşler nedeniyle ABD ve AB üyesi ülkelerde ekonomik durgunluk yaşanırken, Türkiye, Meksika, Endonezya, Brezilya ve İran gibi gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir (Calvo vd., 1996:2).

Örneğin bu dönemde ABD'de yaşanan ekonomik durgunluğa karşı uygulanan canlandırıcı para politikası neticesinde ülkedeki faiz oranları düşmüş, kısa zamanda yüksek getiri bekleyen sermayenin ülkeden kaçışına neden olurken, bu geçici dönemsel koşulların eski halini almasıyla çıkan sermaye tekrar ülkeye dönüş yapmaya başlamıştır (Yentürk, 1997: 58).

2.2.2. Çekici (Pull) Faktörler

Sermaye akımlarını bir ekonomiye çeken birçok faktör bulunmaktadır. Sermayenin girişine ev sahipliği yapan ülke koşullarınca belirlenen uluslararası sermayeyi çeken bu faktörler arasında, en çok öne çıkanlar yurt içi faiz oranları, döviz kuru rejimi, enflasyon oranı ve makroekonomik istikrardır (Demir ve Sever, 2009:219).

Uluslararası sermaye hareketlerin belirleyen çekici faktörler genellikle yabancı sermaye için önem arz eden ve yöneldiği ekonominin iç dinamiklerinden oluşan

faktörlerden oluşmaktadır. Konuyla ilgili literatürde bu faktörler kendi içerisinde ikiye ayrılmaktadır: Bu sınıflandırmada yer alan çekici faktörlerden ilki kamu sektörü açıklarındaki azalmalar veya verimlilik artışı tarzındaki ekonomi politikalarındaki değişimlerdir (Aslan, 2003:47)

Bu tür sınıflandırma içinde kalan ve özellikle doğrudan yatırımları çekici kılan ekonomik faktörlerin büyük bir kısmı sermayenin geliş amacına bağlı olarak görecelidir. Örneğin pazarı hedefleyen firma daha çok pazar genişliğine ve kişi başına düşen sermayenin büyüklüğüne, sermaye giriş ve çıkışına, ülkeye has tüketici tercihlerine ve pazar yapısına bakarak yatırım kararını vermektedir (Pailwar, 2010:361)

Doğal kaynaklara ulaşmayı hedefleyen doğrudan sermaye ise doğal kaynakların ne kadar bol olduğuna ve bunlara ulaşma imkânlarına, ucuz iş gücü imkânlarına, kalifiye işgücü potansiyeline, kişi ve firmaların sahip olduğu varlıklara (teknolojik yenilikçi vd.), fiziki altyapıya (limanlar, yollar, enerji ve telekomünikasyon) bakmaktadır.

Üretimde etkinliği amaçlayan sermaye içirse özellikle işgücü maliyetleri, diğer girdi maliyetleri, ulaşım ve iletişim maliyetleri ile diğer ara malların fiyatları, bölgesel şirket ağlarına elverişli bölgesel entegrasyon anlaşmalarının varlığı gibi koşullar gelişmekte olan ülkelere yapılacak doğrudan yatırımlar için önemli unsurlardır (Pailwar, 2010:363).

İkincisi ise sıkı para politikaları izlenerek, ülkedeki finansal ayarlamalarla ilgisi olmaksızın faiz oranlarının yükseltilmesi ya da ekonomide sabit kur sistemin sürdürülmesidir (İnandım, 2005:17-20).

2.2.2.1. Sermaye Hareketleri Üzerindeki Kontrollerin Kalkması

En temel çekici faktör bir ekonominin küreselleşen dünyaya özgü neo-liberal politikaları benimsemesinden geçmektedir. Çünkü küresel sermaye akımlarının politik, ulusal ve siyasal nedenlerle engellenmesi durumunda sermaye bu olumsuzlukları ve engelleri önüne çıkartmayan başka yatırım alanlarına yönelmektedir.

Küreselleşen dünyamızda sermaye üzerindeki devlet gücü ve otoritesiyle uygulanan kontrollerin kalkması ya da gevşetilmesi bu tür sermaye akımlarını ekonomiye çekmenin en önemli önkoşulu haline gelmiştir. Nitekim uluslararası yatırımlara ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelerde biriken fonları ülkelerine çekebilmek adına her geçen gün finansal ve ekonomik piyasalarını daha fazla serbestleştirmeye gayret göstermektedirler (Merlevede ve Schoors, 2004).

Ayrıca günümüzde pek çok gelişmekte olan ülke, bu gerekliliği bazen aşırıya kaçarak yerine getirdiğinden, özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin bu ülkelere sorunsuzca giriş yapmasını sağlamaktadır (İnandım, 2005:20).

Böylece uluslararası yatırımları için cazip haline gelen ekonomiler, yurt içi reel faizler yükselmekte, yabancı paranın yıllık aşınması arasındaki arbitraj artmakta ve daha çok kısa vadeli sermaye akımları olmak üzere tüm yabancı yatırımcılar bu ülkelere yönelmeye başlamaktadır (Pailwar, 2010:361-362)

2.2.2.2. Ulaşım ve Haberleşme Teknolojilerindeki Gelişmeler

21.yüzyılda yaşanan gelişmeler, bir taraftan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarında işlem yapmayı kolaylaştırmış, diğer taraftan ulaşım ve haberleşme teknolojilerindeki maliyetlerin düşmesine neden olmuştur.

Bu nedenle ekonomik sistemlerde ileri düzeydeki ulaşım ve haberleşme teknolojilerin varlığı ve yaygınlığı yatırımcıların tercihlerini olumlu yönde etkilemektedir. Özellikle ulaşım ve haberleşme teknolojilerindeki olumlu gelişmeler, bir yandan yatırım yapılan ülkelerin finansal piyasalarında işlem yapmayı kolaylaştırırken, diğer yandan ulaşım ve haberleşme maliyetlerinin düşerek sermayenin uluslararası hareketliliğini arttırmaktadır (Ghai, 1995: 53).

2.2.2.3. Keşfedilmemiş Pazar ve İşgücü Maliyetindeki Düşüklük

Yine buna benzer bir çekici faktör ise, gelişmekte olan ülkelerin keşfedilmemiş bir pazar olması, stratejik önemi olan hammaddelere sahip olması ya da yatırım yapılması planlanan ülkede işgücü maliyetinin düşük olması gibi faktörlerdir (Merlevede ve Schoors, 2004).

Özellikle doğrudan yatırımları belirleyen çekici faktörlerden bir diğerini ise, sermayenin çıkış yapacağı ülkeyle giriş yapacağı ülke arasındaki, taşıma maliyetlerinin oldukça ucuz olmasıdır. Ayrıca ticaret yapılan iki ülke arasındaki uzaklık mesafesinin kısalması taşıma maliyetlerini düşürerek ticaret miktarını ve hızını artırmakta, bu durum yabancı yatırımı teşvik eden bir faktör olarak görülmektedir (Merlevede ve Schoors, 2004).

Bunlara ek olarak kişi başına düşen gelir seviyesinin oldukça düşük olması halinde yabancı yatırımcıların üretim maliyetlerini düşüreceğinden dolayı bu ülkede yatırım yapmayı ve üretim kapasitesini arttırmayı cazip hale getirecektir (Özağ, 1994:65).

Küreselleşen dünyada ülkeler arasında rekabet edilebilirlik, birim işgücü maliyetleri ile ölçülmektedir. Dolayısıyla ülkelerin daha düşük birim işgücü maliyetlerine sahip olmaları, bu ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye akımlarını teşvik eden diğer bir çekici faktör olarak görülmektedir (Merlevede ve Schoors, 2004).

2.2.2.4. Bütçe Açıklarının Azalması ve Vergi Oranlarının Düşmesi

Günümüz ekonomilerinde en önemli büyüme ve gelişme göstergelerinin başında gelen, bütçe açıklarının dengesi, doğrudan doğruya bir ülkenin yıl içindeki ihracat hadlerinden ithalatlarının çıkmasıyla hesaplanmaktadır.

Bu yüzden her gelişmiş ülkenin cari açıkları en alt seviyede seyrederken, Türkiye gibi uluslararası piyasalarda satacak standartlarda üretimi olmayan ülkelerin cari açıkları sürekli deritte olmaktadır. Ayrıca artan enerji maliyetleri ve miktarları da cari açığın büyümesinde oldukça önemli etkileşim gücü olan faktörlerdir.

Öte yandan uluslararası sermaye akımlarının bir ekonomiye devamlı ve uzun vadeli girişleri bütçe açıklarının azaltılmasının en pratik yoludur. Örneğin yoğun bütçe açığına maruz kalan Türkiye gibi ülkeler söz konusu açığın finansmanı adına gevşek para politikası izleyerek yabancı sermayenin ülkelere doğru yönlendirilmesini sağlamaktadırlar.

Ayrıca vergi oranlarında yapılan kısa aralıklı farklılıklar ve vergi yasalarında yapılan olumlu düzenlemeler de sermaye girişlerini etkileyerek uluslararası sermayenin ülke ekonomisine girişini hızlandırabilmektedir (Merlevede ve Schoors, 2004). Özellikle kurumlar vergisindeki indirimler ve muafiyetler doğrudan yabancı sermaye yatırım kararının verilmesinde belirleyici faktör olabilmektedir.

Çünkü özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları doğrudan doğruya vergi oranlarının düşük olduğu bir ülkede daha karlı olmaktadır. Nitekim bu tür yatırımların bir kısmı kazançlarını bazen vergi cenneti olan yabancı ülkelerdeki şubelerine gelirlerini aktararak, söz konusu ülkedeki vergi avantajından faydalanılabilmektedir. Bu yüzden günümüzde bazı ülkelerde yabancı sermaye yatırımlarının çekilebilmesi için kurumlar vergisi oranları çok düşük tutulmaktadır (Yazar, 2001: 14).

2.2.2.5. Döviz Kuru Politikaları

Yatırım yapılacak ülkenin döviz kuru politikaları da yabancı yatırımcı açısından oldukça önemli bir faktördür (Kar ve Kara: 2004:71). Özellikle küresel şirketler çok sayıda

ülkede faaliyet gösterdikleri için çok sayıda para birimi kullanmaktadırlar. Dolayısıyla yatırım yapılan ekonomilerin döviz kurlarındaki hareketlilik ve belirsizlikler, söz konusu firmaların hem kârlılığını hem de üretim yeri tercihlerini etkilemektedir (Gövdere, 2003:5).

Öte yandan bir ülke parasının diğer ülke parası karşısında sürekli değerinin artmasıyla birlikte, parası değer kazanan ülkede üretim maliyetlerinin ve fiyatlarının artışı anlamına gelmektedir. Bu durumda sermaye akımı parası değer kaybeden ülkeye doğru yönelim göstermeye başlayacaktır (Yazar, 2001).

Ancak dikkat edilmesi gereken bir husus vardır ki, döviz kurlarının doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki etkisi belirlenirken, bir firmanın ürünlerinin ne kadarını ihraç, ne kadarını ithal ettiği önem taşımaktadır. İç pazara yönelik üretim yapan yabancı yatırımcı için, döviz kurları sadece yatırım ve kâr transferi aşamasında önem arz eder. Buna karşın ihracata yönelik üretim yapan yatırımcı, ürünlerin satış aşamasında da döviz kurlarına dikkat etmek zorundadır (Özağ, 1994: 66).

Dolayısıyla döviz kurlarındaki değişimler doğrudan yatırımlar için bazen itici bazen de çekici faktörlere dönüşme potansiyeli olan bir parametredir. Ayrıca sabit ölçekli döviz kur politikalarını başta portföy türü yatırımlar olmak üzere tüm uluslararası yatırımcılar daha cazip bulmaktadırlar.

Çünkü sabit kur uygulamalarında yatırımcı için kur dalgalanmalarından kaynaklanan risk ortadan kalkacağı için doğrudan yatırım isteği artmaktadır (Pailwar, 2010:362).

2.2.2.6. Mali Teşvikler

Yabancı sermaye yatırımını çekmek amacıyla bir ülkede uygulanan finansal teşvikler, o ülkede faaliyet gösteren yabancı firmaların diğer yerel firmalara göre rekabet gücünü arttırmaktadır.

Dolayısıyla, diğer tüm koşullar aynıyken, finansal teşvikler sayesinde cazip hale gelen yatırım alanları özellikle doğrudan yabancı sermaye üzerinde oldukça pozitif etki yapmaktadır (Lim, 2001). Bu tür teşvikler çeşitli uluslararası fonlar veya örgütler aracılığıyla sağlanacağı gibi çeşitli ülkelerdeki bölgesel kalkınmışlık farkları nedeniyle, hükümetler tarafından uygulanmaktadır.

Küreselleşen dünyada diğer bir çekici faktör ise, uluslararası düzeyde faaliyet gösteren bağımsız derecelendirme kuruluşlarının bir ülke ekonomisi hakkında verdikleri kredi notları ve derecelerdir (Lim, 2001). Bu tür uluslararası derecelendirme kuruluşlarının

yatırım yapılması planlanan ülkelerdeki ekonomik ve finansal riskleri önceden ölçümleyerek, derecelendirmesi uluslararası yatırımcılar açısından oldukça önemlidir (Dutz vd., 2003:22).

Bir ülkenin piyasalarıyla ya da yatırıma elverişliliği yönüyle risk değerinin yüksek çıkması, ilgili ülkeye giriş yapan pek çok firmanın yolunu ve rotasını çevirmesine neden olabilmektedir.

2.2.2.7. Özelleştirme Uygulamaları

1980’li yıllardan itibaren dünya gündeminde yer alan özelleştirme uygulamaları, özellikle gelişmekte olan ülkelere yabancı sermaye girişlerinde önemli rol oynamaktadır (Masca, 1999:115).

Daha çok doğrudan yatırımların girişini hızlandıran özelleştirmelerle pek çok yabancı yatırımcı gereksiz maliyetlere katlanmadan ve riskini/karını çok iyi hesaplayarak bazen sabit bir yatırımı komple satın alabilmektedirler. Bazen ise portföy türü yatırım yaparak, borsaya açılan bir kamu iktisadi kuruluşunun ya da yerli işletmeye ait hisseleri satın almak suretiyle o kuruma sermayedar olabilmektedir. Böylelikle kurumların elde ettiği kazançtan paylarını bir yandan alırlarken, diğer yandan da sermaye harekete geçmiş olmaktadır.

Özellikle günümüzde menkul Kıymetler Borsalarında açıktan satışa arz edilen kamu ve özel işletmelere ait hisse senetlerinin açıktan satılması sonucunda, uluslararası sermayenin anında ülkeye girmesi mümkün olmaktadır.

2.2.2.8. Makroekonomik İstikrar

Düşük enflasyon, yüksek ve istikrarlı ekonomik büyüme, düşük işsizlik, düşük reel faiz oranları ve bütçe açıklarının kontrol edilebilir düzeyde olması anlamına gelen makroekonomik istikrar, ülke riskinin belirlenmesi noktasında en önemli unsurdur.

Bu yüzden de uluslararası yatırımların yönünü belirleyen çekici faktörlerin belki de en önemlisi, bir ekonomideki makroekonomik istikrardır (İnandım, 2005:17-20). Ayrıca konuyla ilgili literatürde milli gelir ile yakından ilişkili gösterilen makroekonomik istikrarın tipik olarak bazı sabit kur rejimlerinin seçimi ile ilişkilendirildiği de görülmektedir (Merlevede ve Schoors, 2004). Çünkü sabit kur rejimlerinin bir uzantısı olan sepete bağlı sabit kur düzenlemeleri, ülkedeki beklenen döviz riskini azaltarak, hem

doğrudan yabancı yatırımlar hem de portföy yatırımları için cazip ortamın oluşması anlamına gelmektedir.

Ayrıca istikrarlı seyreden düşük enflasyon oranı ve geleceğe dönük daha iyi milli gelir beklentileri olan bir ülkenin büyüme beklentilerini de arttırarak, o ülkedeki döviz riskini azaltacaktır. Bu da uluslararası yatırımların söz konusu ekonomiyi tercih etmesine neden olacaktır (Merlevede ve Schoors, 2004).

Buna ilave olarak uluslararası ekonomik istikrar faktörleri de sermaye hareketlerinin yönünü belirler: Dünya faiz oranlarının düştüğü istikrar dönemlerde sermayenin gelişmekte olan ülkelere yöneldiği görülür. Ancak kriz dönemlerinde oluşan güvensizlik ortamı ve faiz oranlarındaki yükseliş sermayenin tersi yönde hareket etmesine neden olmaktadır.

Sonuç olarak makroekonomik istikrar, hem doğrudan sermaye yatırımları hem de portföy yatırımları açısından bir ülkeye yatırım riskini belirleyen en önemli çekici faktör olduğunu söylemek mümkündür.

2.2.2.9. Bürokrasinin Kalitesi ve Siyasal İstikrar

Bürokrasinin kalitesi ve politik istikrar, uluslararası yatırımları belirleyen diğer önemli çekici faktörler arasında sayılabilir. Genelde artan bürokrasinin, doğrudan yabancı sermaye akımını engelleyici bir rolü bulunurken, bir ekonomide yatırım beklentilerine yönelik havanın iyi olması ise, o ülkeye yönelik iş yapmanın ilave maliyetlerini düşürerek, doğrudan yabancı sermaye akımını teşvik etmektedir (Lim, 2001).

Aynı şekilde portföy yatırımları da finansal piyasalarda uygulanan prosedürlerin yaygınlığından ve siyasi istikrarın sürekli bozulmasından rahatsız olmaktadır. Bu yüzden en küçük siyasi istikrarsızlıklar anında portföy türü yatırımlarda karşılığını bulmakta, zaten son derece ürkek olan bu tür yatırımlar riski daha düşük siyasi istikrarı daha yüksek piyasalara doğru yönelebilmektedirler.

Sonuç olarak bir ülke ekonomisinin yapısal reformlarla sağlamış olduğu makroekonomik istikrara bağlı verimlilik artışları çekici faktörlerin başında gelmektedir. Bu yüzden son yıllarda, enflasyon, cari açık ve bütçe açıkları gibi sorunlarını büyük ölçüde gidermiş, makroekonomik istikrarı yakalayarak büyüme hızlarını arttırmış ekonomilere doğru uluslararası sermaye akımlarının yönelimleri artmıştır (Pailwar, 2010:362)

2.3. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomiye Etkileri

Günümüz ekonomilerinin hepsi ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı gerçekleştirmeyi hedeflemekte ve bu yönde politikalar geliştirmektedir. Bu hedeflerin gerçekleştirilmesi için özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler sermaye birikimine ve finansman sorununa çözüm bulma arayışına girmektedirler.

Çünkü fakir ülkelerde sermaye kıttır ve emek boldur. Oysa küreselleşen dünyada en azından belirli bir eşik düzeyde ekonomiyi kalkındırabilmek ya da ulusal markaların küresel piyasalara girebilmesi için, o ülkedeki yurt içi tasarruflara ilaveten, ülkedeki sermaye birikimlerini güçlendirmek gerekmektedir (Yeldan, 2002:29).

Bunun ise günümüzde bilinen iki pratik yolu bulunmaktadır, ya söz konusu ülke sürekli dış borç alacak ya da ekonomisinin kapılarını sonuna kadar tüm uluslararası yatırımlara açacaktır (Yeldan, 2002:30).

Genellikle ikinci seçeneği benimseyen bir gelişmekte olan ekonomi böylece yabancı sermaye akımlarına sonuna kadar kapılarını açmaktadır. Ancak bu tercihi yapan ülkeler küreselleşen ekonomilere özgü sistemlerde ve finansal piyasalarda ilişkili olduğu pek çok ekonomik alt sistemlerinde bir takım değişim ve dönüşümlerle karşılaşmaktadır.

Literatürde sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere yönelmesinin yol açtığı değişim ve dönüşümler ekonomik büyüme, faiz oranları, enflasyon oranları, döviz kurları, dış ticaret hadleri, kamu bütçe dengesi ve para piyasası olmak üzere altı başlıkta ele alınmaktadır.

Bununla birlikte uluslararası sermaye akımlarının etkileri yöneldikleri alana göre farklılaşmasına dikkat çeken araştırmalarda, bu etkiler sermaye akımının çeşidine göre portföy ve doğudan yatırım şeklindeki niteliğine göre iki temel başlık altında incelenmektedir.

Bu araştırma kapsamında her iki alan araştırmaları incelenerek uluslararası sermayenin makroekonomik ve finansal alanlara etkileri aşağıdaki başlıklar altında incelenmeye çalışılacaktır.

2.3.1.1. Ekonomik Büyüme Etkisi

Ekonomik büyüme en geniş açıdan, “bir ekonominin toplam üretim, toplam yatırım, toplam ithalat ve toplam ihracat gibi temel göstergelerinin, istihdamın ve üretim kapasitesinin belirli bir dönemden bir döneme artması” şeklinde tanımlanabilir (Yentürk ve Çimenoglu, 2005:105).

Daha dar anlamda ise ekonomik büyüme, “bir ülkenin Gayri Safi Milli Hasılasının (GSMH) bir dönemden bir döneme reel olarak artması” şeklinde ifade edilmektedir (TCMB, 2014). İster geniş ister dar anlamda ifade edilsin, ekonomik büyümede önemli faktörler yatırım, girişim ve üretimdir. Diğer bir ifadeyle ekonomik büyümenin temeli, sermaye artırımıyla gerçekleşeceği için, günümüzde geliştirilen tüm ekonomik büyüme modelleri sermaye faktörüne önem verecek tarzda olmak durumunda kalacaktır (Selimata, 2003:22-24)

Küreselleşen dünyada ise sermayenin rengi, milleti ya da ideolojisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla her geçen gün biraz daha dışsallaşan ekonomilerde yerli-yabancı sermaye ayrımı yapılmamaktadır (Yentürk ve Çimenoglu, 2005:106). Aksi takdirde yeni yatırımlar, istihdam alanlarının ve üretimlerin büyümesinin dinamosu olan sermayenin dışlanması söz konusu olabilecektir.

Ancak daha önce de belirtildiği üzere literatürde uluslararası sermaye akımlarıyla ekonomik büyüme gibi makroekonomik göstergeler arasındaki bağlantı ve nedenselliğin yönü tam olarak netlik kazanmış değildir (Besanger vd., 2000:3). Örneğin Chanery ve Strout (1966) araştırmasında, yabancı ve yurt içi tasarruflar arasındaki ilişkiyi analiz etmiş, yabancı sermayenin ekonomik büyümeyi canlandıracağı ifade edilmişse de bu konuda tam bir konsensüs sağlanamamıştır. Bu durum, yapılan analizlerde sermaye girişlerinin, ayrıştırılmaksızın sadece toplam sermaye olarak ele alınmasından kaynaklandığı ileri sürülmüştür (Papanek, 1973).

Sonraki çalışmalarda, sermaye akımları ayrıştırılarak, ekonomik büyümeye olası etkiler ayrı ayrı incelemiştir. Örneğin Papanek (1973), farklı çeşitte sermaye girişlerinin yurt içi tasarrufları olumsuz etkilediğini ifade etmiştir. Papanek (1973), gelişmekte olan 85 ülkeyi kapsayan analizinde dış yardımların, özel sermaye girişlerinin ve diğer sermaye girişlerinin ulusal tasarrufları ve büyümeyi dışladığını; buna karşılık doğrudan yatırımların ekonomik büyüme ve kalkınmaya pozitif katkıları olduğunu ifade etmiştir (Besanger vd., 2000:3-4).

Neo-klasik iktisadi teoride bu görüşü devam ettirmiş ve özellikle doğrudan yatırımların ekonomik büyümenin motoru olduğu savunulmuştur. Örneğin doğrudan yatırımların Çin ekonomisi üzerindeki etkileri hakkında Zhang’ın (2001) yaptığı bir araştırmada, doğrudan yatırımların Çin’in ekonomik büyümesini pozitif yönde etkilediği ve yabancı sermayenin marjinal getirisinin yurt içi sermayeden daha yüksek olduğu öne sürülmüştür.

Ancak son yıllarda ise, neo-klasik teori kapsamında yapılan araştırmalarda doğrudan yatırımlarla büyüme arasında bilinen geleneksel ilişkinin var olmadığı öne sürülmüştür (Razin, vd., 1999; Rand ve Tarp, 2002). Bazı araştırmalarda ise kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını belirtilmiştir (Corbo ve Hernandez, 1996; Rodrik ve Velasco, 1999).

2.3.1.2. Faiz Oranlarına Etkisi

Türkiye gibi gelişmekte olan ölkelere yönelik sermaye akımlarının artması faiz oranlarını düşürmemekte ve bu tür akımlardaki aşırılık kamu açığı ve kamu faiz ödemelerinin büyümesiyle bağlantılı olarak faiz oranlarını yükseltmektedir (Kar ve Kara: 2004:71).

Bunun neticesinde kamu tasarrufunda azalma ve dış borç stokunda artışa ve dolayısıyla faiz oranlarının tekrar artması gibi bir durumla karşılaşılmaktadır. Ayrıca yurt içine yönelen yüksek spekülatif sermaye girişi yerleşiklerin yurt içi bankalarda döviz mevduatı hesabı tutmalarını teşvik eder ve yerli paraya verilen önem azalır (Demir ve Sever, 2009:224).

Öte yandan Türkiye gibi gelişmekte olan ölkelere aniden yönelen sermayenin, bu spekülatif hareketlerinin de faiz oranları üzerinde etkileri bulunmaktadır. Örneğin yurt içine yönelen yüksek spekülatif sermaye girişi yerleşiklerin yurt içi bankalarda döviz mevduatı hesabı tutmalarını teşvik eder ve yerli paraya verilen önemi azaltır. Artan net dış varlık girişi sonrasında parasal tabanın genişlemesini önlemek adına merkez bankalarının uygulanan sterilizasyon uygulaması yine para ikamesinden ötürü faizleri bir anda yükseltmektedir (Yentürk ve Çimenoğlu, 2005:106).

Ayrıca yerli para değerlenmesinin ticarete konu olmayan sektörler bakımından olumlu bir değişime sebep olduğu göz önüne alınırsa yoğun sermaye girişlerinin yaşandığı ölkelerde bu sektörlerle yapılan yatırımların arttığı söylenmektedir (Yentürk, 2005:132). Buna karşılık ani ve aşırı sermaye girişinden ötürü birçok gelişmekte olan ölkeden uluslararası sermaye kaçışı da yaşanarak faiz oranları değişebilmektedir (Boratav, 2001).

2.3.1.3. Enflasyona Etkisi

Sermaye akımlarının enflasyon üzerindeki etkileri ekonominin genel dengesi, parasal genişlemeler ve maliye uygulamaları üzerindeki etkileri aracılığıyla görölmektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının artışı genelde fiyatları düşürücü etki yaratırken, diğer yandan da bu durum sermaye akımının hızlanmasıyla yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde enflasyon oranını düşürememektedir. Daha açık bir ifadeyle sermaye hareketlerinin artmasıyla beraber faiz oranlarındaki artış beraberinde ülkedeki enflasyon oranlarını da arttırmaktadır (Merlevede ve Schoors, 2004).

Çünkü sermaye girişi ülkenin ulusal parasının değerlendirilmesine neden olduğundan yabancı ülkelerin doğrudan yatırım maliyetleri yükselmekte ve arbitraj sürecinde ulusal piyasalardaki tahmini borçlanma maliyeti, yabancı piyasalardaki borçlanma maliyetine eşitlenmektedir (Bayomi ve Gagnon, 1996:306-307). Bu eşitlenme yabancı ülke faiz ve enflasyon oranları dışsal olarak belirlendiğinde, ulusal enflasyon oranındaki değişiklikler aracılığıyla ulusal faiz oranını etkilemektedir.

Ulusal faiz oranlarının yabancı ülke faiz oranlarından düşük olması ise, sermaye çıkışlarını arttırmaktadır. Sermaye çıkışlarının yoğunlaştığı kriz şartlarında ülke sakinleri ulusal para cinsinden olan mevduatlarını, yabancı para cinsinden mevduata dönüştürmektedirler. Söz konusu şartlarda yabancı paraya olan talep arttığından sabit döviz kuru sisteminde uluslararası rezerv miktarı azalmakta ve enflasyon yükselmektedir.

Nitekim krize girmeden önceki dönemlerde döviz kurundaki değişimler pozitif bir ağırlıkla, rezervlerdeki değişimler ise negatif bir ağırlıkla hesaplamalarda yer aldıklarında, finansal piyasalarda kriz meydana gelebilmektedir (Kaminsky ve Reinhard, 1999:498).

Sonuç olarak uluslararası sermaye akımlarının enflasyon oranını düşürülmesi konusunda pozitif etkiye neden olabilmesi için, üretime ve istihdama katkı sağlayacak nitelik taşıması yanında, uzun vadeli olması da önemlidir. Öte yandan döviz kurlarındaki artışla uluslararası sermaye akımları için büyük bir kazanç kapısı olan yüksek enflasyon oranları portföy yatırımları ve kısa dönemli döviz cinsinden yabancı yatırımcıları için tercih sebebidir. Dolayısıyla bu tercih sebebinin ortadan kalkması bu tür akımların yönünü değiştirecektir.

2.3.1.4. Döviz Kurlarına ve Dış Ticarete Etkisi

Sermaye girişleri, reel anlamda ulusal paranın değerini arttırdığından dış ticaret açığı artmaktadır. Dış ticaret açığındaki artış ise uluslararası finansal piyasalarda, finansal istikrarsızlıkta bir artışın göstergesi olarak kabul edilmektedir (Adelman ve Yeldan, 2000:1094).

Aşırı sermaye girişi neticesinde yerli para çok değerlenerek ihracatı pahalı, ithalatı da ucuz hale getirmekte, böylece hem ihracatçı sektörlerdeki rekabet dengelerini bozmakta hem de ekonomiyi ithalata bağımlı hale getirmektedir. Devamlı olarak büyüyen dış ticaret açıkları ise ülkelerin cari işlemler açığını arttırarak ödeme sorunlarının çözümünü sermaye girişlerinin ellerine bırakmaktadır (İnandım, 2005:17).

Özellikle spekülâtif kısa vadeli sermaye akımları bir ekonomide faiz oranlarının yüksek olmasına, döviz kurunun da değerlenmesine yol açarak ekonomideki tüm dengeleri alt üst etmektedir. Bu şekilde sağlanan bir iktisadi büyüme ise dışa bağımlı olmakta, faiz ve döviz kuru arasındaki dengelerin olası bir istikrarsızlığa sahne olmasıyla ekonomi kırılganlaşarak çökebilmektedir (İnsel ve Sungur, 2003:5).

Nitekim 90'lı yıllardan itibaren tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi neticesinde doğan en kötü sonuçlardan biri de dış ticaret alanında oluşmuştur. Bu yıllarda gelişmekte olan ülkelere aşırı sermaye girişi neticesinde yerli para çok değerlenerek ihracatı pahalı, ithalatı da ucuz hale getirmiş, böylece hem ihracatçı sektörlerdeki rekabet dengeleri bozulmuş, hem de söz konusu ekonomiler ithalata bağımlı hale gelmiştir (İnandım, 2005:17-20).

Ayrıca söz konusu ülkelerde (Örneğin Türkiye, Meksika, Endonezya, Brezilya vb.) devamlı olarak büyüyen dış ticaret açıkları ise ülkelerin cari işlemler açığını arttırarak ödeme sorunlarının çözümünü yabancı sermaye sahiplerinin ellerine bırakmak zorunda kalmışlardır (İnandım, 2005:20).

Bu yüzden spekülâtif kısa vadeli sermaye akımları bir ekonomide faiz oranlarının yüksek olmasına, döviz kurunun da değerlenmesine yol açarak ekonomideki tüm dengeleri olumsuz yönde etkilemekte ve ekonomideki kırılganlığı arttırmaktadır (İnsel ve Sungur, 2003:5).

2.3.1.5. Kamu Bütçe Dengesine Etkisi

Sermaye girişleri ticareti yapılan mallar sektörünü olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu olumsuz etki, ulusal paranın değer kaybı ile giderilebilmektedir. Ulusal paranın devalüasyonu, ihracat sektörünü olumlu yönde etkilemekte ve ticareti yapılan mallara olan talebi arttırmaktadır.

Ancak devalüasyon dış borçların ulusal para cinsinden ifade edilen değerini yükselttiğinden, kamu kesimi borçlanma gereğini arttırmaktadır. Dış borçlarda meydana gelecek spekülâtif nitelikli bir artış faiz ödemelerinin yükünü arttırır ve dış borçların büyük

kısmı kamuya ait olduğundan kamu harcamalarında büyük artışlar yaşanır. Bu durum faiz oranlarını arttırarak kamu açıklarını daha da arttırmaktadır.

Söz konusu kamu açıklarının olumsuz neticelerini engellemek adına faiz dışı bütçe fazlası verilir. Fakat bu uygulama kamu harcamalarını ve faiz dışı harcamaları azaltıcı bir rol oynamaktadır. Fazla sermaye girişi faiz oranlarını arttırmakta ve yerli parayı değerlendirmektedir. Dolayısıyla faiz ödemelerini karşılamak için sermaye girişlerine mecbur kalınarak adeta bir kısır döngüye dönüşmekte ve yerli paranın yeniden değerlenmesine sebep olmaktadır (Yentürk, 2005:139).

Uluslararası sermaye akımlarının sürekliliği, sabit döviz kurunu kabul eden programlarda son derece önemliyken, sermaye çıkışları da bu tür kur sisteminde ödemeler dengesi sorunlarına neden olma potansiyeli taşıması nedeniyle oldukça önemlidir (Grunberg, 1998:594).

2.3.1.6. Para Piyasasına Etkileri

Sermaye akımları, bankalara ve banka benzeri mali kurumlara fon arzlarını genişletme olanağı sağlamaktadır. Yabancı sermaye girişi para arzının yurt içi bileşenini iki yoldan etkilemektedir:

Bunlardan birincisine göre yabancı finansal sermaye, borcun parasallaşmasına neden olmakta, yabancı sermaye ülkeye girdiğinde ise döviz Merkez Bankası tarafından ulusal paraya çevrildiğinden Merkez Bankası'nın uluslararası rezervlerinde artış meydana gelmektedir. Elde edilen kaynaklar harcamaların finansmanında kullanıldığında çarpan etkisi nedeniyle gelir artışı söz konusu olmakta ve artan gelirlerin bir kısmı bankacılık sistemine mevduat olarak yatırıldığında ise para arzı genişlemektedir (Kahler, 1998:129).

İkincisine göre ise yabancı sermaye doğrudan doğruya bankacılık sistemine girdiğinde, bankacılık sistemi söz konusu yabancı sermayeyi birincil rezerv olarak kullanabilmektedir. Ticari bankalar birincil rezervlerinden krediler yarattıklarında ise likidite seviyesi sermaye girişlerinin üzerinde bir artış göstermektedir.

Önemli miktardaki sermaye girişleri kredi arzının genişlemesine ve finansal aktif fiyatlarının artmasına da neden olmaktadır. Özellikle ekonominin genişleme dönemlerinde, yatırım talebi ve dolayısıyla borçlanma talebi yükseldiğinden finansal para piyasalarında kredi talepleri artmaktadır (Braunstein, 2006:18).

Bekleyişlerdeki ani değişimler ise sermaye akımlarının tersine donmesine ve finansal kuruluşların mali dengelerinin bozulmasına ve parasal krizlere sebep teşkil etmektedir.

BÖLÜM III.

DÜNYADA ve TÜRKİYE'DE SERMAYE HAREKETLERİ

Finansal liberalizasyonun gittikçe arttığı, teknolojik gelişmelerin tüm endüstriler arasında mal ve fon transferini olanaklı kıldığı 21. yüzyılda uluslararası sermaye hareketleri oldukça dinamik hale gelmiştir.

Küresel düzeyde harekete geçen sermaye böylece kur ve arbitraj gelirini en yüksek oranda kazandıran ülkelere yönelmenin yanında çeşitli ekonomilerde uzun dönemli yatırımlarla kendini göstermiş; bu anlamda yabancı sermaye yöneldiği ekonomilerde ilk etapta istikrarın ve ekonomik büyümenin en önemli göstergesi sayılmıştır (Alper ve Önüş, 2001:203).

Özellikle 1990'lı yıllardan sonra yaşanmaya başlanan krizlerle sermaye hareketleri arasında ilişkiler gözlenmiş, bu durum pek çok gelişmekte ülkede yabancı sermaye akımlarına karşı daha ihtiyatlı bakışa neden olmuştur (Afşar, 2004:86). Bu yönüyle son yıllarda yaşanan pek çok finansal kriz hem sermaye hareketlerinin nedeni hem de bir sonucu olarak görülmeye başlanmıştır (Obstfeld, 1996: 251).

Günümüzde ise genellikle mevcut küreselleşen ekonomik konjonktüre göre sermaye hareketleri öncelikle ABD, AB ve Japonya ekonomilerinden çıkarak, yükselen pazarlar olarak nitelenen BRICS ülkelerine (Brezilya - Rusya - Hindistan - Çin ve Güney Afrika Cumhuriyeti) uğramakta ve daha sonra Türkiye, Malezya ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelere doğru hareket etmeye başlamıştır (Alper ve Önüş, 2001:204).

Bunun en temel sebebi gelişmiş ekonomilerin küresel hareket kabiliyeti olan güçlü sermaye birikimlerini ekonomik zenginlikleri sayesinde elinde tutmaları ve küreselleşmeyle birlikte gelişmekte olan ekonomilerde daha karlı yatırım alanlarının açılmasıdır. (Apak ve Uçak, 2007:57)

Ayrıca günümüzde sermaye hareketleri spekülatif nitelikli sıcak para şeklinde gelişmekte olan piyasalara büyük miktarlarda giriş yapmaya başlamış ve böylece uluslararası sermaye hareketleri ile kriz olgusu arasında karşılıklı bir etkileşim meydana gelmeye başlamıştır. (Edwards, 2001).

Sonuç olarak uluslararası sermaye hareketleri küreselleşen yeni ekonomik konjonktüre göre bölgesel olarak incelemek istenildiğinde ilk olarak ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerde sermaye hareketlerine bakmak yerinde olacaktır.

Daha sonra BRICS ekonomilerine ve son olarak Türkiye ile benzer seviyedeki gelişmekte olan ekonomilerdeki sermaye hareketlerini inceleyerek günümüzde uluslararası sermaye hareketlerinin bölgesel dağılımları ve fonksiyonları hakkında değerlendirme yapmanın mümkün olacağı değerlendirilmektedir.

3.1. GELİŞMİŞ EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE FONKSİYONLARI

Günümüzde dünya ekonomisinin en önemli olgularından biri olan faiz-kur arbitrajına dayanarak maksimum reel kazancı elde etmek amacıyla bir ülkeden diğerine kolaylıkla kayabilen türdeki sermaye akımlarının esas itibarıyla vatani ABD, Avrupa ve Japonya gibi gelişmiş ekonomilerdir (Arslan, 2010:1231).

Bununla birlikte gelişmiş ekonomilerin büyüme performansları belirgin bir şekilde birbirinden farklılık göstermektedir. Özellikle küresel ticaret hacmindeki artışın istenilen seviyelerde olmamasıyla birlikte küresel talebin zayıf seyrini devam ettirmesi çeşitli gelişmişlik düzeyindeki ekonomilerin bile dönem dönem ekonomik anlamda büyüme seviyesini düşürmektedir. Bu durum hem gelişmiş ekonomilerin hem de gelişmekte olan ekonomilerin ekonomik performansları birbirinden farklılaştırırken, söz konusu ülkelerde sermaye hareketlerinin farklı şekillerde yönelim göstermesine de neden olmaktadır (Calvo vd., 1996).

Ancak gelişmiş ekonomilerde yaşanan kriz ve resesyon dönemleri göz ardı edildiğinde 2000 yılından 2006 yılının sonlarına kadar finansal piyasadaki likiditenin sürekli yükseldiğini söylemek mümkündür. Özellikle kriz öncesindeki bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara ve yatırımlara dönüştürülmesi gelişmiş ekonomilerin yatırımcılarını harekete geçirmiş, bazıları küresel düzeyde açıldıkları piyasalardan yatırımlarını geri çağırırken, bazıları ise yeni yatırım bölgelerine doğru yönelmişlerdir (Chinn ve Ito, 2006:163).

Örneğin 2007-2008 küresel krizi döneminde ABD ve İngiltere'ye de büyük oranlarda sermaye geri dönüşleri yaşanmış ve buna paralel olarak gelişmiş ekonomilerde büyüme ve gelişme yavaşlayarak durmuştur (Çarıkçı, 2008). Nitekim ABD'de başlayan küresel krizden bu yana dünyadaki merkez bankalarının varlıklarının toplamı iki kat artarak 20 trilyon doları aşmış durumdadır. Bu durumu küresel piyasalara açılan yatırımların geri ülkeye çağrıldığına önemli bir kanıt olduğunu göstermektedir (Doğan, 2009:12).

Öte yandan gelişmiş ekonomilerdeki ani ve yüksek düzeyde finansal canlanma içinde olan canlılığın da bir çöküşe yol açması ve bu durumun da finansal bir krizle sonuçlanma olasılığı mevcuttur. Ayrıca yükselen ülkelerde doğacak bir kriz gelişmiş ekonomileri de etkisi altına alacaktır. Zira bu ülkelerin dünya hasılası üretimi içindeki payları üçte bire kadar yükselmiş durumda ve uluslararası finansal sistem içindeki ağırlıkları da giderek artmaktadır (Dorsey, 2008:41).

Özellikle Çin’de Brezilya ve Güney Afrika’da ortaya çıkabilecek bir iktisadi kriz gelişmekte olan ülkelerde bulaşma ve yayılma etkisi göstererek bu ülkelerin sahip olduğu sermaye akımlarının yönünü değiştirebilecektir (Durmuş, 2010: 33).

Bu çerçevede günümüz ekonomik konjonktüründe ABD, Japonya ve AVRO Bölgesi finansal piyasalarında yaşanan son gelişmeler ışığında uluslararası sermaye hareketleri aşağıdaki başlıklar altında kısaca özetlenmiştir.

3.1.1. ABD Ekonomisi

Küreselleşen yeni ekonomik düzenin lideri konumunu halen koruyan ABD ekonomisinde Gayri Safi Milli Hasıla 2014 yılı itibariyle 14,526 trilyon dolar ve ülkede Kişi Başına Milli Gelir 53.101 dolar olduğu görülmektedir (TCEB (a), 2015).

Bu ülkede yaşanan küresel kriz 2009 ortası itibarıyla son bulmakla birlikte, krizin etkileri 2014 yılına kadar devam etmiştir. Nitekim ABD ekonomisi 2014 yılının ilk üç ayında, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 2,9 oranında daralmıştır. İkinci çeyrekte yüzde 4,2 yükselen büyüme 2014 üçüncü çeyreğinde yüzde 5 olarak gerçekleşmiştir. Böylece ABD ekonomisi 10 yıldan uzun bir süre sonra en iyi altı aylık performansını sergilemiştir (TCEB (a), 2015).

Özellikle ABD yönetimi tarafından 2008 yılından itibaren uygulanan ekonomiyi canlandırma, teşvik, banka kurtarma, destekleme programları için milli gelirin %73’üne tekabül eden yaklaşık 10 trilyon dolarlık harcama yapılmıştır (Erataş ve Öztekin, 2010:5). Ayrıca FED, 2007’de ABD’de başlayıp daha sonra tüm dünyayı etkisi altına finansal krizin ardından, ekonomiyi canlandırmak amacıyla genişleyici para politikası izlemiştir. Bu kapsamda FED, yüksek para arzı ve tahvil alım programları yoluyla son 6 yılda aylık 85 milyar dolar seviyesinde tahvil alımları gerçekleştirmiştir. 2014 yılı ocak ayından itibaren bu alımları aşamalı olarak azaltma kararı alan FED’in tahvil alım programı 2014 yılı Ekim ayında sona erdirilmiştir (TCEB (a), 2015).

Bununla birlikte ABD ekonomisi 2014'te rekor düzeyde artan istihdam ve son 11 yılın en iyi büyüme performansı ile krizden kurtulurken, ABD Merkez Bankası (FED) politikalarında izlenen değişim, enerji sektöründe yaşanan kaya gazı devrimi, gerileyen petrol fiyatları ve Rusya'ya uygulanan yaptırımlarla ülke ekonomisi 2015 yılına sağlam şekilde girmesini sağlamıştır. Ayrıca 1973 yılından bu yana ilk defa sembolik rakamlarla da olsa dünyanın en büyük petrol üreticisi sayılan ABD petrol ihracatına da başlamıştır (IMF, 2014).

ABD ekonomisinin 2014'te gösterdiği bir diğer başarı, cari açığın 2006'dan bu yana en düşük seviyesine gerilemesiydi (IMF, 2014). Cari açığın GSYH'ya oranının yüzde 2,5'e gerilemesinde rekor düzeyde artan ihracat ve düşen kamu harcamaları etkili olmuştur. Son 5 yıldır artmakta olan ihracat rakamları yılın üçüncü çeyreğinde yüzde 3 yükselerek yeni bir rekora ulaşmış ve 2014 yılı ekim ayında açıklanan son verilere göre, ABD'de bütçe açığı geçen seneye oranla yüzde 29 azalarak son 6 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir (TCEB (a), 2015).

Günümüzde ise FED daha sıkı para politikasına hazırlanırken, Avrupa ve Japonya Merkez bankalarının faiz oranlarını tarihin en düşük seviyelerine indirmesi ve uygulanan diğer teşvik politikaları, doların yaklaşık 9 yılın zirvesine taşınmış; dolar endeksi 2014 başından bu yana yüzde 12 artarken, Japon yeni son 7,5 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Avro - dolar paritesi de 2015 yılı Ocak ayı itibarıyla son 28 ayın en düşük seviyesini görmüştür (TCEB (a), 2015).

Sonuç olarak günümüzde ABD'li yatırımcılar küresel kriz döneminden önceki açılımlarına yeniden koyulmuş, gelişmekte olan ülkeler ile yükselen ekonomilere doğru yeniden yelken açmaya başlamıştır.

3.1.2. Avrupa Birliği Ekonomisi

Günümüzde 28 gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiden oluşan Avro Bölgesi'nin ekonomik performansını küresel ekonominin yüzde 22'sini oluşturan ABD ekonomisinin gidişatı belirlemekle birlikte, Birliğin lokomotifi olan Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya ekonomileri küresel düzeyde sermaye hareketlerine yön verebilmektedir (IMF, 2014).

Sayılan ekonomilerden olan Almanya, son yıllarda Avrupa'da yaşanan ekonomik krize rağmen iktisadi alanda istikrarını korumuştur. Alman ekonomisi 2012'de %0,7, 2013 yılında ise %0,4 oranında büyüme kaydetmiştir. 2013 yılı GSYİH'sı 2,74 trilyon avroya

(3,77 trilyon ABD doları) Kişi Başına GSYİH 27.640 avroya ulaşmıştır. Almanya'nın dış ticaret hacmi 930 milyar avro civarında olup, tek başına 2013 yılında 1,09 trilyon avro (1,51 trilyon ABD doları) ihracat ve 895 milyar avro (1,23 trilyon ABD doları) ithalat yapmıştır (TCEB (b), 2015).

Almanya'nın 2013 yılında olumlu ekonomik gelişiminin önemli nedenlerinden biri olarak özel tüketimdeki artış gösterilmektedir. Özel tüketim bir önceki yıla kıyasla %2,5 oranında artarak 1,49 trilyon avroya (2,05 trilyon ABD doları) ulaşmıştır. Bunda, çalışan sayısındaki artışın yanı sıra ücretlerin yükselmesinin de payı bulunmaktadır (TCEB (b), 2015).

Bütçe açığı %3,6 oranında olan Almanya'da 2013 yılında faal işgücü sayısı 41,84 milyona ulaşmış; fiyatlar %1,5 oranında artmasına karşılık, brüt ücretler %2,8 civarında yükselmiştir. 2013 yılı itibariyle bu ülkedeki işsizlik oranı yaklaşık %7,1'dir. 2013 yılında enflasyon oranı yaklaşık %1,5 olarak gerçekleşmiştir. Ağustos 2014 itibariyle ise Enflasyon Oranı %0,5 gerilemiştir (TCEB (b), 2015).

Avro bölgesinin diğer gelişmiş ekonomisi olan Fransa, Dünya Bankası'nın 2013 yılı verilerine göre, AB içinde Almanya'dan sonra ikinci; dünyada ise beşinci ekonomik güçtür. Hizmet sektörü ekonomideki katma değer %88,6'sını, sanayi %9,3'ünü ve tarım %2,1'ini oluşturmaktadır. Ekonomisinde en fazla öne çıkan sektörler, otomotiv, demir yolları, hava araçları, lüks tüketim malları, kozmetik ürünleri, sigortacılık, ilaç sanayi, güç santralleri, savunma sanayi, telekomünikasyon, tarım ve turizm sektörleridir (WB, 2013).

Kredi derecelendirme kuruluşu Moody's 19 Eylül 2014 tarihinde yayınladığı raporunda, Fransa'nın "Aa1" olan notunun bu yıl da korunduğunu açıklamıştır. Ayrıca, kredi derecelendirme kuruluşu Fitch 12 Aralık 2014 tarihinde, Fransa'nın "AA+" olan kredi notunu bir kademe indirerek "AA"ya düşürmüş ve kredi notu görünümünü "durağan" olarak belirlemiştir. Fransa, Dünya Ekonomik Forumu'nun Eylül 2014'de yayınlanan "2014-2015 Dünya Rekabet Edebilirlik Raporu"nda 144 ülke sıralamasında, bir önceki dönemdeki gibi 23. sırada gelmiştir (WB, 2015).

Dünyanın en büyük yedinci ekonomisi ve ikinci büyük ihracatçısı konumundaki İngiltere, küresel ekonomik krizin etkisiyle 2008-2012 döneminde büyüme sağlayamamıştır. 2013 yılında artı büyüme oranını yakalayarak %1,7 oranında büyüyen Birleşik Krallık, 2014 yılının ilk ve ikinci çeyreğinde %0,8 büyümüştür (TCEB (c), 2015).

Bu ülkede enflasyon oranı, %1,7 civarında seyretmektedir. Kriz sonrası dönemin bu en düşük enflasyon oranı, Birleşik Krallık Merkez Bankası'nın belirlediği hedefin (%2) de

altında kalmıştır. Ekonomik durgunluk döneminde %8,5 oranında seyreden işsizlik oranı da 2014 itibariyle %6,5 civarındadır (TCEB (c), 2015).

Günümüzde önemli finansal ve ekonomik sıkıntılar yaşayan ve dünyanın en büyük yedinci ekonomisi konumunu kaybeden, ancak halen G-8 üyesi olan İtalya ise, Almanya, Fransa ve İngiltere'den sonra Avrupa'nın en büyük dördüncü ekonomisidir (TCEB (d), 2015).

İtalya ekonomisi, içinde %73'lük pay ile ilk sırada gelen hizmet sektörünü, sanayi (%25) ve tarım (%2) izlemektedir. İtalya ekonomisinin temeli geleneksel olarak küçük ve orta büyüklükteki işletmelere (KOBİ) dayanmakta olup; KOBİ'lerde 9 milyondan fazla kişi istihdam edilmektedir. İtalya'nın 2010 sonu itibariyle GSYİH'sı 1,538 milyar avro, kişi başına düşen milli geliri ise 25.501 avrodur. İtalyan İstatistik Kurumu ve İtalyan Merkez Bankası verilerine göre İtalya'nın GSYİH'sı 2010 yılında %1,3 oranında artmıştır (TCEB (d), 2015).

İtalya ekonomisine ilişkin 2010 verilerine göre bir önceki yıla göre dış ticaret hacminde %19; ihracatta %16; ithalatta ise %23 oranında artış kaydedilmiştir. 2010 yılında İtalya'nın ihracatı 338; ithalatı ise 365 milyar avro düzeyinde gerçekleşmiştir. İşsizlik oranının 2010 yılı sonu itibariyle yüzde 8,4'e ulaşmıştır (TCEB (d), 2015).

İtalyan ekonomisinin zayıf noktasını oluşturan kamu borç stokunun yüksekliği, Hükümet tarafından uygulanan mali disiplinin sağlanmasına yönelik katı politikalara karşın 2010 yılında 3 puanlık bir artışla %119'a yükselmiştir. 2009 yılında rekor bir artışla %5,4'e yükselen bütçe açığının GSYİH'ya oranı ise 2010 senesinde alınan sıkı mali önlemlerle önemli bir düşüşle %4,6 düzeyine gerilemiştir (WB, 2015).

Ayrıca İtalya 2010 yılında 2009 yılına göre yarı yarıya yakın bir düşüşle ancak 6,1 milyar avro doğrudan yabancı yatırım çekmiştir. Diğer taraftan, İtalyan yatırımcılar tarafından diğer ülkelerde yapılan doğrudan yabancı yatırım tutarının da yine %40'lara ulaşan bir düşüşle 17,4 milyar avro seviyesinde gerçekleşmiştir (IMF, 2014).

Öte yandan 2007-2008 yıllarında yaşanan küresel krizden 6 yıl geçtikten sonra söz konusu krizin ilk başladığı ve geliştiği ülke olan ABD ekonomisi 2014 yılı itibariyle toparlanırken Ekonomik aktivite açısından heterojen bir görünüm arz eden Avro Bölgesi ekonomileri bir türlü ekonomik büyüme yönünde gelişme kaydedememiştir. Özellikle son yıllarda Avro Bölgesi için ekonomik aktivitede önemli ivme kayıpları yaşanmaktadır (IMF, 2014).

Nitekim Avrupa İstatistik Ofisi verilerine göre 28 üyeli AB 2014 yılında yüzde 0,2 büyümüş, bölgede yıllık bazda artış ise yüzde 1,2 olarak kaydedilmiştir. Oysa Avrupa Komisyonunun yayınladığı Sonbahar 2014 Tahminleri Raporunda ise, Avro Bölgesi büyüme tahmini 2014 yılı için yüzde 1'den yüzde 0,4'e, 2015 yılı büyüme tahmini ise yüzde 1,5'ten yüzde 0,9'a düşürülmüştü (WB, 2015).

2014 yılı itibariyle Birliğe üye ülkeler arasında en fazla büyüme yüzde 1,3 ile Malta'da gerçekleşirken, ikinci sırada yüzde 1'lik büyüme ile Letonya ve ardından Litvanya geldi. Romanya'da ise aynı dönemde yüzde 1'lik daralma olurken, bu ülkeyi yüzde 0,3'lük oranla Danimarka ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi, yüzde 0,2 ile de Almanya ve İtalya takip etmiştir (OECD, 2014).

Öte yandan Avro Bölgesi'nde düşük ekonomik aktivite, deflasyon riski ve yüksek işsizlik sorun alanları olmaya devam etmektedir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) 6 Kasım 2014 tarihli PPK toplantısında yüzde 0,05 seviyesindeki politika faiz oranını değiştirmemiştir. ECB, destekleyici politika çerçevesine ek olarak varlığa dayalı menkul kıymet ve tahvil alımını iki yıl süreyle devam ettireceğini açıklamıştır. ECB'nin 130 banka ile yaptığı stres testinde 25 banka sermaye yeterliliği kistasını yerine getirememiş ve stres testi sonuçlarına göre Avro Bölgesi bankalarının toplam sermaye açığı 25 milyar avro olarak hesaplanmıştır (IMF, 2014).

İşsizlik bölge genelinde Eylül ayında yüzde 11,4 seviyesine ulaşmıştır. Eylül ayında yüzde 0,3 oranında gerçekleşen Avro Bölgesi enflasyon oranı, Ekim ayında yüzde 0,4 seviyesine yükselmiştir. Gıda ve hizmet fiyatlarındaki artış enflasyondaki 0,1 puanlık değişimde etkili olmuştur (OECD, 2014).

Bu kapsamda 2009 sonrasında, 2012'nin son ve 2013'ün ilk çeyreğine küçülerek resesyona giren Almanya'nın 2014'ün ikinci çeyreğinde de yüzde 0,3 küçülmüştür. Almanya ile birlikte aynı dönemde sıfır büyüme kaydeden Fransa ve yüzde 0,2 daralan İtalya'nın da endişeleri arttırmaktadır (WB, 2015).

Tekrar bölgeye küresel sermayeyi çekmek isteyen AB, Avrupa Merkez Bankası aracılığıyla uzun bir aradan sonra yeniden gecelik tahvil alım-satın programını başlatacağını açıklasa da Avro Bölgesi'nin genelinde büyümenin temel göstergelerinden sayılan sanayi üretiminin Haziran'da yüzde 0,3 daralması önümüzdeki dönemde Avrupa ekonomisinin durgunluktan kolayca çıkamayacağı yorumlarının yapılmasına neden olmaktadır (IMF, 2014).

3.1.3. Japonya Ekonomisi

Japonya, 2012 itibariyle sahip olduğu 127,368 milyon nüfusu, 5,96 trilyon dolarlık GSYİH'si ve 46.793 dolarlık kişi başına düşen milli geliriyle Amerika Birleşik Devletleri ve Çin Halk Cumhuriyeti'nden sonra dünyanın üçüncü büyük ekonomisidir (TCEB (e), 2015).

Japonya, 1990'lı yılların sonlarından bu yana önemli finansal sorunlarla mücadele etmektedir. Özellikle 1997 yılında baş gösteren Asya Krizinden en fazla etkilenen Güney Kore, Endonezya, Tayland, Malezya ve Filipinler gibi ülkelerden yatırımlarını büyük ölçüde çeken ya da donduran Japonya tıpkı Çin gibi sadece doğrudan yabancı yatırımların ülkeye gelmesini özendirilmektedir (TCEB (e), 2015).

Küresel krizin Japon ihraç mallarına olan talebi azaltması ve yatırım ortamındaki genel kötüleşme sonucunda ülke ekonomisi 2008 yılında durgunluğa girmiştir. Bu süreçte ÇHC 2010 yılında 5,9 trilyon dolarlık GSYİH'si ile Japonya'yı geçerek dünyanın en büyük ikinci ekonomisi haline gelmiştir.

Ancak Japonya küresel ekonomide olumsuz gidişata rağmen, ekonomik bunalımın etkilerinin dünya genelinde hafifletilmesi için IMF ve DTÖ gibi uluslararası kuruluşlara önemli kaynak aktarımında bulunabilmiştir. Örneğin 2009 yılında IMF'ye 100 milyar dolar kredi sağlamıştır (OECD, 2014).

Ayrıca 2012 Aralık ayı sonunda göreve başlayan Liberal Demokrat Parti hükümeti, 11 Ocak 2013 tarihinde bir acil ekonomik önlemler paketi açıklamıştır. Paketin temel amacı reel bazda %2'lik GSYİH büyüme oranı yakalamak ve 600 bin kişiye istihdam sağlamaktır. Öngörülen canlandırma önlemlerinin mali profili 229 milyar dolar civarında olduğu ifade edilmektedir (OECD, 2014).

%2,1'lik büyüme beklentisine karşın 2014 yılının üçüncü çeyreğinde gösterdiği %1,6'lık daralma nedeniyle Japonya ekonomisinin durgunluk sürecine girdiği görülmektedir (WB, 2015). İhracat değerlerindeki düşüşler ve tüketimde görülen zayıflamaya bağlı olarak ekonomik daralma sergileyen Japonya ile ilgili olarak %1,2 büyüme tahmini beklentisi açıklamış olan OECD, bahsi geçen durgunluk nedeniyle raporunda revizyon gerçekleştirmiştir. Yeni haliyle Japonya ekonomisine yönelik olarak büyüme beklentilerini 2014 yılı için %1,1 ve 2015 yılı için ise %0,8 oranlarında değerlendirmiştir (TCEB (e), 2015).

31 Ekim 2014 tarihinde Japonya Merkez Bankası (BOJ), son altı ayın en düşük değerini veren enflasyona bağlı olarak ek parasal genişleme tedbiri alacağını duyurmuştur. Bu uygulama ile 2013 Nisan'ından bu yana sürdürmekte olduğu parasal genişleme programında ilk defa revizyona gitmiş ve yıllık tahvil alımında 80 trilyon yen seviyesini hedeflemiştir (TCEB (e), 2015).

BOJ'un parasal genişleme programında artırıma gitmesinin nedenleri; büyüme oranlarının düşük olması, enflasyonda %2 hedefinin belirlenmiş olması ve ABD Merkez Bankası'nın (FED) parasal genişleme programını sonlandıracağını duyurmuş olması şeklinde sayılabilir. Japonya Merkez Bankası'nın ek parasal genişleme uygulaması ile ekonomiye canlılık kazandırma çabalarının yanı sıra Başbakan'ın ekonomi politikaları çerçevesinde vergi artışlarına gitmesi, ekonomi üzerinde baskı oluşacağı olasılığının gündeme gelmesine enden olmuştur (WB, 2015).

Eylül ayında tüketici fiyatları bir önceki yıla göre yüzde 3,3 yükselmiştir. Çekirdek enflasyon ise yüzde 2,2 seviyesine çıkmıştır. Buna karşın, düşen petrol fiyatları, durağan ekonomi ve zayıflayan yenin etkisini kaybetmesi ile tüketici fiyatlarını aşağı yönlü baskılamaya devam etmektedir (IMF, 2014).

Japonya'nın ihracatı 2014 yılı Eylül ayında 7 ayın en büyük yükselişini kaydederek ekonomideki toparlanmayı bir miktar desteklemiştir. İhracat Eylül ayında bir önceki yıla göre yüzde 6,9 oranında artarak 6,38 trilyon yene, ithalat ise yüzde 6,2 oranında artarak 7,34 trilyon yene yükselmiştir. Dış ticaret açığı ise 960 milyar yen (9 milyar dolar) olmuştur (TCEB (e), 2015).

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Standard & Poor's, Japonya'nın "AA-" olan kredi notunu aynı seviyede bırakmıştır. Düşük büyüme ve süregelen deflasyon nedeniyle "AA-" olan kredi notunu destekleyen önemli bir ekonomik faktör olmadığını belirtilerek not görünümü değiştirmemiştir (WB, 2015).

3.2. YÜKSELEN EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE FONKSİYONLARI

Küreselleşen dünyada genellikle gelişmiş ekonomilerden çıkan sermaye birikimleri yükselen ekonomiler olarak değerlendirilen başta BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika) ekonomilerine oradan da dünya geneline yayılmaktadır (Broner, 2011).

İlk olarak eski Goldman Sachs Varlık Yönetimi Başkanı Jim O'Neill tarafından gelişen ekonomiler içinde ön sıralarda yer alacak ülkeleri tanımlamak için "BRIC" (Brezilya Rusya, Hindistan ve Çin) terimi ortaya koyulmuştur (Hutchison ve Noy, 2006:225).

Daha sonra, bu terime eklenecek diğer ülke olmak için gelişmekte olan ekonomiler arasında bir anlamda yarış başlamış, başta Türkiye, Güney Kore ve Meksika gibi ülkeler bu gruplamaya girmek isterken Güney Afrika Cumhuriyeti (South Africa Republic) "S" olarak genel kabul görmüştür. Terimin babası Jim O'Neill her ne kadar buna itiraz edip, "Gerek yok, Güney Afrika ekonomisinin nitelikleri ve potansiyeli dikkate alınsa da hacim olarak çok küçük bir ülke" dese de 2010 yılından bu yana BRICS ismi ekonomi literatüründe kullanılmaktadır (IMF, 2011).

Bu anlamda yükselen ekonomiler kategorisinde BRICS kapsamında sayılan ekonomilerin temel ekonomik göstergeleri çerçevesinde bu ülkelerde son yıllarda gerçekleşen sermaye hareketlerinin fonksiyonları incelenmeye çalışılacaktır.

3.2.1. Çin

Çin Halk Cumhuriyeti (ÇHC) 2010 yılında Japonya'yı geçerek ABD'nin ardından dünyanın ikinci büyük ekonomisi haline gelmiştir. 2011 yılında %9,2 olan büyüme hızı 2012 yılında dış konjoktüre bağlı olarak yavaşlamış ve %7,8 olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılının ilk çeyreğinde büyüme %7,7 olarak kaydedilmiştir (TCEB (f), 2015).

2013 yılının ikinci yarısından itibaren temel ekonomik göstergelerde görülen dalgalı seyir ve bazı sektörlere yönelik alınan tedbir politikaları nedeniyle Çin'de 2013 yılının üçüncü çeyreğinde son 5 yılın en düşük çeyreklik büyümesi kaydedilmiştir. 2014 yılının ikinci çeyreğinde yüzde 7,5 oranında büyüyen Çin ekonomisi, konut sektörüne yönelik düzenlemelerin büyüme üzerindeki olumsuz etkisi sonucunda 2014 yılının üçüncü çeyrekte yüzde 7,3 oranında büyümüştür. Büyüme oranı, yüzde 7,2 olan piyasa beklentisinin bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir (TCEB (f), 2015).

Öngörülerin üzerinde gerçekleşen büyümeye karşın konut sektöründe alınan önlemlerin iç tüketim ve ihracat artışı ile telafi edilememesi neticesinde Çin ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde küresel kriz sonrası dönemdeki en kötü büyüme performansını göstermiştir (IMF, 2011).

Görüldüğü üzere Çin'de ekonomik büyüme yavaşlamaktadır. Çin ekonomisinin büyüme yönünde ortaya çıkan bu oranlar son 14 yılın en düşük rakamlarıdır. Bununla

birlikte 2013 yılı itibariyle ÇHC'nin GSYİH'sı 8,28 trilyon doları; kişi başına GSMH ise 5.461 doları bulmuştur. Bu ülkede 2012 yılında enflasyon oranı %2,5, işsizlik oranı %6,4 civarında seyretmiştir. 2012 yılında ÇHC'nin dış ticareti, 2011 yılına göre %6,2 oranında artışla 3,86 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat %7,9 artışla 2,05 trilyon dolar, ithalat %4,3 artışla 1,82 trilyon dolar, dış ticaret fazlası ise %48,1 artışla 231,1 milyar dolar olarak kaydedilmiştir (TCEB (f), 2015).

Avro Bölgesi'ndeki ekonomik buhran, küresel ekonomideki toparlanma sürecinin yavaş ilerlemesi ve dış talepteki daralma, ülke içinde maliyetlerin yükselmesi, RMB-Yuan'ın değer kazanması, küresel ölçekte ticari korumacılığın belirginleşmesi ve imalat sanayinde rekabetin artması gibi faktörler ÇHC dış ticaretinin hedeflerin gerisinde kalmasını açıklamaktadır. Bununla birlikte, ÇHC'nin küresel ticaretteki payının %10,5 seviyesinden %11,1'e yükselmiştir ve günümüzde ÇHC dünyanın en büyük ihracatçısı ve ikinci büyük ithalatçısı, 124 ülkenin ise en büyük ticaret ortağı durumundadır (OECD, 2014).

ÇHC'nin en büyük ticaret ortağı olan AB ile ticaret hacmi, 2012 yılından bir önceki yıla göre %3,7 gerileyerek 546 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. ABD ile ticaret %8,5 artmış ve 491 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. ÇHC'nin üçüncü büyük ticaret ortağı ASEAN ile ticaret hacmi ise %10,2 artışla 400 milyar ABD dolarını bulmuş, Japonya ile ticaret hacmi %3,9 azalarak 329,45 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (WB, 2015).

2012 yılında ÇHC'nin mali olmayan sektörlerdeki yurt dışı doğrudan yatırımları %28,6 artışla 77,22 milyar dolara ulaşmıştır. ÇHC'nin Rusya'daki yatırımları %117,8, ABD'deki yatırımları %66,4, Japonya'daki yatırımları %47,8 ve ASEAN ülkelerindeki yatırımları %52 oranında artmıştır. ÇHC hükümeti 2012 yılı sonu itibariyle 400 milyar dolara ulaşan yurt dışı doğrudan yatırımlarının 2015 yılında 560 milyar dolara ulaşmasını beklemektedir (TCEB (f), 2015).

ÇHC'nin yurt dışı doğrudan yatırımları çoğunlukla birleşme ve satın alma şeklinde tezahür etmektedir. Artan hammadde ihtiyacına koşut olarak birleşme ve satın almalar petrol, doğalgaz ve maden sektöründe yoğunlaşmıştır. Ayrıca 2012 yılında ÇHC'ye yapılan yurt dışı doğrudan yatırım miktarı 2011 yılına göre %3,7 azalarak 111,72 milyar dolar düzeyinde gerçekleşmiştir (TCEB (f), 2015).

Öte yandan Çin'de gayrimenkul yatırımları, toplam yatırımların yüzde 30'u civarındadır. Dolayısıyla, gayrimenkul yatırımı ekonomiyi tetikleyen en önemli kalemlerden birisi olarak görülmektedir. Banka kredilerinin yüzde 40-50 civarı da

gayrimenkul yatırımlarının doğrudan ya da dolaylı finansmanına gitmektedir. Böyle bir ortamda, fazla bir seçeneğin de olmadığı düşünülürse, toplam servetin çok büyük bir bölümünün yatırıldığı gayrimenkul piyasası teklemeye başladığını ifade etmek mümkündür. Hali hazırda ise hükümet son dönemde ekonomiyi canlandırmak için konut satın alım kontrollerini hafifletmiş ve bankalara likidite kolaylığı sağlanmıştır (TCEB (f), 2015).

Ayrıca Çin ekonomisinde kişi başına düşen milli gelir büyümesiyle şirketlerin borçlarını servis edebilmeleri giderek zorlaşmış bu durum ilerleyen yıllarda devletin küresel düzeyde faaliyet gösteren pek çok borçlu şirketleri ve verdikleri kredileri tahsil edemeyen ulusal bankaları kurtarmak zorunda bırakabileceği değerlendirilmektedir (IMF, 2014).

Yine ülkede resmi imalat sanayi endeksi olan PMI Ekim ayında bir önceki aya göre yavaşlayarak 51,1'den 50,8 seviyesine gerilemiştir. Bunun yanında aynı dönemde hizmetler PMI endeksi de 54'den 53,8'e düşmüştür. Her iki endeks bir miktar gerilemekle birlikte 50 baz puan olan eşik değer üzerinde seyretmeye devam etmiştir. PMI endeksinin aksine ihracat performansı genişlemeye devam etmekte ve büyümeye katkısı artmaktadır (WB, 2015).

Bu ülkede 2014 yılı Ekim ayında ihracat yıllık bazda yüzde 11,6 artarak 206,8 milyar dolar, ithalat ise yüzde 4,5 yükselerek 161,4 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları endeksi ise Ekim ayında değişim göstermeyerek yüzde 1,6 ile son 5 yılın en düşük seviyesini korumuştur. Tüketici fiyatlarının düşük seyretmeye devam etmesi, Çin'de zayıf seyreden iç talebin ekonomik büyümeye yeterli katkıyı verememesinden ve emtia fiyatlarının düşük seyretmesinden kaynaklanmaktadır (TCEB (f), 2015).

Çin devlet başkanı Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği toplantısında dünya ekonomisinin Çin'in büyümesinden fayda sağlamaya devam edeceğini ve önümüzdeki 10 yılda yaklaşık olarak 1,25 trilyon dolarlık dış yatırım yapacaklarını duyurmuştur. Bunun yanında Çin ve Akdeniz'i karadan ve denizden bağlayacak olan Yeni İpek Yolunu canlandırmak ve işler hale getirmek için 40 milyar dolarlık altyapı harcaması yapılacağını belirtmiştir (WB, 2015).

Bu gelişme sonucu uzun yıllardır sermaye ithalatçısı olan Çin'in ekonomik kazanımlar ile elde ettiği sermaye birikimini dış dünya ile paylaşmaya başladığı ve artık

sermaye ihracatçısı bir ülke olma yolunda hızla ilerlediği şeklinde yorumlara neden olmuştur (IMF, 2014).

3.2.2. Hindistan

Hindistan dünyada 3.287.590 km² yüzölçümü ile 7. ve nüfus olarak yaklaşık 1 milyar 210 milyon ile 2. sıradadır. Hindistan ayrıca, son yıllarda Çin Halk Cumhuriyeti'nden sonra en hızlı büyüme kaydeden ikinci ekonomi konumundadır (TCEB (g), 2015).

Özellikle son yıllarda yakalanan ekonomik büyüme ve kalkınma trendi ülkelerin ilgisini Hindistan'a yöneltmektedir. Nitekim 2010 yılında yaklaşık 1.43 trilyon ABD doları olarak kaydedilen GSMH'si ile Avrupa Birliği Bölgesi, ABD, ÇHC ve Japonya'nın ardından dünyada 5. büyük ekonomi olmuştur (TCEB (g), 2015).

Ancak, Hindistan'ın büyük ekonomik potansiyeline karşın, büyük bir nüfusa sahip olmasından kaynaklanan zorlukları bulunmaktadır. 1980'li yılların ortasından itibaren başlayan reform dalgası ile beraber Hindistan'ın devlet güdümlü ekonomisi serbest pazar ekonomisine doğru bir dönüşüm sürecine girmiştir. Bu süreç, 1990'larda daha da hız kazanmış, ekonomideki devlet müdahalesi giderek azalırken, özel sektörün ekonomideki rolü önemli gelişmeler kaydetmiştir (IMF, 1999).

Hindistan ekonomisi 1990'ların başından itibaren uygulanmaya başlanan ekonomideki liberalizasyon politikalarının neticesinde son on yılda ortalama %7'nin üzerinde büyüme kaydetmiş ve bu dönemde yoksulluk %10 azalmıştır. Son 4-5 yılda büyüme oranları %10'lara yaklaşmıştır (TCEB (g), 2015).

Küresel krizin etkisini yitirmesi ile birlikte, Hindistan'ın yıllık büyüme hızını %10'ların üzerine çıkarma potansiyeli bulunmaktadır. Ülke küresel mali krizde en iyi performans gösteren ekonomiler arasında değerlendirilmektedir. Hindistan'ın yaklaşık 300 milyar ABD doları mali rezervinin bulunması ve Hindistan Rezerv (Merkez) Bankasının dikkatli para politikası Rupinin daha fazla değer kaybının önüne geçmiştir. Ancak, büyük altyapı projeleri Hindistan bütçesinde önemli açıklara neden olmaktadır (TCEB (g), 2015).

2009 Mayıs ayında yapılan genel seçimlerle liberalizasyon çabalarını sürdürecektir istikrarlı bir hükümetin kurulmuş olması, piyasalar ve yabancı yatırımcılar için Hindistan'da güven ortamı oluşturmuştur. Mevcut Hindistan Hükümeti, liberalizasyon çabalarını sürdürmeye ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerindeki kontrolleri azaltmaya çalışmaktadır.

Diğer yandan, önümüzdeki 4-5 yıl için öngörülen 500 milyar ABD dolarını aşan altyapı yatırımlarının ilerleyen yıllarda artarak devam etmesi beklendiğinden, Hindistan'ın rekabet gücü, üretim kapasitesi ve verimliliğinin daha da artacağı tahmin edilmektedir (TCEB (g), 2015). Ayrıca, işgücü içinde İngilizce dilini iyi derecede bilen, eğitim düzeyi yüksek önemli bir nüfusa sahip olması, birçok ülkeye kıyasla Hindistan'a rekabet avantajı sağlamaktadır. Bu gelişmeler, ülkelerin dikkatini Hindistan'a yöneltmelerine neden olmakta ve birçok ülke, hızlı büyüyen bu ekonomiden ve pazardan pay kapma yarışına girmektedir.

Öte yandan, Hindistan nüfusunun halen önemli bir bölümüne su ve elektrik gibi temel hizmetler ulaşmamaktadır. 600 milyon Hintlinin evinde elektrik bulunmamaktadır. Enerji altyapısındaki eksiklik nedeniyle elektrik kesintileri en gelişmiş bölgelerde dahi yaygındır. Ayrıca, hızlı ekonomik büyümeye paralel olarak dış borç yükselmekte, bütçe ve cari işlemler açığında artış kaydedilmektedir. Büyümenin getirdiği diğer bir sorun, artan refahın eşit olarak dağıtılamamasıdır. Kırsal kesimler ekonomik gelişmeden yeterince pay alamamaktadır (OECD, 2014).

Hindistan nüfusunun yaklaşık %25'i günde 1 ABD dolarının, yine yaklaşık %25'i aşan ikinci dilimi ise günde 2 ABD dolarının altında bir gelire sahip bulunmaktadır. Yoksulluk, ekonomideki en önemli sorun olarak varlığını hissettirmektedir. Buna karşılık, tahminen 300'er milyonluk dilimler ise orta ve orta üstü gelire sahiptir (WB, 2015).

Tüm bu olumsuzluklara rağmen Hindistan dünyadaki en hızlı büyüyen ekonomilerden biridir ve en çok araştırılan yatırım noktaları arasındadır. Satın alma gücü bakımından en büyük 3. ekonomi olan Hindistan 2013 Ekimde 9. Küresel Sermaye Güvenirliği Barometresi tarafından yeni yükselen ve gelişen pazarlar arasındaki ilk beş yatırım noktasından biri olarak nitelenmiştir (TCEB (g), 2015).

Uluslararası sermaye hareketleri açısından Hindistan değer bakımından küresel DYY'nın %5,5'ini, proje bakımından %6,3'ünü meydana getirmektedir. Nitekim 2014 yılı UNCTAD raporuna göre Hindistan doğrudan yabancı yatırım için 2014-2016 döneminde dünya genelinde en çekici dördüncü lokasyondur (UNCTAD, 2014). Yine başka bir araştırmaya göre Hindistan orta vadede yabancı ticari faaliyetler alanında en çok gelecek vaat eden 2. ülke ve uzun vadede en iyi yatırım noktası olarak görülmektedir (WTO, 2015).

Ülkeye doğrudan yabancı yatırım girişleri 2013 yılının Mayıs – Haziran dönemine göre 2014 Mayıs- Haziran döneminde %80 artmıştır. DYY öz sermaye girişleri 2013

Haziran ayıyla kıyaslandığında 2014 Haziran ayında %33 artmış ve bu ülkedeki Sanayi Üretimi Endeksi (IIP) tümüyle 2013 Haziran ayındaki %1,8'lik büyümeyle kıyaslandığında 2014 Haziranda %3,4'lük bir büyüme göstermiştir (UNCTAD, 2014).

Portföy türü sermaye ürünlerinin büyüme oranı ise 2013 Haziranda %6,6'dan 2014 Haziranda +%23'e yükselmiştir. Portföy yatırımlarının gerçekleştiği ülkedeki Borsalarda Satın alma Endeksi (PMI) 2014 yılının Aralık ayına kadar geçen 17 aylık sürede yükseliş göstermiştir. Hindistan'da bütçe açığı geçen yıla göre artmaya devam etmektedir. 2014 yılı Nisan-Eylül dönemini kapsayan altı aylık dönemde bütçe açığı 71,5 milyar dolar ile 2014 yılı hedefinin yüzde 82,6 düzeyine kadar yükselmiştir (TCEB (g), 2015).

Sonuç olarak Hindistan ekonomik büyümeyi ve kalkınmayı sağlama açısından uluslararası sermayenin ülkesine giriş yapması için önemli siyasi ve ekonomik programlar uygulamaya devam etmekle birlikte, bu ülkenin bölgesel geri kalmışlığı, halkının fakirliği ve ülkenin yoksulluğu gibi sorunları nedeniyle önümüzdeki yıllarda istikrarlı bir şekilde büyüyerek, yabancı sermaye girişlerinde önemli bir sıçrama yapamayacağı tahmin edilmektedir.

3.2.3. Brezilya

2013 yılı itibariyle IMF'ye göre 10. Dünya Bankası verilerine göre ise 8. büyük ekonomisine sahip ülkesi olan Brezilya uygulamaya koyduğu "Real Planı" ile ülkedeki enflasyonu %2700'lerden %1-3'ler düzeyine indirmeyi başarmıştır (IMF, 2014; WB, 2015).

Latin Amerika ve Karayipler bölgesindeki en büyük sanayi merkezi olan ve gerçekleştirdiği başarılı özelleştirme programı ile gelişmekte olan ülkelere model olarak gösterilen Brezilya, 1990'lı yıllardaki liberalizasyon çabalarının sonucunda özellikle otomotiv sanayi ve altyapı modernizasyonunda özelleştirme ve doğrudan yabancı yatırımlar sayesinde önemli gelişmeler sağlamıştır (TCEB (h), 2015).

Bu gelişmeler sayesinde uluslararası sermayenin akın ettiği Brezilya'da 13 Ocak 1999 tarihinde büyük bir kriz yaşanmıştır. Söz konusu Brezilya krizinde ani sermaye hareketleriyle yapılan spekülasyonun etkilerini görmek mümkündür. Dünyanın hızla büyüyen bu ülkesine de kriz öncesi dönemlerde büyük oranlı bir yabancı sermaye akımı gerçekleşmiştir. Ancak yabancı sermaye akımlarında 1998 ve 1999 yıllarında belirgin bir azalma görülmüş, özellikle portföy yatırımları kriz yılında yaklaşık 18 milyar dolarlık bir gerileme göstermiştir (IIF,1999:3).

Latin Amerika ülkelerine yönelen özel sermaye akımlarında öncelikle Rusya krizinin yaydığı güvensizlik etkili olmuş, bu kriz uluslararası kısa süreli sermayenin gelişmekte olan ülkelere çekilmesine hız kazandırmıştır. Rusya krizini takip eden üç ay içinde 30 milyar dolarlık rezerv kaybına uğrayan Brezilya'nın daha sonraki günlerde günde yaklaşık 1 milyar dolarlık bir sermaye kaçışına sahne olduğu da bilinmektedir (TCEB (h), 2015).

Küresel finansal piyasalarda günde yaklaşık 1,5-2 trilyon dolarlık işlem gerçekleştirildiği dikkate alındığında bir ülkenin ekonomi politikasına güvensizlik oluşması halinde 50-60 hatta 70 milyar dolarlık rezervler bile piyasaları etkilemekte yetersiz kalabilmektedir. Brezilya'da da böyle olmuş ve kısa süreli sermayenin ülkeden kaçışı rezervlerle dengelenmek istenmesine rağmen durdurulamamış ve kriz yaygınlık kazanmıştır (TCEB (h), 2015).

Benzer şekilde 2007-2008 küresel krizi esnasında sermaye çıkışlarıyla ekonomisi sarsılan Brezilya ekonomisinde özellikle 2009 yılının ikinci yarısından itibaren iyileşme belirtileri gözlenmeye başlanmış olup, 2011 yılında büyüme hızının %4,6 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca 2005 yılı sonunda IMF'ye olan borcunu tamamen ve vaktinden önce ödemeyi başaran Lula Hükümeti, 2009 yılında IMF'ye kaynak (10 milyar dolar) aktaran ilk Brezilya Hükümeti olarak da tarihe geçmiştir (IMF, 2011).

Böylece küresel ekonomik krizi nispeten az hasarla atlatan Brezilya, dış ticarete kayba uğramasına rağmen 2010 yılını ticaret fazlasıyla kapatmıştır. 2010 yılında ticaret fazlası 20,3 milyar ABD doları olarak kaydedilmiş olup, söz konusu rakam, 2009 yılında 25,3 milyar ABD doları olarak kaydedilen ticaret fazlasından %19,7 oranında düşüktür (TCEB (h), 2015).

Brezilya Merkez Bankası 29 Ekim 2014 tarihinde aldığı karar ile politika faiz oranını 25 baz puan artırarak yüzde 11,25 seviyesine yükseltmiştir. Politika faiz oranı 2014 yılı Nisan ayından bu yana ilk kez yükseltilerek son üç yılın en yüksek düzeyine çıkmıştır. 2015 ve 2016 yıllarında enflasyon görünümünde istikrarın sağlanması amacıyla politika faiz oranlarında artırıma gidildiği belirtilmiştir (TCEB (h), 2015).

Ayrıca Brezilya'da hükümetin uyguladığı sıkılaştırıcı tedbirler sonucunda zayıflayan hane halkı tüketimi ve düşük seyreden yatırım oranları nedeniyle ekonominin yılın geri kalanında ve 2015 yılında da zayıf bir performans göstereceğini öngörülmektedir.

Günümüzde Brezilya'da en önemli sorun sosyal sınıflar arasındaki derin gelir, eğitim ve yaşam kalitesi farkı ve bu durumun yol açtığı şiddet/asayiş sorunudur (Eğilmez, 2009:72). Nitekim UNDP raporuna göre Brezilya, dünyada gelir dağılımının en eşitsiz olduğu 7. ülke konumundadır. Şüphesiz bu durum ülkede siyasi istikrarsızlığa ve dolayısıyla yabancı sermaye açısından istikrarsız ve spekülasyon nitelikte sermaye hareketlerine zemin hazırlamaktadır (UNDP, 2009).

3.2.4. Rusya

Rusya'da 1997'lerde başlayan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998'de ağırlaşmaya başlamış ve 17 Ağustos 1998'de rublenin devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve ülkenin borçlarıyla ilgili 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile sonuçlanan bir ekonomik kriz yaşanmıştır (Ertan,1998:8).

Daha önce anlatılan bu krizin kökleri eskilere dayanmakla birlikte, oluşumda yüksek arbitraj ve kar peşinde koşan kısa süreli sermayenin spekülasyon davranışlarının da etkisi bulunmaktadır (Uludağ,1998:4). Özellikle 1998 yılı başından itibaren finansal piyasalarda çalkantılar boy göstermeye başlamış, şirket ve banka iflasları art arda meydana gelmiştir. Rusya hükümetinin gümrük duvarlarını yükseltmesi ile ithalat miktarında büyük düşüşler gerçekleşmiştir. Ünlü spekülasyonör Soros'un Rusya'ya verdiği düşük "reyting" değerlendirmesi ise yaşanan krizi iyice alevlendirmiştir (Moran,1998:8).

Bu krizden sonra Putin'in liderliğinde Rusya ekonomisi küresel düzeyde yeniden yabancı yatırımlara kapılarını daha çok doğrudan yatırımlara ağılık verecek çizgide açmış, bu sayede Rusya yeniden yabancı sermaye yatırımlarıyla ve küresel düzeyde enerji ihracatı sayesinde zenginleşmeye başlamıştır. Ancak söz konusu siyasi istikrar ve ekonomik gelişmeyle birlikte ülkeye yönelen yabancı yatırımlar Kırım meselesiyle yeniden tedirgin olmuş ve 2014 yılına gelindiğinde Rusya ekonomisinde yine çanlar çalmaya başlamıştır.

Özellikle Kremlin'in Ukrayna politikaları nedeniyle Avrupa Birliği (AB) ve ABD'nin Rusya'nın stratejik sektörlerine uyguladığı yaptırımlara bir de son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan büyük düşüş eklenince Rusya bir anda yabancı yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin tercih ettiği gelişen piyasalar listesinden yeniden çıkmış; böylece sadece 2014 yılında ülkeden 100 milyar dolarlık yabancı sermaye çıkışı yaşanmıştır.

İlginçtir ki, Rusya piyasalarının baskı altına girerken, Türkiye'ye 'sıcak para' olarak da ifade edilen portföy yatırımlarında ve ödemeler dengesi NHN kaleminde ciddi sıçramalara ve artışlara neden olmuştur. Nitekim Rusya'ya yaptırımların gündeme gelmeye

başladığı Temmuz ayı ortalarından bu yana ise Borsa İstanbul 100 endeksi (BIST100) yaklaşık yüzde 11'lik primle 87 bin seviyesine yaklaşırken, Moskova borsasının gösterge endeksi yaklaşık yüzde 17'lik düşüş yaşamıştır (TCEB (i), 2015).

Yine Rusya'ya yaptırımlar başlamadan önce 1 dolar yaklaşık 36 rubleden işlem görürken, parite aralık ortasında 80 rubleye kadar yükselmişti. Rusya Merkez Bankasının faizleri yüzde 10,5'dan yüzde 17'e çıkarması ve alınan diğer tedbirle toparlanan ruble 2015 yılı Ocak ayı itibariyle dolara karşı 53,7 seviyesinden işlem görür hale gelmiştir (WB, 2015).

Rusya Merkez Bankası ise 31 Ekim 2014 tarihinde gösterge faiz oranını yüzde 8'den yüzde 9,5 seviyesine yükseltmiştir. Karara gerekçe olarak Ukrayna krizi, kriz sonrası ülkeden gerçekleşen sermaye çıkışları ve petrol fiyatlarının gerilemesi sonucunda rublede yaşanan değer kaybını önlemek gösterilmiştir. Yine aynı tarihte Rusya Merkez Bankası enflasyon beklentilerini düşürmek ve sermaye çıkışlarını engellemek için borçlanma maliyetlerini yükseltmiştir (IMF, 2014).

Ayrıca Rusya Merkez Bankası 10 Kasım 2014 tarihinde rublenin işlem gördüğü dalgalı koridor kur rejiminin iptal edildiğini; bu tarihten itibaren rublenin serbest kur rejimi çerçevesinde işlem göreceğini açıklamıştır. Karara gerekçe olarak rublenin dolar karşısındaki değer kaybının önlenmesi gerekliliği gösterilmiştir. Bu doğrultuda karardan hemen sonra ruble dolar karşısında bir miktar değer kazanmıştır (WB, 2015).

Son olarak, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu Moody's Rusya'nın kredi notunu Baa1'den Baa2 seviyesine düşürmüştü; başka bir yatırım ajansı ise Rusya'yı artık yatırım yapılamaz ülke statüsüne geriletmiştir. Bu düşüğe gerekçe olarak Ukrayna krizi ve Batılı ülkelerin Rusya'ya karşı uygulamaya koyduğu yaptırımlar gösterilmiştir. Bu durum ülkeden yabancı yatırımcılar kaçmasına neden olmaya 2015 yılında devam edeceğini göstermektedir (TCEB (i), 2015).

3.2.5. Güney Afrika Cumhuriyeti

Afrika kıtasının en büyük ekonomisi olan Güney Afrika; Afrika kıtasının yüzölçümünün sadece %3'ünü kaplamasına rağmen Afrika kıtasının toplam sınaî üretiminin %40'ını, kıtanın toplam GSYİH'sinin %20'sini, toplam elektrik üretiminin %50'sini ve maden üretiminin ise %45'ini gerçekleştiren bir ekonomiye sahiptir (TCEB (i), 2015).

2013 yılı itibariyle Güney Afrika'nın GSMH yaklaşık 578,6 milyar ABD doları Kişi başı milli geliri ise 11.300 ABD dolarıdır. Son beş yıllık büyüme ortalaması %2,6 olan ülkede yıllık bazda enflasyon %5,2 oranındadır. Ülkede işsizlik oranı %22,7'lik oranla oldukça yüksektir. Güney Afrika'nın dış ticaret hacmi yaklaşık 208 milyar ABD dolara yükselmiş, ülkeden dünyaya 2013 yılı itibariyle 101,2 milyar ABD dolarlık ihracat; yine aynı yılda 106,8 milyar ABD dolar ithalat gerçekleşmiştir (TCEB (i), 2015).

Ayrıca çok zengin hammadde kaynakları, güçlü tekstil, turizm, otomotiv, tarım sektörlerine ve oturmuş altyapıya sahip olan Güney Afrika'nın dış ticarete başlıca ticaret ortakları ÇHC, ABD, Japonya, Almanya ve İngiltere olduğu için yabancı yatırımların öncelikle bu ülkeye yönelmesi daha anlaşılır hale gelmektedir. Buna karşılık ülkede yıllar içinde cari açık sürekli artmaktadır. Ekonomide cari denge 2007 yılında -19,9 milyar dolarken düşmeye başlamış ve 2008 yılında -19,6 milyar dolara; 2009 yılında -11,5 milyar dolara ve 2010 yılında -10,2 milyar dolara kadar gerilemiştir. Ancak cari açık 2011 yılında önce -13,6 milyar dolara ve 2012 yılında -24,1 milyar dolara kadar yükselmiştir (IMF, 2011).

Dolayısıyla son yıllarda yabancı sermaye cari açığı kapatma fonksiyonunu yeterince sağlayamayacak seviyede kalmış olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca ülkeye yüksek miktarlarda ve dalgalı sıcak para giriş çıkışı olmasına rağmen kalıcı yabancı yatırımlar zayıf kalmış, bu durum cari açığı gittikçe derinleştirmiştir. Önümüzdeki dönemlerde Güney Afrika ekonomisinin büyümesinde özelleştirme ve yabancı doğrudan yatırımlar belirleyici olacaktır, zira ülkede yerli tasarruflar ulusal gelirin %15-16'sı gibi küçük bir bölümünü teşkil etmektedir (TCEB (i), 2015).

Güney Afrika'da 1996 yılında özelleştirme hareketleri hayata geçirilmeye başlanmış, Hükümetler o yıllardan itibaren özelleştirme ve liberalleşmeyi ülkenin resmi ve kalıcı politikası olarak belirleyerek yabancı yatırımcılara kapılarını sonuna kadar açmışlardır. Bu durum ekonominin Afrika'nın en çok dış yatırım alan ülkelerinden birisi haline gelmesine hem de ülke ekonomisi yavaş da olsa büyümeye devam etmesine ön ayak olmuştur (Engin, 2007:38).

Bu gelişmelere paralel olarak Güney Afrika ihracatının kompozisyonunda da değişiklikler olmuş ve imalat sanayi ürünlerinin ihracatında artış kaydedilirken, madencilik ürünleri ihracatında düşüş kaydedilmeye başlanmıştır. Gümrük vergisi oranlarının yüksekliğiyle tanınan Güney Afrika, DTÖ üyeliği uyarınca son dönemlerde bu vergilerde indirime gitmeye başlamış ve ithalat - ihracat işlemleri kolaylaştırılmıştır (Engin, 2007:38).

Böylece ülkede yabancı yatırım işlemleri serbestleştirilmiş ve basitleştirilmiş, birkaç istisna hariç ekonominin tüm sektörleri yabancı yatırıma açılmış ve teşvik politikaları geliştirilmiştir. Bunun sonucunda hem portföy hem de doğrudan yatırımlarda önemli artış kaydedilmiştir. Ayrıca uluslararası kredi değerlendirme kuruluşları ülkedeki ekonomik gelişme ve mali istikrar sonucu Güney Afrika'nın kredi notunu yükseltmiştir (WB, 2015).

Nitekim 1994 öncesindeki 3 yılda yıllık ortalama 46 milyon dolar yatırım çekebilen ülke, 1994 değişiminin ardından son 10 yıla bakıldığında yıllık ortalama 3,6 milyar dolar seviyelerine ulaşmıştır. Afrika kıtasının en fazla doğrudan yabancı yatırım çeken ülkelerinden biri olup 2011 yılında ülkeye 5,8 milyar dolar doğrudan yabancı yatırım girmiştir (TCEB (i), 2015).

Güney Afrika'ya en fazla doğrudan yabancı yatırım yapan ülkelerin başında İngiltere gelirken, İngiltere'yi sırasıyla ABD, Almanya, Hollanda ve İsviçre izlemektedir. Güney Afrika 2010-2014 yıllarını kapsayan bir ekonomik program uyguluyor. Bu kapsamda, sanayi, madencilik ve turizmi geliştirmek amacıyla yatırımlar destekleniyor. Özelleştirme nispeten önemini yitirse de altyapı yatırımlarında kamu-özel ortaklığı modellerinin kullanımı giderek artıyor (TCEB (i), 2015).

Yine Güney Afrika modern bankacılık ve finans sektörüne sahiptir ve dünyadaki en önemli yirmi borsadan biri olan Johannesburg Borsası bu ülkede portföy türü yatırımları yönetmektedir (OECD, 2015).

Dünyanın özellikle madencilik nedeniyle Güney Afrika Cumhuriyeti en fazla doğrudan yabancı sermaye yatırımı çeken ülkelerden biri olarak dikkati çekiyor. Dünya Bankası verilerine göre 2008'de kriz öncesinde yıllık 9,6 milyar dolar yabancı sermaye çeken ülke, takip eden yıllardaki dalgalanmadan etkilendi ve doğrudan yabancı yatırımlar 2010'da 1,2 milyar dolara kadar düştü. Son veri yılı olan 2011'de tekrar toparlanma eğilimine girerek 5,8 milyar dolar yatırım almıştır. (WB, 2015).

Sonuç olarak yükselen ekonomilerde uluslararası sermayenin hareketleri oldukça oynaktır. Bu yönüyle söz konusu ekonomilere küresel yatırımların yönelmesi açısından siyasi ve ekonomik istikrar ile finansal liberalizasyonun devam etmesi gerekli olduğunu söylemek mümkündür.

3.3. GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLERDE SERMAYE HAREKETLERİ VE FONKSİYONLARI

Gelişmekte olan ülkelerde hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari işlem açıklarının da artmasına yol açmakta, ancak sermaye girişi sürdükçe söz konusu ekonomilerde kısa vadede bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır (Yeldan, 1995).

Küreselleşmenin genişlediği 1990'lı yılların sonunda bu durum gelişmekte olan ekonomilerin gerek iç gerekse dış dengelerinin daha da bozulmasına yol açarak, yabancı sermayenin girdiği ülkelerdeki faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulmasıyla ansızın finansal krizlere neden olmuştur (Yeldan, 1995).

Ayrıca kriz dönemlerinde dış kredilerin geri döndürülmesi güçleşmiş ve 90'lı yıllarda ortaya çıkan krizlerde artışlar gösteren doğrudan yabancı yatırımları (DYY) kriz döneminde başta Türkiye olmak üzere çeşitli ekonomilerde gerilemelere neden olmuştur. Bu durum çevre ekonomilerine dönük dış kaynak hareketlerinde böylece genel bir gerileme meydana gelmesine neden olmuştur (Sönmez, 2003).

Nitekim 2007 yılı itibariyle en büyük otuz yükselen piyasa ekonomisine doğru yönelen uluslararası sermaye akımları, 899 milyar dolarken, 2009 yılında bu ekonomilere yönelen sermaye birikimleri 435 milyar dolara düşmüştür. Uluslararası sermaye alımları 2010 yılında 439 milyar dolara tutunsa da 2012 yılına gelindiğinde 137 milyar dolara kadar gerilemiştir. 2013 yılında ise yükselen piyasa ekonomilerine yönelen uluslararası sermaye akımları 284 milyara dolara çıkmıştır. Bu verilere göre dünya genelinde oldukça hareket halinde olan uluslararası sermaye akımlarının yaklaşık olarak %68 oranında azalarak, büyük bir gerileme gösterdiğini söylemek mümkündür (UN, 2015).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde krizlerin meydana gelmesiyle bu piyasalardan yatırımlar, 2000'li yıllarda küresel ölçekte yaşanan likidite bolluğuyla birlikte yeniden harekete geçmiştir. Bu tür yabancı sermaye akımları 2007-8 yılında yaşanan küresel kriz sonrasında gelişmiş ekonomilerde yaşanan ekonomik durgunlukla birlikte daha durağan hale gelerek kendi ülkelerine dönme yönünde hareket göstererek, büyük ölçüde kısa dönemli yatırımlarını fona dönüştürerek ülkelerine geri dönme eğilimi göstermişlerdir.

Ancak yabancı sermayeyi çıktıkları gelişmiş ekonomiye geri dönmesi eğilimi 2013 yılı itibarıyla, başta FED olmak üzere gelişmiş ekonomilerin Merkez Bankalarının genişletici para politikaları ve gelişmiş ekonomilerin finansal piyasalarında görülen toparlanmanın belirginleşmesiyle birlikte gerilemeye başlamış böylece 2014 yılı itibariyle

uluslararası sermaye akımları yeniden gelişmekte olan ekonomilere doğru hareketlenmiştir (WB, 2015).

Anlatılan çerçevede uluslararası sermaye hareketlerinin gözlemlendiği belli başlı ekonomiler arasında Endonezya, Malezya, Meksika, Arjantin ve Türkiye gelmektedir. Türkiye dışındaki diğer gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketlerini ve bu ülkelerin ekonomilerindeki fonksiyonlarını aşağıdaki başlıklar altında incelemek mümkündür.

3.3.1. Endonezya

Güneydoğu Asya'nın en büyük, dünyanın ise 16. en büyük ekonomisi olan Endonezya, 240 milyonluk nüfusu, zengin doğal ve insan kaynakları ve Çin'i Batı'ya bağlayan deniz yollarının üzerindeki stratejik konumu ile küresel ekonominin başat aktörlerinden birisidir (TCEB (k), 2015).

1998 yılında, Endonezya ekonomisinde yüzde 13'ün üzerinde bir daralma yaşanmış olsa da, o tarihten bu yana, Endonezya yılda ortalama yüzde 5'in üzerinde bir oranda büyümüştür. Hatta küresel krizin tüm dünya ekonomilerini etkisi altına aldığı ve dünyanın çoğu ülkesinde GSYİH'ler küçüldüğü 2009 yılında bu ülkedeki büyüme oranı yüzde 4,5 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında ise Endonezya ekonomisinin yüzde 6,5 oranında büyümüştür.

2011 yılı itibariyle GSYİH'si sabit değerle 704 milyar dolara ulaşan Endonezya'da kişi başına düşen milli gelir ise 4.300 ABD doları seviyesindedir. Endonezya'da 2010 yılındaki büyüme oranı %6,1 oranında gerçekleşirken 2011 yılında ekonomideki büyüme %6,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2010 yılı sonu itibariyle Endonezya'nın toplam ihracatı 146 milyar dolar olmuş, aynı yıl toplam ithalat ise 111 milyar dolar olarak gerçekleşmiş ve ülke ekonomisi 35 milyar dolarlık ticaret fazlası vermiştir. 2010 sonu itibariyle 96 milyar dolarlık döviz rezervine sahip Endonezya'nın dış borcunun 196 milyar dolar olduğu açıklanmıştır.

Aynı zamanda G-20 üyesi olan Endonezya'nın sahip olduğu petrol, doğal gaz, altın ve bunun yanı sıra diğer zengin doğal kaynakları sayesinde 2030 yılına kadar yedinci sıraya yükselmesi öngörülmektedir. Bu ülkenin ekonomisi genel olarak ham madde ihracatına dayalı olup, temel ihraç malları pazarı Japonya, Çin ve Singapur'dur. İthalatta temel alımlar ise yine aynı ülkelerden yapılmaktadır (TCEB (k), 2015).

Ülkeye başta Japonya ve ABD olmak üzere Çin ve Avrupa ekonomilerinden doğrudan ve dolaylı yatırımlar 1990'lı yılların başından itibaren hız kazanmış, 1997-98

yılına gelindiğinde özellikle portföy türü sermaye girişleri %150 oranında artış göstermiştir. Ancak 1997-98 döneminde patlak veren Asya Krizi'nden en çok etkilenen ülkelerden birisi olmaktan kutulamayan Endonezya ödemeler dengesi sarsılmış ve bu krizle birlikte ülkeden aniden çıkan yabancı sermaye yaşanan krizin temel sebebi olarak gösterilmiştir (Janus ve Riera, 2010).

Ayrıca Asya Krizi'nde en fazla sermaye çıkışını yaşayan ve kriz sonrasında yabancı sermayenin en geç döndüğü ülke olan Endonezya 2011 yılından itibaren Güneydoğu Asya'da en fazla yabancı sermaye çeken ülke konumuna yükselmiştir. Bu anlamda 2011 yılında Endonezya'ya giren doğrudan yabancı yatırım miktarı, Malezya'nın 1,5, Tayland'ın 2, Vietnam'ın 2,5 katı ve Filipinler'in ise tam 15 katı tutarında gerçekleşmiştir (IMF, 2011).

Yabancı sermayeye özellikle doğrudan yatırımlar konusunda önemli bir avantaj sunan Çin'de işçilik ve diğer maliyetlerinin son yıllarda artmasıyla çokuluslu şirketlerin üretim tesislerini daha uygun koşullar sunan Endonezya'ya kaydırmaları da bu ülkeye yabancı yatırımcıların yönelmesi konusunda önemli bir avantaj sağlamaktadır (TCEB (k), 2015).

Aynı şekilde Jakarta Menkul Kıymetler Borsası, son yıllarda dünyanın en yüksek performanslı borsaları arasında yer almakta ve bazı analistler Endonezya'nın BRIC ülkelerinin (Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin) arasına katılması çağrısında bile bulunmaktadır. Yakın zamandaki geleceğin ekonomik süper starlarını belirleme girişimlerinin hepsinde– Goldman Sachs'ın "Next 11"i (Sıradaki 11), Pricewaterhouse Coopers'in "E-7"si (Yükselen 7'ler), The Economist'in "CIVETS"i (Kolombiya, Endonezya, Vietnam, Mısır, Türkiye ve Güney Afrika) ve Citigroup'un "3G"si – Endonezya'nın adı geçmektedir (WB, 2015).

Diğer yandan Endonezya'nın hızla büyüyen iç pazarı da talep yaratan ve ekonomiyi güçlendiren bir unsur olarak önem kazanmakta olup, 2013 yılı itibariyle yaklaşık 500 milyar dolarlık bir büyüklüğe sahip olduğu belirtilen iç pazarın 2030 yılında 1,8 trilyon dolara ulaşacağı tahmin edilmektedir. Bu büyüklükteki bir iç pazar, ekonomiye sağladığı dinamizmle hem yerel üreticiyi güçlendireceği, hem ihracata fazlasıyla bağımlı olmanın yaratabileceği kırılganlığı önleyeceği, hem de ülkeye daha fazla yabancı sermaye çekilmesini sağlayacağı ileri sürülmektedir (TCEB (k), 2015).

Son olarak belirtmelidir ki, 2014 yılı itibariyle Amerikan ekonomisinden toparlanma işaretlerinin gelmesiyle birlikte yabancı yatırımcının paranın akış yönünü

ABD'ye çevirmesi, Endonezya ve Hindistan gibi pek çok eşik ülkesindeki reform eksikliklerini ve köklü alt yapı sorunlarını yeniden su yüzüne çıkarmıştır. Bu durum on yılı aşkın bir süredir büyük potansiyeliyle yatırımcının gözünü kamaştıran Endonezya'nın da yabancı yatırımların artması açısından geri planda kalmasına neden olabilecek ülkenin karanlık yüzünü de ön plana çıkartmaktadır.

3.3.2. Malezya

2013 yılı itibariyle Malezya 238 milyar dolarlık milli hasılasıyla dünyanın 37. büyük ekonomisidir. Kişi başına düşen milli gelir 8.140 dolar seviyesindedir. Bağımsızlığını kazandığı 1957 yılıyla 2005 yılları arasında ekonomisi ortalama %6,5 oranında büyüme kaydetmiştir. 2009 yılında küresel ekonomik krizin etkisiyle %1,7 daralan ekonomisi 2010 yılında %7,2 2011 yılında ise %5,2 oranında büyüme kaydetmiştir (TCEB (I), 2015).

Orta gelir grubunda yer alan Malezya 2020 yılına kadar kişi başına milli geliri 15.000 dolar seviyesine çıkararak yüksek gelirli ülkeler grubuna dahil olmayı hedeflemektedir. Ülkedeki Enflasyon oranı %2,2; işsizlik oranı ise %3,2'dir. 2010 yılı sonu itibariyle ulusal rezervi 106,5 milyar dolar; dış borcu 72,8 milyar dolardır. Malezya dünyanın en fazla ihracat yapan ülkelerinden biridir. 2010 yılında 198,7 milyar dolar ihracat yapmıştır. İthalatı da 164,5 milyar dolar olmuştur. Dış ticaret hacmi milli hâsılasının yaklaşık bir buçuk katıdır. Dış ticarete 1997 yılından bu yana aralıksız olarak fazla vermiştir (TCEB (I), 2015).

Büyük miktarlara ulaşan özel sermaye akımları, yüksek getiri bekleyen uluslararası yatırımcılar tarafından mevcut riskler göz önüne alınmadan, yükselen yeni pazarlardan olan Malezya gibi ülkelere kaydırılmıştır. Böylece böylesine büyük miktarlarda kısa süreli yabancı sermaye girişi, Malezya'da yerli mali varlıkların fiyatını yükseltmiş ve finans piyasalarında suni ve spekülasyona açık bir kabarmaya sebebiyet vererek 1997-1998 yılında ülkede krize neden olmuştur (Dadush vd.,2000:57).

Bu krizde uluslararası spekülörlerin istikrar bozucu davranışlarının rolü çok büyük olmuş; krizden sonra ise ülkede faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinde olağanüstü düşüşler oluşmuştur. Malezya ekonomisi liberal kurallara bağlı olmakla birlikte, yönetim, belirlenen ulusal hedeflere yönelik kalkınma planları uygulamaktadır (Dadush vd.,2000:57).

Ülkeye giren brüt doğrudan yabancı yatırımları 2010 yılında 7,35 milyar dolar olmuştur. Örneğin Endonezya sigara şirketi Sampoerna'nın bir hissesi 1997'de 6.75 dolar

civarında iken, kriz sonrasında 20 cente düşmüştür. Aynı şirketin piyasa kapitalizasyonu 6 milyar dolar iken kriz sonrasındaki 18 ayda 200 milyon dolara gerilemiştir. 1 dolar 2300 rupi iken, kriz sonrasında 1 dolar 14.000 rupi olmuştur. Değer kaybı %608'dir (IMF, 2014).

Bu nedenle de Asya şirketleri batılı şirketlerce çok cazip bedellerle ele geçirilmişlerdir. Kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bütün bunlar ise Güneydoğu Asya ekonomilerinde meydana gelen gelişmelerin spekülasyondan ziyade manipülasyonu andırdığı iddialarını gündeme getirmiştir (İlyas, 1998:38).

Günümüzde ise Malezya ekonomisi liberal kurallara bağlı olmakla birlikte, yönetim, belirlenen ulusal hedeflere yönelik kalkınma planları uygulamaktadır. Bunun sonucunda bu ülkeye giren brüt doğrudan yabancı yatırımları 2010 yılında 7,35 milyar dolara kadar yükselmiştir (TCEB (I), 2015).

3.3.3. Meksika

Latin Amerika'nın en güçlü ekonomilerinden birine sahip olan Meksika, dünyanın 14. büyük ekonomisidir. 1980'li yıllardan itibaren geçirdiği ekonomik dönüşümün ve 1994 yılında yürürlüğe giren NAFTA'nın etkisi ile ABD ve Kanada ile ticareti üç kat artan Meksika, liberal bir ekonomiye sahiptir.

Bununla birlikte Meksika, 1994 yılının Aralık ayında para biriminde ortaya çıkan büyük çöküş ile sarsılmış, kriz konusundaki bekleyişlerin artması üzerine 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi pesoyu devalüe etmek zorunda kalarak finansal bir krizle karşılaşmıştır (Dorukkaya ve Yılmaz,1999:1127).

1994 yılında Meksika'da yaşanan krize bakıldığında temel nedenin, 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın, değerlenmiş kur, yüksek cari ödemeler açığı, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıkları görerek ülkeden çıkmaya başlaması olduğu görülmektedir. 1990-1993 arası dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72,5 milyar dolar düzeyine çıkmıştır (Goldberg, 1994:415).

Meksika'nın krizde sermaye kaybını da bütünüyle gayrisafi sermaye girişindeki düşüşe bağlamaktadır. Krize giden dördüncü çeyrekte önceden sert bir şekilde düşen sermaye girişlerinin önemli ve istikrarlı kaldığını göstermektedir. Böylelikle, Meksika'nın

ödemeler dengesi krizi de Asya krizlerinde olduğu gibi yeni yabancı yatırımlarındaki düşüşten çok yabancı yatırımın kaçması ile ilişkilendirilmiştir (Dorukkaya ve Yılmaz,1999:1127).

Bu krizin etkisinden kurtulan ülkede 2000’li yıllarda büyük ölçekte ekonomik büyüme ve gelişme hızı artmış, bu yükselişle birlikte ülke yeniden küresel ölçekte yabancı sermayenin yoğun olarak girdiği yükselen ekonomilerin başında yer alamaya başlamıştır. Bu dönemde Meksika’nın ana ihracat partnerlerin sırası ile ABD, Avrupa Birliği, Kanada, Çin ve Kolombiya olarak sıralanırken ithalatındaki partnerleri ABD, Çin, Avrupa Birliği, Japonya ve Güney Kore olmuştur (Hutchison ve Noy, 2006:228).

Ancak 2006 yılı itibarıyla ülkede yatırım yapan yabancı şirketlerin toplam mevduatların %80’i üzerinde kontrol sahibi olması, Meksika’nın 2008 yılında patlak veren küresel ekonomik krizden büyük ölçüde etkilenmesine neden olmuştur. Özellikle Meksika’nın en önemli ihraç pazarı olan ABD’ye ihracat olanaklarının daralması, Meksika ekonomisinde özellikle otomotiv, inşaat, turizm ve lojistik sektörlerini etkilemiştir. Ayrıca Meksika ekonomisi ülkede aynı dönemde başlayan uyuşturucu kartellerinin yol açtığı şiddet olayları ve Meksika’dan dünyaya yayılan H1N1 salgını nedeniyle 2009 yılında tam anlamıyla resesyona girmiştir (IMF, 2011).

Bu nedenle küresel kriz döneminde Meksika’da yaşanan likidite darlığı, tüketim harcamalarında ve yabancı sermaye girişinde de düşüşe yol açmıştır. 2008 yılında %1,5 oranında büyüyen ülke ekonomisi, 2009 yılında %6,5 oranında küçülmüştür. Bu küçülme, aynı zamanda ülkenin 1932 yılından o tarihe kadar yaşadığı en büyük yıllık küçülme olmuştur (IMF, 2011).

Öte yandan ülkede yaşanan resesyon karşısında Merkez Bankası 2008 yılında 5,6 milyar dolar değerinde ekonomik bir önlem paketi açıklamış, bunu 2009 yılında daha sert önlemler takip etmiştir. Yine Meksika’dan ABD’ye göç sorunu, ABD’nin önerisi ile yabancı yatırımların yer aldığı, gümrüksüz ve kotasız ara ve sermaye malı imalatına imkân veren “maquiladora” üretim bölgeleri kurularak önlenmeye çalışılmıştır. Bu sistem sayesinde Meksika, yabancı sermaye girişini hızlandırarak istihdam imkânı sağlamış, ekonomik sorunlarının bir kısmına çare bulmuş ve bu üretim bölgelerinde çalışarak yetişen nitelikli insan gücüne kavuşmuştur (IMF, 2011).

Böylece 2009 yılı sonunda ABD ekonomisindeki iyileşmelere paralel olarak bu ülkeye ihracatını yeniden artırmış, Meksika ekonomisi yeniden toparlanarak düzenli büyüme sürecine girmiştir. Ayrıca ülke ekonomisinin katalizörü olan doğrudan yabancı

sermaye girişi, 2009 yılında yaklaşık 11,4 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (UNCTAD, 2009).

2013 yılında yalnızca %1,2 büyüdüğü tahmin edilen Meksika ekonomisinin, 2014 yılında %3,4 oranında büyümüştür. Ülkenin 2015-2018 yılları arasında ise ortalama %3,8 oranında büyüyeceğı tahmin edilmektedir. Yine 2013 yılında kamu borç stokunun GSYİH'ye oranının %37,5 seviyelerinde gerçekleştiğı tahmin edilmekte olup, 2018 yılında bu göstergenin %42,3'e yükselmesi beklenmektedir (WB, 2015).

Uluslararası sermaye akımlarının ülkeye yönelmesi açısından ekonomik konjoktüre bakıldığında ise son birkaç yıldır Meksika ekonomisini güçlendirmeye yönelik telekomünikasyon, enerji ve maliye alanlarında gerçekleştirilen reformların ve yabancı yatırımlardaki artışa neden olabileceğini söylemek mümkündür (IMF, 2014).

Sonuç olarak 2014 yılı itibariyle ABD ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmeler sonucu ABD'li firmaların ve ABD'ye ihracat yapan birçok Çinli firmanın düşük üretim maliyetleri sebebiyle Meksika'da üretim yapmayı tercih eder hale gelmesi gibi faktörlerle ülkeye yönelik doğrudan yabancı yatırımların artacağına yönelik beklentileri yükselmektedir.

3.3.4. Arjantin

1980'li yıllarla beraber uygulanmaya başlanan özellikle üretime dayalı ekonomi politikaları ve bu bağlamda tüketim yönü göz ardı edilen ekonominin oluşturduğu durgunluk, bugün birçok ülkenin başına gelen ekonomik kriz sarmalının kalmasına neden olmuştur (Johnson, 2006).

Arjantin'in krize sürüklenmesinde ekonominin durgunluk içine girmiş olması önemli bir faktör olmasına rağmen tek belirleyici sebep olmamış; dış borçların bozuk yapısı ve IMF'ye bağımlı hale geldikten sonra karşı çıkmalar ve buna bağılı olarak uluslararası piyasalarda yalnız kalması da önemli yer tutmaktadır (Kar ve Kara, 2003:13).

Ayrıca ülkedeki gelir dağılımının bozukluğu ve yüksek işsizlik ülkede rüşvet ve yolsuzlukları sürekli artırmaktadır. 1990 yılından itibaren uygulanan hatalı özelleştirme politikaları ile oluşturulan verimsiz şirketler ve karteller ülke ekonomisine zarar vermiş ve 1990-2000 yılları arasında yaklaşık Arjantin'e 150 milyar dolar sıcak para girişi olmuştur. Bu durum Arjantin ekonomisinin dengesini bozmuş ve 2001 yılında Arjantin'de büyük bir kriz meydana gelmesine neden olmuştur.

Söz konusu kriz döneminde Asya, Meksika ve Rusya krizlerinin etkisiyle ekonomisi zaten oldukça zayıflamış olan Arjantin'in oldukça kısa vadeli, ödenmesi zor dış borçları 146 milyar dolara yükselmiş ve Arjantin IMF ile olan ilişkileri artmıştır. Özellikle 2001 yılının ortalarına doğru Arjantin'de ekonomi politikalarına duyulan güvensizlik, üç büyük kredi derecelendirme kuruluşunun Arjantin'in kredi notlarını düşürmesiyle açıkça ortaya çıkmış, ardından özellikle Arjantin'de önemli aktifleri bulunan İspanyol bankalarının piyasalarından çekilmeye başlamaları ile birlikte iyice artan güvensizlik ortamında ülkeden hızlı bir şekilde sermaye çıkışı yaşanmaya başlanmıştır (Kar ve Kara, 2003:17).

Arjantin bu durumun önüne geçmek için IMF ile tekrar anlaşma yapmak zorunda kalmış, ancak IMF, Arjantin'den para kurulu uygulamasına son vermesini ve aynen Türkiye'de olduğu gibi dalgalı rejimine geçilmesini istemiştir. Ancak Arjantin IMF'nin bu isteğini kabul etmeyince IMF verilmesi gereken 1,3 milyar dolarlık kredi dilimini dondurmuş, bu durum ülkeden kaynak çıkışını daha da hızlandırmış ve beraberinde devalüasyona neden olmuştur (Mendoza, 2010: 815).

Öte yandan Arjantin ile sıkı ticari ve kültürel bağları olan İspanya, krize kadar geçen son on yılda bu ülkede yılda 30 milyar dolar yatırım yapmış ve Arjantin'in en büyük bankaları İspanyol sermayesi ile kurulmuştur. Kriz döneminde yaşanan devalüasyon sonucunda bu ülkeye yatırım yapan İspanyol şirketleri ve bankaları büyük zarara uğramış yine yapılan devalüasyonla beraber ücretli olarak çalışanlar ve yabancı yatırımcılar, özellikle İspanyol şirketleri, büyük zararlara uğramışlardır (Mendoza, 2010: 817).

Arjantin'in en büyük ticaret ortağı konumundaki Brezilya, yaşananlardan en fazla etkilenen ülke olmuş, o dönemde yüksek düzeyde dış borca ihtiyacı olan Brezilya'da krizin başlaması ile birlikte yaşanan devalüasyon %4,5'e ulaşırken, bonolar yaklaşık %8 değer kaybetmiştir (TCEB (m), 2015).

2002'nin ilk çeyreğinde Arjantin'in cari açığını, bankacılık ve borç krizini çevreleyen sermaye akımlarına dört yönlü ayrıştırma ise Arjantin'de (yükümlülüklerden doğan özel sermaye girişleri) yabancı yatırımın krizi doğuran iki çeyrekte gerçekte arttığına işaret etmektedir (Janus ve Rierra, 2010).

Bu nedenle Arjantin varlıklarındaki yabancı edinimlerinin izahı tamamıyla yabancı yatırımların geri çekilmesi ile tarifinin ötesindedir. Ayrıca, Güney Kore'de olduğu gibi Arjantin'de de kriz öncesi hem yabancı yatırımların kaçması (yükümlülüklerden doğan özel çıkışlar), hem de sermaye dönüşleri (varlıklardan özel girişler) yükselişe geçmiştir.

Bundan yerli yatırımcıların Arjantin’i yabancı yatırımcılardan önce terk ettiği sonucunu çıkartmak da mümkündür (Janus ve Rierra, 2010).

Öte yandan Arjantin ekonomisi 2001-2002 yıllarındaki ekonomik krizde %11 civarında küçülmüştür. 2003 yılında %8,8 oranında büyüyen ekonomi, 2009 yılına kadar bu eğilimini sürdürmüştür. Ekonomi, 2009 yılında uluslararası ekonomik krizin etkisiyle %2,5 oranında daralmış, buna karşın 2010 yılında uluslararası krizin etkilerinin azalması ile toparlanma eğilimi göstermiştir. 2010 yılında Arjantin’in GSMH’si 370,03 milyar ABD doları (nominal) olmuştur (TCEB (m), 2015).

Arjantin’in ihracatı 2009 yılında 55 milyar ABD doları olarak gerçekleşmişken, 2010 yılında 68 milyar ABD doları olmuştur. Aynı şekilde, 2010 yılında ithalat rakamları da yükselmiştir. 2009 yılında 38,5 milyar ABD doları olarak gerçekleşen ithalat 2010 yılında 52 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2010 yılındaki büyüme oranı %9,5, GSMH ise 632,2 milyar ABD doları (satın alma gücü paritesi) olarak gerçekleşmiştir (TCEB (m), 2015).

Bu göstergeler çerçevesinde günümüzde Arjantin ekonomisi yabancı sermaye girişlerine kapılarını yeniden açarak özellikle doğrudan yatırımlarla ekonomisini canlandırma yoluna gitmektedir.

3.4. TÜRKİYE’DE SERMAYE HAREKETLERİ ve FONKSİYONLARI

Avrupa ile Asya’nın birleştiği noktada yer alan; Avrupa, Ortadoğu, Balkanlar, Kafkasya, Akdeniz ile Karadeniz bölgelerinin özelliklerinin hepsinin bir arada bulunduğu Türkiye içinde bulunduğu coğrafyada yabancı sermayeyi büyük ölçüde çekebilecek nitelikte bir ülkedir.

Buna karşılık Türkiye ekonomisinde özel yabancı sermaye yatırımlarının geçmişi, otuz yıl bile yoktur. Özellikle 1980’den önceki yıllarda Türkiye’ye gelen yabancı sermaye miktarı çok azdır ve 1990 yılına kadar Türkiye’ye istenilen ölçüde yabancı sermayenin gelmemiş olması, sadece yasal düzenlemeler ile ülkelerin yabancı sermayeyi çekemeyeceklerini göstermesi bakımından güzel bir örnek teşkil etmektedir (Karluk, 2002).

1990 yıllardan sonra Türkiye’de görülen yabancı sermaye girişleri istikrarlı bir şekilde olmasa da artmaya başlamıştır. Ancak Türkiye’de gelen yabancı sermaye 1997 yılında Güneydoğu Asya’da başlayan ve 1998 Rusya Krizi ile etkisini genişleten uluslararası krizden büyük ölçüde olumsuz yönde etkilenmiştir. Bu kriz devam ederken

yaşanan 17 Ağustos Marmara Depremi, Türkiye'nin ekonomik aktivite olarak en ağırlıklı bölgesini vurmuş ve ülkeye yabancı sermaye girişleri asgari seviyeye inmiştir.

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı ikiz krizleri ise Türkiye'ye yönelik sermaye akımlarının hareketlerinin iyice oynak hale gelmesine ve krizle yabancı sermayenin birlikte anılmasına neden olmuştur. 2003 sonrasında ülkemize gelen yabancı sermaye miktarları oldukça yükselmiş bu yükseliş 2007/2008 yılları arasında başlayan, 2009 yılında bittiği ifade edilse de etkisini 2013 yılının sonlarına kadar gösteren küresel kriz dönemlerinde dalgalı seyir göstererek yavaşlamıştır.

Günümüzde ise Türkiye'de yabancı sermaye yatırımlarının benzer diğer ekonomilerle karşılaştırıldığında, oldukça düşük bir seviyede dalgalı bir şekilde seyretmektedir. Ayrıca ekonomik büyümeye katkı sunan doğrudan yatırımlar ise 2010 yılından sonra stabil seyrettiği değerlendirilmektedir.

Araştırmanın bu bölümünde öncelikle ülkeye giriş ve çıkış yapan yabancı sermaye akımlarına ilişkin istatistiklerin izlendiği ödemeler dengesi hesaplamalarındaki veri sistematigi açıklandıktan sonra, 1998-2013 döneminde söz konusu sermaye hareketlerinin ve kalemlerinin hareketlerinden bahsedilecektir.

3.4.1. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Hesaplarında Sermaye Hareketleri

Ödemeler dengesi; ekonomik işlemler, mal, hizmet ve gelirle ilgili işlemler, finansal varlık ve yükümlülükle ilgili işlemler, bir ekonomide yerleşik kişilerden diğer bir ekonomide yerleşik kişilere karşılıksız olarak reel ya da finansal kaynakların sağlandığı transferleri kapsamaktadır (TCMB, 2013: 4).

Ödemeler dengesi tablosu ise cari işlemler dengesi, sermaye hareketleri dengesi ve uluslararası rezerv hareketlerinden oluşmaktadır. Bu tablonun eşitlik kalemini ise net hata ve noksan (NHN) kalemi sağlamaktadır (İKU, 2010: 2). Bu anlamda Türkiye'de ödemeler dengesi istatistikleri, IMF'nin 1993 yılında oluşturduğu standart ödemeler dengesi sistematigine dayanmaktadır. Bu kapsamda Türkiye her ay hem IMF'ye, sözü geçen sistematige uygun veri yollamakta; hem de aynı verileri T.C. Merkez Bankası (TCMB)'nin web sitesinde yayımlamaktadır (TCMB, 2014).

Öte yandan Türkiye'de ödemeler dengesi istatistikleri "Cari İşlemler" ile "Sermaye ve Finans" hesapları şeklinde iki grup altında toplanmaktadır: Cari işlemler; reel kaynaklarla (mal, hizmet, gelir) ilgili işlemleri ve cari transferleri kapsarken; sermaye ve finans hesapları da reel kaynak akımlarının finansmanını göstermektedir (TCMB, 2014).

Türkiye ekonomisinin ödemeler dengesini oluşturan finans hesapları, ülkemizde özel ve kamu kuruluşları tarafından yapılan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarını kapsamaktadır. Finans Hesapları Doğrudan Yatırımlar, Portföy Yatırımları, Finansal Türevler, Diğer Yatırımlar ve Rezerv Varlıkları olarak dörde ayrılmaktadır. Özel ve resmi ayrımı yapıldığında ise doğrudan yatırımlar ile portföy türü yatırımlar özel işletme veya sermaye sahipleri tarafından yapılan yatırımlar olarak nitelenirken; IMF kredileri ya da hibe krediler ise diğer yatırımları (resmi) ifade etmektedir (OECD, 2014).

Bunlardan “Rezerv Varlıklar” hariç diğer kalemler, “Varlık” ve “Yükümlülük” ayrımında; “Doğrudan Yatırımlar”, “Portföy Yatırımları”, “Finansal Türevler” ve “Diğer Yatırımlar” olarak alt gruplara ve kalemlere ayrılmaktadır (TCMB, 2013).

Söz konusu alt kalemlerden doğrudan yatırım; yatırımcının yerleşik olduğu ekonomi dışındaki bir ekonomide yaptığı uzun vadeli yatırımı gösterirken; Portföy yatırımları ise kısaca menkul değerlere yapılan yatırımlar olarak tanımlanmaktadır. Finansal türevler, bir dayanak varlığın değerine bağlı, ancak bu dayanak varlıktan bağımsız olarak alım-satımı yapılan finansal araçlardır (TCMB, 2013).

Diğer yatırımlar ise doğrudan yatırım, portföy yatırımları, finansal türevler ve rezerv dışında kalan diğer tüm sermaye hareketleri bu bölümde yer almaktadır. Rezerv Varlıklar; Parasal Altın, Özel Çekme Hakkı (SDR), Fon Nezdindeki Rezerv Pozisyonu, Döviz Rezervleri ve Diğer Alacak Hakları başlıklarında sınıflandırılmaktadır. (TCMB, 2013).

Ayrıca sermaye akımlarını sermaye hareketinin kaynağına göre yabancı veya yerli kökenli sermaye akımları şeklinde ayrıştırmak mümkündür. Bu tarz bir ayrıştırmada varlıklarda değişimler yerleşik/yerli yatırımlardaki giriş ve çıkışlardan kaynaklanırken, buna karşılık yükümlülüklerde değişimler yabancı yatırımcıların sermaye hareketlerinden kaynaklandığı ifade edilmektedir (Boratav, 2009; Janus ve Riera, 2010; TCMB, 2010).

Bu çerçevede portföy varlıkları, yerleşik kişilerin yurt dışı piyasalarda alım satımını yaptıkları menkul kıymetler ile yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışı piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlerden alım ve satımlarını kapsamaktadır. Portföy yükümlülükleri ise yurt dışında yerleşik kişilerin İMKB’de alım satımını yaptıkları hisse senetleri ile yurt içinde yerleşik kişilerce yurt içi ve yurt dışı piyasalarda yapılan tahvil ihraçları ile ilgili menkul kıymet işlemleri bu kalemde izlenmektedir (TCMB, 2013).

Dolayısıyla "Sıcak para"yı yani "arbitraj arayan sermaye hareketlerini" oluşturan portföy yatırımlarındaki hareketlenmeler, yatırımın menşesine göre yerli ve yabancı

yatırımcı olarak da ayrıştırılabilir. Ancak portföy yatırımlarında hisse senetleri/hazine bonoları ayrımı yapılamamakta; "sıcak para"nın dışında kalan ticari krediler yabancılar için ayrıştırıldığı (ve hesap-dışı tutulduğu) halde; yerli aktörler için bu ayırım yapılamamakta; dolayısıyla "yerli kökenli sıcak para" düzeyi abartılmış olmaktadır.

Öte yandan ödemeler dengesinin her işlemin iki ayrı işaretle (alacak ve borç kaydı) kaydedildiği bir muhasebe sistemi olması nedeniyle, ödemeler dengesi konusu her işlem, mahiyeti itibarıyla ilgili kaleme kaydedilirken, karşı kaydının da bir başka kalemde yer alması esastır. Başka bir deyişle, her işlemin eşit değerde alacak ve borç kayıtlarıyla kaydedilmesi, böylece "Cari İşlemler Hesabı'nın her zaman "Sermaye ve Finans Hesapları" kalemine mutlak değer olarak eşit olması gerekmektedir.

Ancak, verilerin değişik kaynaklardan elde edilmesi, değerlendirme, ölçme ve kayıt zamanı farklılıkları yaratmakta; sonuç itibarıyla oluşan farklar Net Hata ve Noksan (NHN) kalemine "kalıntı" şeklinde yansımaktadır. Daha açık bir ifadeyle ödemeler dengesi hesaplamalarında NHN tek bir kalemdir ve bu tür hesaplamalarda denge sağlamak için kullanılmaktadır.

Kamu kurumlarının açıklamalarında NHN ödemeler dengesi hesaplamalarında dengenin gerçekleştirilememesi nedenleri arasında ithalat ve ihracat ile ilgili yanlış bilgiler, kaçakçılık, eksik bilgiler, unutmalar, malların ülkeye giriş çıkışının farklı bilanço dönemlerine rastlaması, yabancıardan kaynaklanan kayıt-dışı sermaye hareketleri, sınır-dışı sermaye hareketi içermeyen, ancak ülke içinde bankalardan kayıt dışı gerçekleşen tüm döviz hareketleri vb. sebepler sayılmaktadır (Karluk, 2005; Boratav, 2009).

Boratav (2002) ve (2009) çalışmalarında NHN kalemini "yerli kökenli kayıt-dışı sermaye hareketleri" olarak yorumlamaktadır. Bu yorumun ardında, "ödemeler dengesi hesaplamalarındaki hata ve eksikliklerin, cari işlemlerden çok sermaye hareketlerinden; burada da yabancı aktörlerden ziyade yerli aktörlerden kaynaklandığı teşhisi" bulunmaktadır (Boratav, 2009).

Ayrıca bu yorumun eleştiriye açık olduğunu belirten Boratav (2009) "NHN kalemi içinde yer alan kalemler incelendiğinde bunların büyük bölümünün aktörlerinin niteliği, etkisi ve sonuçları bakımından yerli kökenli kayıt-dışı sermaye hareketleri ile benzerlik taşıdığını ve NHN ile ilgili böyle bir değerlendirmenin yapılacak nicel analize çok büyük sapmalar getirmeyeceğini belirtmektedir (Boratav, 2009).

Öte yandan Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından 2009 yılında yayımlanan ödemeler dengesi ile uluslararası yatırım pozisyonu (UYP) istatistiklerine ilişkin kavram,

tanım, sınıflama ve uygulamaları içeren yeni El Kitabı (Altıncı El Kitabı) ile ödemeler dengesi istatistiklerinde hem gösterim hem de yöntemsel olarak bazı değişiklikler meydana gelmiştir.

Ancak TCMB tarafından 13 Kasım 2014 tarihinde uygulamaya geçirilen yeni sunumda en önemli değişiklik kalemlerin işaretleme sisteminde meydana gelmiştir. Buna göre, varlık artışları ve yükümlülük azalışlarının negatif işaretle, varlık azalışları ve yükümlülük artışlarının pozitif işaretle takip edildiği sistem terk edilmiştir.

Hesaplara göre yeni işaretleme sisteminde cari işlemler dengesi ve sermaye hesaplarındaki gelir ve gider kalemleri pozitif (+) işaretle kaydedilirken; hesap bakiyeleri, “gelir”den “gider”i çıkararak hesaplanarak pozitif (+) ya da negatif (-) değerlerle ifade edilmeye başlanmıştır.

Yeni sistemde Ödemeler Dengesi Finans Hesaplarında aynı şekilde pozitif işaret varlık ya da yükümlülüklerde artışı gösterirken, negatif işaret varlık ya da yükümlülüklerde azalışı gösterecektir. Bu kapsamda varlık ve yükümlülük işlemlerinin netinin hesaplandığı hesap bakiyeleri pozitif veya negatif olabilecektir. Diğer bir ifadeyle, eski sistemde Finans Hesabındaki net girişler pozitif işaretle gösteriliyorken, yeni sistemde Finans Hesabındaki net girişlerin işareti negatif olacaktır.

Söz konusu Altıncı El Kitabı sunumunda kalemler bazında “Varlıklar” ve “Yükümlülükler”, “Net Varlık Edinimi” ve “Net Yükümlülük Oluşumu” isimleriyle ayrılacaktır. Ayrıca Altıncı El Kitabı’nın getirdiği bir uygulama olmamasına rağmen, “Portföy Yatırımları” / “Yükümlülükler” / “Hisse Senedi” kalemi altında “Bankalar” ve “Diğer Sektörler” olmak üzere yurt dışı yerleşik yatırımcıların yatırım yaptıkları sektörler gösterilecektir.

Altıncı El Kitabı’nın finans hesaplarında getirdiği en büyük değişiklik, “Doğrudan Yatırım” kaleminin yatırımın yönüne göre “Yurt İçinde” ve “Yurt Dışında” kalemleri altında gösterilmesi yerine, bilanço yaklaşımından hareketle “Varlıklar” ve “Yükümlülükler” ayrımları altında gösterilmesidir. Bu çerçevede eski yönteme göre sözgelimi, Türkiye’de yerleşik ana ortağın yurt dışındaki şube, iştirak ve bağlı ortağa yaptığı doğrudan yatırımlar ile Yurt dışındaki şube, iştirak ve bağlı ortaklığın Türkiye’deki ana ortağına yaptığı yatırımlar (Tersine Yatırım) netleştirilerek “Yurt Dışında” kaleminin altında gösterilmesi gerekmektedir.

“Varlık / Yükümlülük” esaslı yeni sunumda ise Türkiye’de yerleşik ana ortağın yurt dışındaki şube, iştirak ve bağlı ortağa yaptığı doğrudan yatırımlar “Varlıklar” kaleminin

altında; Yurt dışındaki şube, iştirak ve bağlı ortaklığın Türkiye’deki ana ortağına yaptığı yatırımlar (Tersine Yatırım) da “Yükümlülükler” kaleminin altında gösterilecektir.

Görüldüğü üzere söz konusu veri toplama değişikliği bu tez araştırması açısından oldukça önemlidir. Böylece ilerleyen dönemlerde tüm sermaye kalemleri açısından yerli ve yabancı sermaye ayrıştırması yapmak daha kolay olacağı gibi sermayenin dörtlü ayrıştırması (yerli-yabancı ve giriş-çıkış) düzenli olarak açıklanan finansal hesaplama tabloları üzerinden yapılabilecektir.

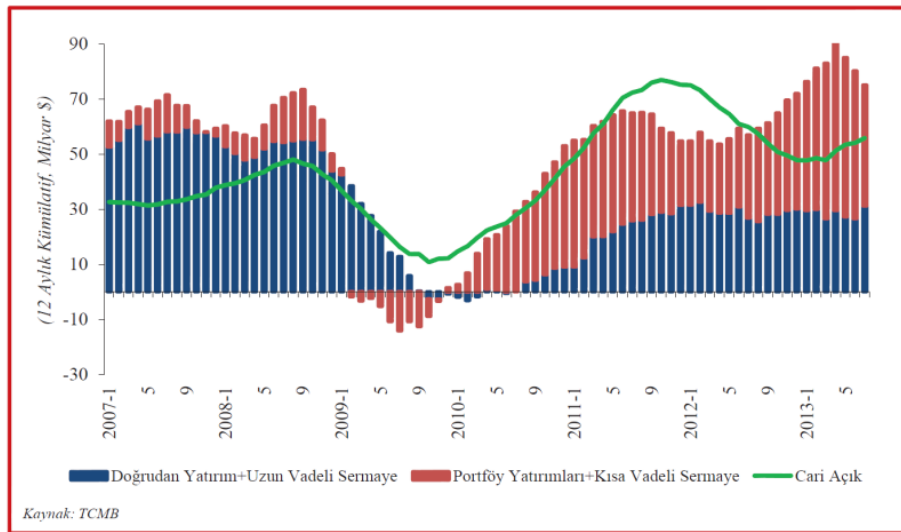
Sonuç olarak Türkiye’nin yukarıda özetlenen hesap ve kalemlerden oluşan finans ve sermaye yapısını gösteren 1984-2013 yılına ilişkin ödemeler dengesi hesapları çalışmanın ekinde sunulmuştur (Ek-1). İlerleyen bölümde Türkiye’deki sermaye akımlarıyla ilgili tüm değerlendirmeler ise Ek-1’de gösterilen verilere göre yapılacaktır.

3.4.2. Cari Açığın Finansmanı Açısından Uluslararası Sermaye Hareketleri

Yukarıda anlatıldığı üzere Türkiye’de yabancı sermaye hareketleri ödemeler dengesinin sermaye ve finansman hesaplamalarındaki değişimlere göre belirlenmekte ve yorumlanmaktadır.

Öncelikle ödemeler dengesinin sermayenin ve finansman hesaplarındaki değişimler ile bu değişimlerin cari açığı karşılaması açısından yeterliliğine bakmak yerinde olacaktır. Bu anlamda TCMB 2013 yılında yayınladığı raporlarda Türkiye’nin ödemeler dengesi sermaye ve finansman hesaplarındaki değişimleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şekil 1. Cari Açığın Finansmanında Sermaye Hareketlerinin Dağılımı (2007-2013)



* Portföy yatırımları+Kısa Vadeli yatırımlar: Hisse senetleri, hükümetin yurt içi borç senetleri, bankalar ve diğer sektörlerin kısa vadeli kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.

** Doğrudan Yatırımlar+Uzun vadeli sermaye hareketleri: bankalar ve diğer sektörlerin uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine’nin yurt dışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

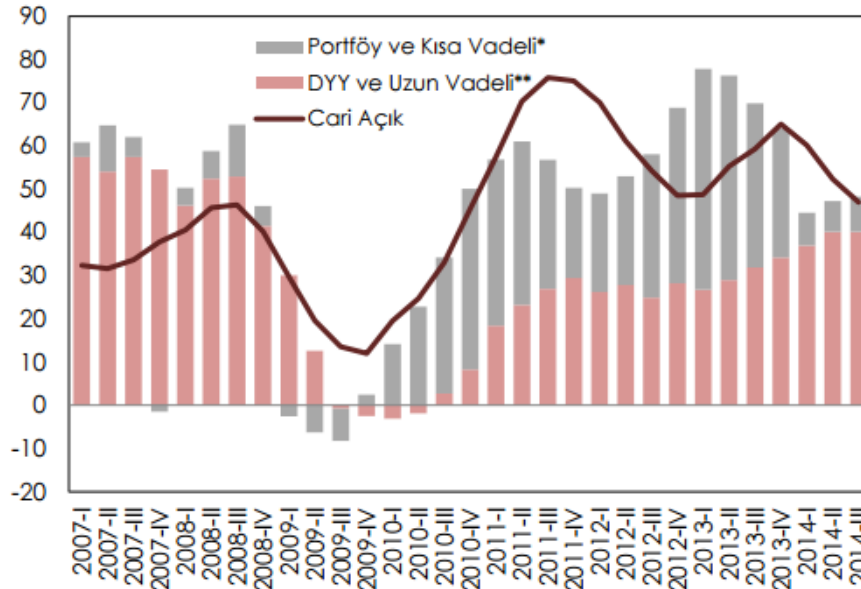
Şekil 1’de görüldüğü üzere 2007-2013 yılları arasında 2010 yılının başı cari açığın finansmanı konusunda dönüm noktası olmuş, bu dönemden sonra cari açığın finansmanı açısından doğrudan yatırımlara göre portföy türü yatırımlar çok ciddi düzeyde gelişme göstermiştir. Bu durum aynı dönemde cari açığın sürekli yükselmesine neden olmuş ancak 2012 yılı itibariyle kısmen cari açığa düşme meydana gelse de yeniden artış başlamıştır.

Bunun en temel sebebi küresel krizi sonrasında gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından sıklıkla başvurulmuş olağanüstü parasal genişleme önlemleri, gelişmiş ekonomilerdeki düşük faiz ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre korunacağı yönündeki beklentilerin küresel fonların getiri arayışını güçlendirmesinden kaynaklandığını ifade etmek mümkündür.

Özellikle 2014 yılı itibariyle FED’in aldığı kararlarla gelişmiş ekonomilerden çıkışa geçen uluslararası sermaye akımları yeniden Türkiye’ye yönelmiş ve yeniden başta portföy türü sermaye akımlarında bollaşma yaşanmaya başlamıştır.

TCMB tarafından 2014 yılında yayınlanan raporlarda Türkiye’nin ödemeler dengesi sermaye ve finansman hesaplarındaki değişimler 2008-2014 yılları için aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

Şekil 2. Cari Açığın Finansmanında Sermaye Hareketlerinin Dağılımı (2007-2014)



Kaynak: TCMB.

* Hisse senetleri, hükümetin yurt içi borç senetleri, bankalar ve diğer sektörlerin kısa vadeli kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.

**Uzun vadeli sermaye hareketleri, bankalar ve diğer sektörlerin uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurt dışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

Şekilde görüldüğü üzere Türkiye’de finansman ihtiyacı 2014 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre azalmıştır. Bununla birlikte 2014 yılının üçüncü çeyreği itibariyle cari açığın 2013 yılı son çeyreğine göre azaldığı da görülmektedir.

Her iki şekilde ödemeler dengesi finans hesaplarına ana başlıklar itibarıyla bakıldığında, 2013 yılının son çeyreğinde başlayan artış eğilimi bu çeyrekte yerini gerilemeye bırakmıştır. Portföy yatırımlarının ise her enstrüman cinsinde yüksek düzeyde ve giriş yönlü gerçekleştiği ve doğrudan yatırımların yerini alarak cari açığın kapatılmasında önemli rol aldığı görülmektedir.

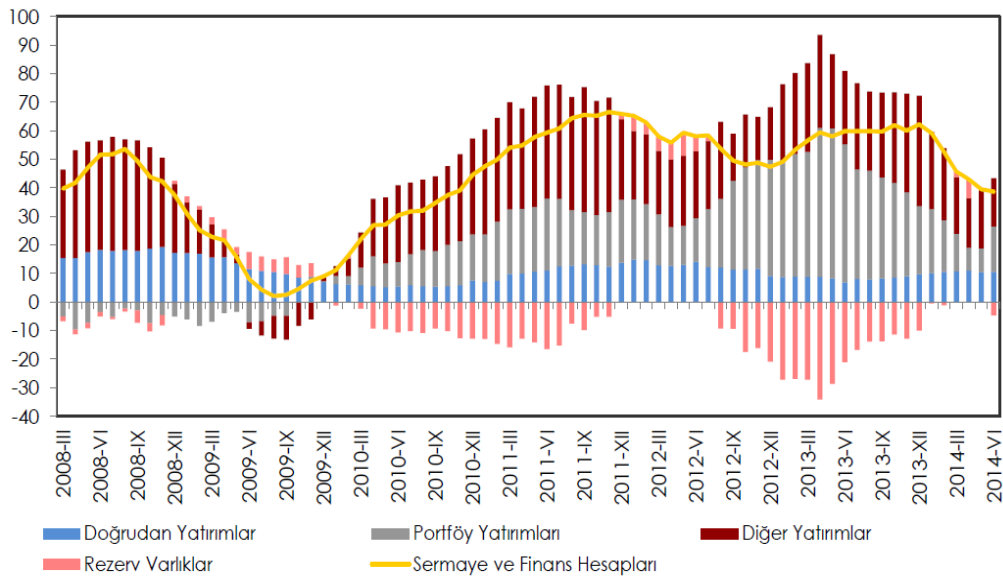
Sonuç olarak 2009 yılına kadar ülkemizde cari açığın finansmanında doğrudan yatırımlar önemli rol oynarken, bu yıldan sonra artan ivmeyle sıcak ve spekülatif rol oynayan kısa vadeli sermaye akımları bollaşarak cari açığı kapatmaya başladığı görülmektedir.

3.4.3. Türkiye’deki Uluslararası Sermayenin Yatırım Pozisyonları

Türkiye’de son birkaç yıldır küresel risk iştahının dalgalı seyrettiği ve iç siyasi gelişmelerin de etkisi ile sermaye girişlerinin önemli ölçüde yavaşladığı yönünde tespitleri doğrulayan finansal ve ekonomik gelişmeler yaşanmaktadır.

Bu anlamda Türkiye’deki sermaye hareketlerini ilk olarak ödemeler dengesinde yer alan hesap kalemlerine daha sonra ise uluslararası sermayenin yatırım profillerine göre bakmak daha doğru olacaktır.

Şekil 3. Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finansman Hesapları (2008-2014)
(Milyar ABD doları)



Şekil 3'te görüldüğü üzere 2013 yılının son çeyreğinde ülkemize gelen yabancı sermaye akımlarında başlayan artış eğilimi 2013 yılının ikinci çeyreğinin sonunda her bir kalemden düşüşe geçmiştir. Bununla birlikte ülkemize gelen Portföy yatırımları her enstrüman cinsinde yüksek düzeyde artarak giriş yönlü gerçekleşmiştir. Bu dönemde spekülasyon ataklarının ülkeye yönelmiş olması pek mümkün olmakla birlikte şekilde gösterilen toplam uluslararası sermaye akımlarını üç dalgalanma evresi yaşadığını söylemek mümkündür.

Şekilde gösterilen uluslararası sermaye akımlarının toplamının birinci (yukarı) dalgalanması 2009'un son iki ayı ile Temmuz 2011 arasında gerçekleşmiştir. Özellikle Batı merkez bankaları, finansal krizden kurtarmak için bol likidite pompalamaları bu fonların önemli bir bölümünün Türkiye gibi çevre ekonomilerine yönelmesine neden olmuştur. Bu konjonktürün geçerli olduğu yirmi bir ay boyunca Türkiye'ye giren yabancı sermaye toplamı 103 milyar dolara, aylık ortalama 5 milyar dolara ulaştığı bilinmektedir (TCMB, 2013).

Şekilde gösterilen ikinci (aşağı) dalgalanma Ağustos 2011-Haziran 2012 arasında ve Avro Bölgesi krizinin Türkiye'ye yansımaları sonunda gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Bu periyotta Türkiye'ye gelen yabancı sermaye girişleri yüzde 20 civarında daralmış ve ekonomi küçülme yerine durgunlaşmıştır. Ayrıca bu durum 2012'nin tümü etkilenecek büyüme hızı yüzde 2,2'ye geriletmiştir (IMF, 2013).

Şekilde gösterilen üçüncü (yukarı) dalgalanma on ay sürmüş, Temmuz 2012-Nisan 2013 ve 2014 döneminde devam etmiştir. Özellikle Avrupa Merkez Bankası'nın ve FED'in açılan para muslukları, Türkiye'ye aktığı bu dönem içinde Türkiye'ye aylık ortalama 7,5 milyar doları aşkın yabancı sermaye girişi gerçekleştiği bilinmektedir (TCMB, 2013).

Türkiye'nin 2007-2014 yılları arasında Türkiye'nin ödemeler dengesi hesaplarında kullanılan kalemlerinin tutarlarındaki değişimler aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 1. Türkiye'nin Ödemeler Dengesi Sermaye ve Finans Hesapları (2007-2014)

(12 Aylık, Milyon \$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
								Haziran	Temmuz
Sermaye ve Finans Hesabı	37.264	37.460	9.046	44.492	65.947	47.438	62.301	38.727	35.187
Doğrudan Yatırım (Net)	19.941	17.213	7.076	7.594	13.822	9.150	9.791	10.695	9.726
Doğrudan Yatırım Çıkışı	-2.106	-2.549	-1.553	-1.464	-2.349	-4.074	-3.114	-3.813	-3.859
Doğrudan Yatırım Girişi	22.047	19.762	8.629	9.058	16.171	13.224	12.905	14.508	13.585
Portföy Yatırımı (Net)	833	-5.014	227	16.073	21.986	40.789	23.691	15.794	22.651
Hisse Senedi	5.138	716	2.827	3.468	-986	6.274	841	2.495	3.761
Borç Senedi	-2.358	-4.486	111	16.149	20.284	31.858	20.249	13.871	19.167
Diğer Yatırımlar (Net)	24.530	24.265	1.897	33.685	28.351	18.365	38.823	16.973	9.524
Rezerv Varlıklar	-8.032	1.057	-111	-12.809	1.813	-20.814	-9.911	-4.681	-6.652
Net Hata ve Noksan	517	2.912	3.078	928	9.135	1.059	2.765	13.411	13.298

Kaynak: TCMB

Tabloda görüldüğü üzere ülkemize gelen net doğrudan yatırımlar 2007 yılından itibaren azalma eğilimindedir. 2007 yılında 20 milyar dolara yaklaşan doğrudan yatırımlar izleyen yıllarda azalarak 2013 yılı Haziran ayında (gezi eylemleri) 6,2 milyar dolara kadar geriledikten sonra yıl sonu itibarıyla 9,8 milyar dolara çıkabilmiştir.

Finansman kalitesi, istihdama ve ekonomik büyümeye katkıları bakımından oldukça önemli olan küresel doğrudan yatırım girişlerinin sürekli azalmış ve girişlerin çıkışlara dönüşmüş olması oldukça dikkat çekicidir.

Net doğrudan yatırım girişlerinin 13,6 milyar dolara; net portföy türü yatırımların toplamda 22 milyar dolar civarına çıktığı bir dönem olan 2011 yılında net hata ve noksan kaleminin yaklaşık 8 milyar dolar birden artarak 9.4 milyar dolara bir anda yükselmesi de oldukça dikkat çekicidir. Buna ek olarak 2014 yılı Haziran ayı net hata ve noksan kaleminin bir önceki yıla göre yaklaşık 10,6 milyar dolara yükselmesi de ayrıca dikkat çekicidir.

Nitekim bu gelişmelere ülkemize gelen uluslararası sermayenin yatırım pozisyonlarına bakarak yorumlamak yerinde olacaktır. Bu anlamda aşağıdaki tabloda ülkemize gelen uluslararası sermayenin yatırım pozisyonları varlık-yükümlülük ayrımına göre gösterilmiştir.

Tablo 2. Türkiye’de Uluslararası Sermayenin Yatırım Pozisyonları (2007-2014)

(12 Aylık, Milyar \$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 Temmuz
Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu	-313,7	-199,8	-276,1	-361,4	-314,3	-422,4	-393,7	-438,2
Varlıklar	170,1	186,4	181,0	184,5	179,1	214,0	225,5	233,3
Yurt Dışında Doğrudan Yatırımlar	12,2	17,8	22,3	22,5	27,7	31,0	33,4	35,8
Portföy Yatırımları	2,0	1,9	1,9	2,2	1,8	1,3	0,9	1,0
Diğer Yatırımlar	79,5	92,4	82,0	73,7	61,3	62,6	60,3	63,8
Rezerv Varlıklar	76,4	74,2	74,8	86,0	88,3	119,2	131,0	132,7
Yükümlülükler	483,8	386,2	457,1	545,8	493,3	636,4	619,2	671,4
Yurt İçinde Doğrudan Yatırımlar	155,2	80,4	143,7	186,9	136,5	189,9	149,2	169,5
Portföy Yatırımları	120,6	68,8	91,2	118,4	109,4	179,0	167,7	197,1
Diğer Yatırımlar	208,0	237,0	222,2	240,5	247,5	267,5	302,2	304,8
Uluslararası Yatırım Pozisyonu (Net)/GSYH (%)	-48,4	-26,9	-44,8	-49,4	-40,6	-53,7	-47,9	
Varlıklar/GSYH (%)	26,2	25,1	29,4	25,2	23,1	27,2	27,4	
Yükümlülükler/GSYH (%)	74,6	52,0	74,1	74,6	63,7	80,9	75,3	

Kaynak: TCMB

Tabloda görüldüğü üzere küresel kriz sonrası dönemde artan küresel likidite ve Türkiye ekonomisindeki hızlı büyümeyle birlikte 2012 yılı sonunda 422,4 milyar dolara yükselen net uluslararası yatırım pozisyonu açığı 2013 yılı ilk çeyreğinde 443,9 milyar dolara yükselmiştir. İkinci çeyrekte FED’in genişletici para politikasından çıkış sinyali vermesi ve küresel likiditenin yön değiştirmesiyle birlikte Temmuz ayı itibarıyla net

uluslararası yatırım pozisyonu açığı 418,8 milyar dolara yıl sonunda ise 393,7 milyar dolara gerilemiştir. 2014 yılının Temmuz ayı itibarıyla ise net uluslararası yatırım pozisyonu açığı 438,2 milyar dolara yükselmiştir.

Uluslararası yatırım pozisyonu açığındaki bu dalgalanmada yükümlülüklerin ilk çeyrekte 21,1 milyar dolar artması ve izleyen dört aylık dönemde 25,1 milyar dolar daralması belirleyici olmuştur. 2013 yılı Temmuz ayı itibarıyla ilk çeyrektekenden itibaren yurt içinde doğrudan yatırımlardan kaynaklanan yükümlülüklerin, piyasa değerleri ve döviz kurundaki değişimin de etkisiyle 23,3 milyar dolar daralması dikkat çekmektedir.

Portföy yatırımlardan kaynaklanan yükümlülüklerin ise ilk çeyrekte 10,5 milyar dolar artarken izleyen dört aylık dönemde 14 milyar dolar azaldığı görülmektedir. Bu dönem içerisinde varlıklarda da sınırlı bir artış yaşanmıştır. 2012 yıl sonunda 212,7 milyar dolar olan varlıklar 2013 yılı ilk çeyreğinde 217,9 milyar dolara, Temmuz ayı itibarıyla da 219,2 milyar dolara yükselmiştir.

2013'te, Türkiye'ye fon akımlarının aniden yavaşlaması Türkiye'nin yeni (ve aşağı) bir dalgalanma sürecine girmesine neden olmuştur. Nitekim yabancı sermaye hareketleri 2013 yılında bir önceki yıla göre yüzde 69 oranında gerilemiş aylık ortalama girişler 7,5 milyar dolardan 2,4 milyara düşmüştür.

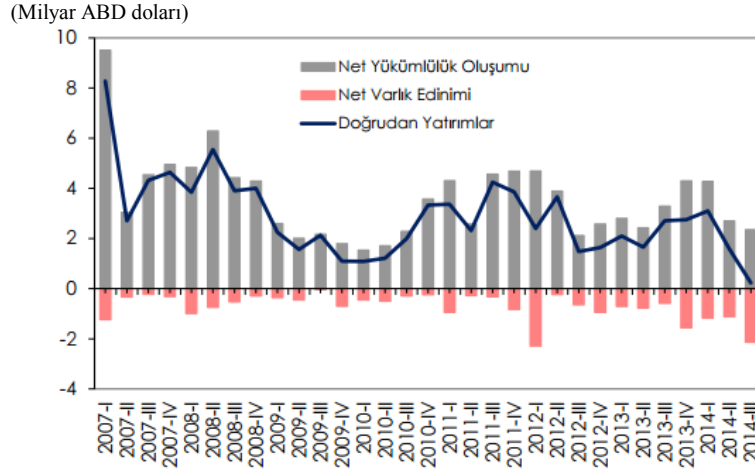
Yabancı, yerli ve kayıt dışı sermaye hareketlerini kapsayan toplam sermaye hareketleri bir yıl öncesine göre gerileme oranı yüzde 73'tür. Toplam sermaye hareketlerinden, ülke dışına net faiz-kâr transferlerinin çıkarılması ile elde edilen net kaynak aktarımı ise gerileme yüzde 90'a ulaşmıştır (TCMB, 2013).

Görüldüğü üzere ülkemizdeki özel teşebbüslere ait yatırımlar doğrudan yatırımlar, portföy türü yatırımlar ile net hata noksan kalemlerinde meydana gelen değişimlere göre çok açık bir şekilde değerlendirilebilmektedir.

3.4.4. Doğrudan Yatırımların Seyri

Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin türlerine göre bakıldığında ise, doğrudan yatırımların son 10 yılda azalırken, portföy türü yatırımların arttığı gözlenmektedir. Her ne kadar Türkiye'ye doğrudan yatırım girişlerinde, uzunca bir süredir devam eden durgun seyirden sonra 2013 yılının son çeyreğinden itibaren ılımlı canlanma gözlemlense de, 2014 yılında bu canlanma bile yerini gerilemeye bırakmıştır. Aşağıdaki şekilde Türkiye'ye 2007-2014 yılları arasında giriş ve çıkış yapan net doğrudan yatırımlar yurt içi ve yurt dışı yanında ortalaması alınarak gösterilmektedir:

Şekil 4. Türkiye’de Doğrudan Yatırımların Seyri (2007-2014)

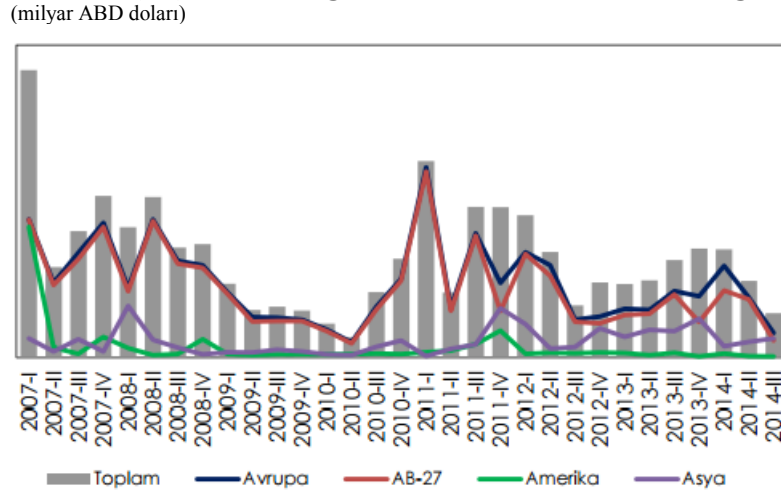


Kaynak: TCMB.

Şekilde görüldüğü üzere ülkeye doğrudan yatırımlar 2007 öncesindeki seviyesine 2014 yılına kadar hiç çıkamamış, özellikle Türkiye’ye yönelik doğrudan yabancı yatırım girişi 2008 yılı son çeyreğinden itibaren girdiği azalış eğilimini 2013 yılında da sürdürmüştür. Ayrıca 2012 yılında 12,5 milyar dolar olan doğrudan yabancı yatırım girişi 2013 yılı Temmuz ayı itibarıyla 12 aylık bazda 10,4 milyar dolara gerilemiştir.

Öte yandan, geçen yıl yürürlüğe giren ve yabancıların yurt içinde gayrimenkul almasını kolaylaştıran kanun değişikliği sayesinde gayrimenkul yatırımlarında 2012 yılının ikinci yarısıyla birlikte başlayan artış eğilimi 2013 yılında da devam etmiş ve Temmuz ayı itibarıyla 12 aylık bazda 2,7 milyar dolar giriş gerçekleşmiştir. Ancak bu gelişmenin ülkemize yönelik doğrudan yatırımların artışında oldukça kısıtlı düzeyde yansımaları olduğu değerlendirilmektedir.

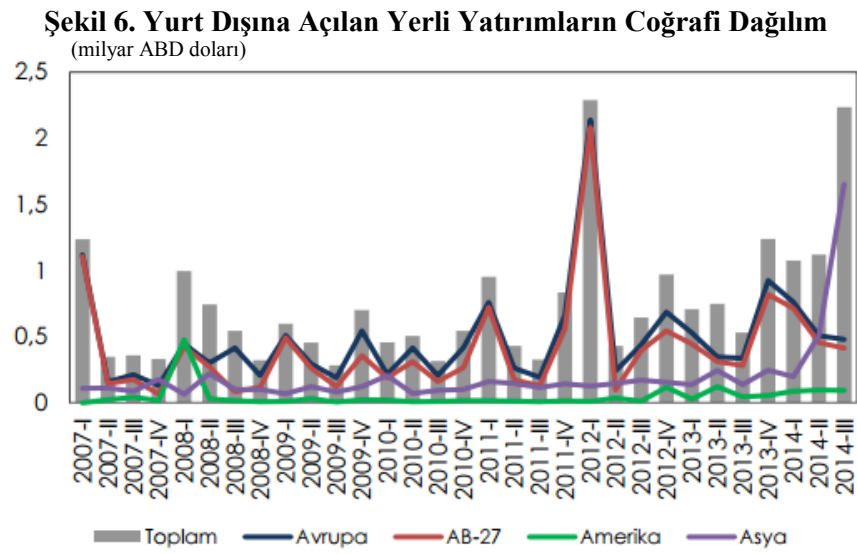
Şekil 5. Türkiye’ye Gelen Doğrudan Yatırımların Küresel Dağılımı



Kaynak: TCMB.

2014 yılının üçüncü çeyreğinde yurt içine yapılan doğrudan yatırımlar 2,4 milyar ABD doları tutarında gerçekleşmiştir. Şekilde görüldüğü üzere Asya ülkelerinden gelen yatırımların toplam yatırımlardaki payı yüzde 42,7'ye yükselirken; Avrupa ülkelerinin toplamdaki payı yüzde 55,5'e düşmüştür.

Doğrudan yatırım girişlerinde en önemli paya sahip Avro Bölgesi'nde ekonomik sorunların devam etmesi nedeniyle bu bölgeden ülkemize gelen doğrudan yatırımlarda görülen düşüş, 2013 yılının ilk çeyreğinde de doğrudan yatırımlarda süregelen yavaş seyrin temel nedenini oluşturduğu ileri sürülmektedir (TCMB, 2014).



Kaynak: TCMB.

2013 yılı dördüncü çeyreğinde bir sıçrayış gösteren yurt dışına yapılan doğrudan yatırımlar, 2014 yılı ikinci çeyreğinde, ilk çeyrekteki yüksek seviyelerini koruyarak yatay bir seyir izlemiştir. Şekilde gösterildiği üzere söz konusu yatırımlar, üçüncü çeyrekte yaklaşık 2,1 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşirken; Avrupa ülkelerinin payı yüzde 21,4'e düşmüş, Asya ülkelerinin payı ise yüzde 73,9'a yükselmiştir.

Sonuç olarak Türkiye'ye gelen toplam uluslararası doğrudan yatırım tutarı 2002 yılına kadar olan dönemde sadece 15 milyar dolar iken, 2003'ten 2013 yılı Temmuz ayına kadar olan dönemde yaklaşık 8,5 kattan fazla artarak yaklaşık 130 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (TCMB, 2013).

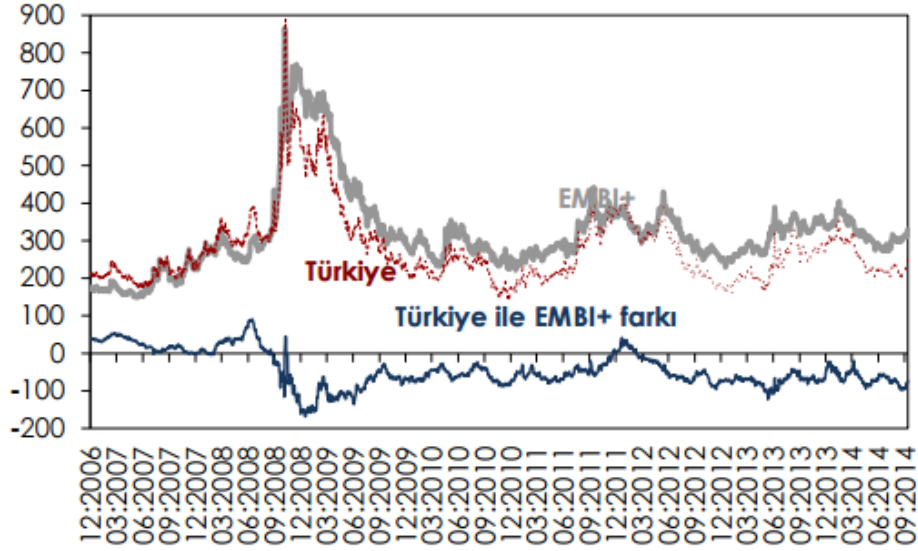
Ancak küresel kriz öncesinde yakalanan anlamlı büyüme ve artışın yerinde yeller esmektedir. Bu durum spekülasyon nitelik taşımayan doğrudan yatırımların ülke ekonomisinin gidişatını çok iyi görmediklerini de düşündürmektedir.

3.4.5. Portföy Türü Yatırımların Seyri

Ülkeye sıcak para olarak giriş yapan portföy türü yatırımlara bakıldığında ciddi oranda dalgalanmalar yaşandığı görülmektedir. Özellikle Türkiye’de 2013 yılı Mayıs ayından bu yana küresel düzeyde para politikalarına ilişkin yaşanan gelişmeler tüm finansal varlıkların yeniden fiyatlanmasına neden olmuştur.

Ancak gelişmiş ülkelerdeki para politikasına yönelik belirsizliklerin devam etmesi nedeniyle finansal piyasalardaki oynaklık artmış, bu gelişmelere paralel olarak küresel portföy yatırımlarında gelişmekte olan ülke varlıklarının ağırlığının azaldığı gözlenmiştir (TCMB, 2014).

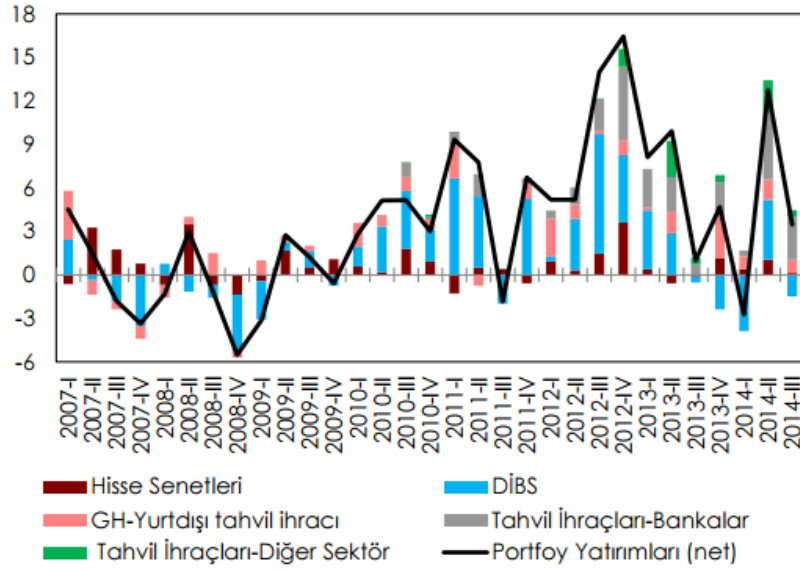
Şekil 7. İkincil Piyasa Getiri Farkları ve Türkiye'nin Görelü Durumu



Kaynak: JP Morgan, 2015.

Şekilde gösterilen değişimlere enstrüman bazında bakıldığında, yurt dışı yerleşiklerin dönem boyunca tüm enstrümanlarda alıcı oldukları görülmektedir. Bu dönemde, Türkiye'nin risk priminin, Gelişen Piyasalar Tahvil Endeksi (EMBI+) ortalama risk priminin altında kaldığı ve söz konusu iki risk priminin yılın ikinci çeyreğinde azalış gösterdiği görülmektedir.

Şekil 8. Türlerine Göre Portföy Yatırımlarındaki Değişimler
(milyar ABD doları)



Kaynak: TCMB.

Şekilde görüldüğü üzere 2014 yılı üçüncü çeyreğinde portföy yatırımları, Ağustos ayında küresel hareketlere paralel görülen çıkışa rağmen, çeyrek genelinde giriş yönlü hareket etmiştir (TCMB,2014). Enstrüman bazında bakıldığında ise, yabancıların şekilde gösterilen dönem boyunca tüm enstrümanlarda alıcı oldukları izlenmiştir. Özellikle Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve Bankacılık sektörünün yurt dışında ihraç ettiği tahvil kaynaklı girişlerdeki artış dikkat çekmektedir. Diğer sektör yurt dışı tahvil ihracına, geçen çeyrekteki duruştan sonra, bu çeyrekte yeniden başlamıştır.

Bu çeyrekte DİBS piyasasında 1,5 milyar ABD doları net çıkış; hisse senedi piyasasında 0,2 milyar ABD doları tutarında düzeyinde net giriş kaydedilmiştir. Portföyün vade yapısı bir önceki çeyreğe ve bir önceki yılın aynı dönemine göre iyileşme göstermiştir.

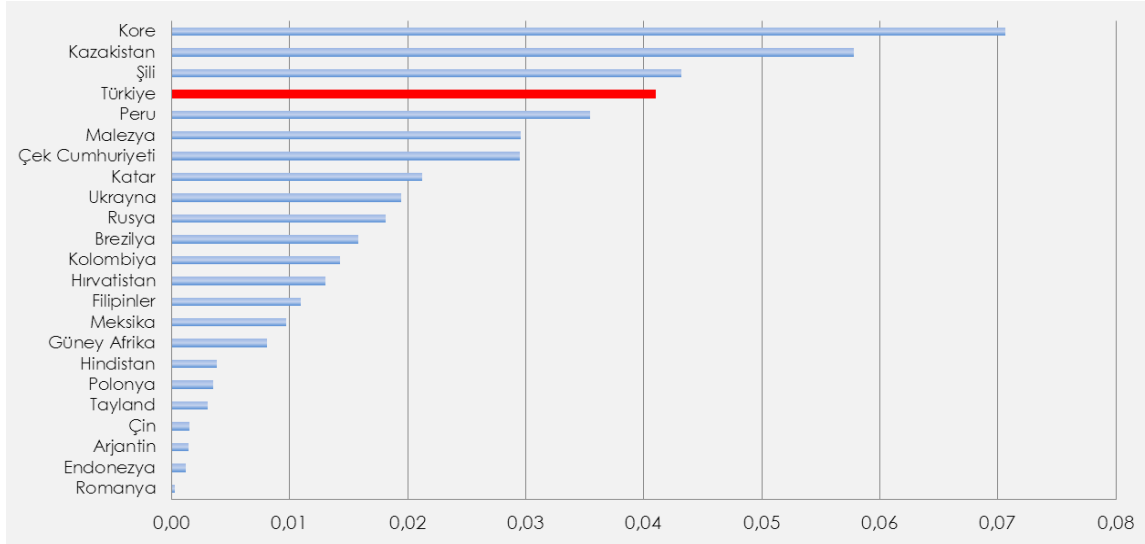
Yine 2014 yılı ikinci çeyreğinde bankaların ve diğer sektörlerin yurt dışı tahvil ihraçları yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. Yılım ikinci çeyreğinde bankaların yurt dışında tahvil ihraçları 4,6 milyar ABD doları seviyesinde gerçekleşirken, diğer sektörlerin yurt dışında tahvil ihraçları ise 2,2 milyar ABD doları olmuştur.

Öte yandan, yurt dışı yerleşikler, yurt içinde ihraç edilen borç senetleriyle ilgili olarak, sırasıyla bankalardan 36 milyon ABD doları net satım, diğer sektörlerden 8 milyon ABD doları değerinde net alım gerçekleştirmişlerdir.

Son olarak, bankaların yurt dışı tahvil ihraçlarının diğer ülkelerle karşılaştırmalı olarak analiz edilebilmesi amacıyla, seçilmiş gelişmekte olan ülkeler örnekleme için,

bankalar tarafından yurt dışında ihraç edilen menkul değerlerin ilgili ülkelerin Gayrisafi Yurt içi Hâsıllarına oranları aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

Şekil 9. Bankalar Tarafından Yurt Dışında İhraç Edilen Menkul Değerlerin GSYİH'ye Oranı



Kaynak: IMF

Şekil 5'te yer alan sonuçlarda görüldüğü üzere, ülkemize ait bu oran, gelişmekte olan diğer ülkeler için hesaplanan ortalamanın oldukça üzerinde seyretmektedir. Özetle, son yıllarda bankalar için alternatif finansman yöntemi olarak karşımıza çıkan yurt dışında tahvil ve bono ihraçları, yukarıda sunulan verilerde de görüldüğü üzere, artış eğilimindedir.

3.4.6. Net Hata Noksan (NHN) Kalemindeki Değişimler

Daha önceki bölümlerde anlatıldığı üzere net hata-noksan Merkez Bankası'nın aylık olarak açıkladığı cari denge verisinde sınıflandırma dışında kalan sermaye hareketlerinin belirtildiği kalemdir ve hangi yolla ülkeye geldiği ya da ülkeden çıktığı sınıflandırılmayan yatırımlar olarak nitelenmektedir (TCMB, 2014).

Ülkemizi ilgilendiren dış ekonomik konularda birçok değişik sektörün NHN'ye etkisi olmaktadır. Özellikle ancak asıl etkileyici olan döviz hareketleri ambargo altında İran'la yapılan kayıt dışı ticaret, Kuzey Irak'la yapılan petrol ticareti, 2000'li yıllarda Rusya ile yapılan bavul ticareti, mahiyeti belirsiz olan yurt dışı müteahhitlik hizmetleri, özel döviz gelirleri ile son dönemde Rusya ile arttığı ifade edilen kayıt dışı sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır (İKU, 2010: 3).

Türkiye'de ise döviz konulu işlemler sonucunda oluşan NHN aslında bir hata olarak değil döviz varlıklarındaki değişimi ve bu değişimden kaynaklanan pozitif veya

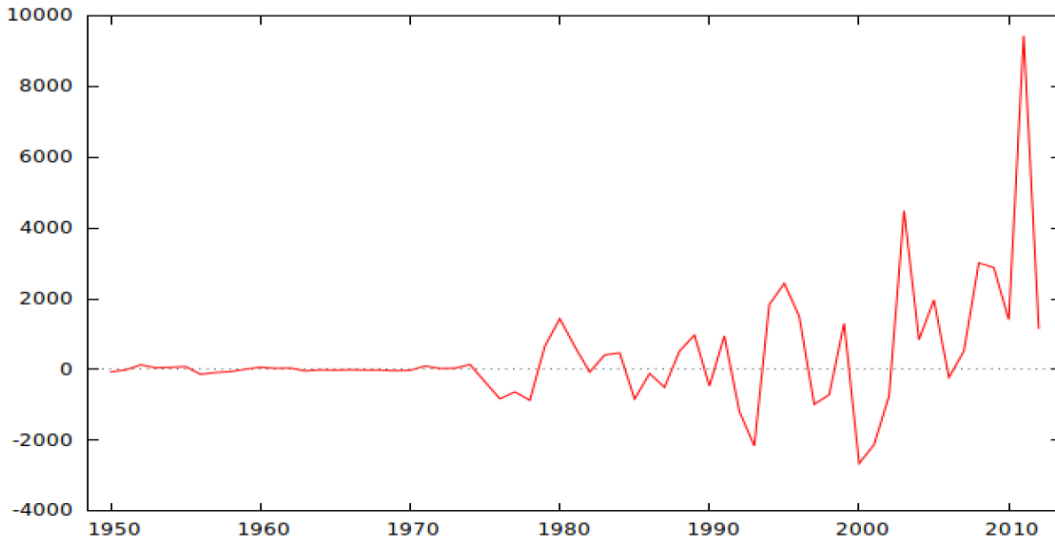
negatif noksanlıkları göstermektedir. Dolayısıyla, NHN kalemi bu noksanlıkları denkleştiren bir düzeltme görevi görmektedir. Genel anlamda Türkiye’de NHN pozitif olma eğilimindedir. Bunun esas nedeni ticarete konu olan döviz bazlı işlemler olarak görülmektedir.

Son dönemde Türkiye’de milyar dolarlık rakamlarla ifade edilen NHN’nin finansmanı ülkemize kayıt dışı giren yabancı sermaye akımlarının da muhasebeleştirildiği bir kalemdir (Boratav, 2009). Nitekim Eggerstedt vd. (1995)’e göre bir ülkede genel ekonomik durum kötüleştiğinde ödemeler dengesindeki NHN kaleminin artışa geçmektedir ve ödemeler dengesi hesaplamalarında kullanılan bu kalemin ülkeden yasal sermaye çıkışının önemli bir sebebi olduğunu yaptıkları araştırma sonucunda ileri sürmüşlerdir (Tang, 2007).

Türkiye’de 1989’dan sonra sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin de etkisiyle NHN değişimlerinde önemli dalgalanmalar gözlenmeye başlamıştır (Yükseler, 1998:7). Nitekim aşağıdaki şekilde 1950-2010 yılları arasında ülkemiz ödemeler dengesi hesaplamalarında kullanılan net hata noksan kalemindeki değişimlere bakıldığında bu durum daha net görülecektir.

Şekil 10. Türkiye Ödemeler Dengesi Hesaplarında Net Hata ve Noksan Kalemi

(milyon ABD Doları/1950-2010)



NHN kaleminde 1993 ve 2001 yıllarındaki kırılmaların yaşanan krizlere ve döviz kurundaki volatiliteye bağlı olduğu değerlendirilmektedir. Şekilde görüldüğü üzere

krizlerin en yoğun yaşandığı yıllarda eksilerde gezen NHN kalemi, 2002 yılından itibaren pozitif yönde değişimini başlatarak artmaya başlamıştır.

Bu yıldan önce NHN kaleminin negatif olması ise 2001 Şubat krizinin etkisiyle ters para ikamesinin yaşanmasına bağlamak mümkündür. Bununla birlikte 2003/4 yılından itibaren NHN Kaleminin gittikçe pozitif yönde artması ve 2005 yılından başlayarak artı yönde 2011 yılında zirve yaptıktan sonra düşüşe geçmesi de dikkat çekicidir.

Net hata noksan kalemiyle ilgili değerlendirmelerin daha dikkat çekenini ise bu kaleminde yaşanan değişimlere doğrudan yatırımlar, portföy türü yatırımlar ile finansa hesabında yaşanan değişimlerle bakıldığında daha net anlaşılacaktır.

Bu kapsamda 1998-2013 dönemindeki Türkiye’de gerçekleşen ödemeler dengesi finansal hesapları, doğrudan yatırımlar, portföy türü yatırımlar ile net hata noksan kalemindeki değişimler ise aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 3. Doğrudan ve Portföy Yatırımlar ile NHN Karşılaştırılması (1998-2013)

(Milyon ABD Dolar)

YILLAR	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Finans Hesapları	-1.287	-377	12.581	-1.633	1.384	3.065	13.360	19.485
Doğrudan Yatırımlar	573	138	112	2.855	939	1.222	2.005	8.967
Portföy Yatırımları	-6.711	3.429	1.022	-4.515	-593	2.465	8.023	13.437
NHN	-713	1.302	-2.661	-2.127	-758	4.489	838	1.964
YILLAR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finans Hesapları	32.064	37.272	37.521	9.089	44.543	65.972	47.490	62.394
Doğrudan Yatırımlar	19.261	19.941	17.213	7.076	7.594	13.822	9.150	9.791
Portföy Yatırımları	7.415	833	-5.014	227	16.073	21.986	40.789	23.691
NHN	-228	517	2.912	3.078	928	9.135	1.059	3.065

Kaynak: TCMB Merkezi Bankası Verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır, 2014.

Tabloda görüldüğü üzere 1998 yılında -713 milyon dolar açığı ifade eden net hata noksan kalemi yıllar içinde 1999 yılı hariç negatif yönde gittikçe büyümüş; 2000 yılında -2,661 milyar dolara, 2001 yılında -2,127 milyar dolara kadar yükselmiştir. Açıktaki bu büyüme 2002 yılında -758 milyon dolara gerilemiş ve 2003 yılında bir anda 4,489 milyar dolara yükselmiştir.

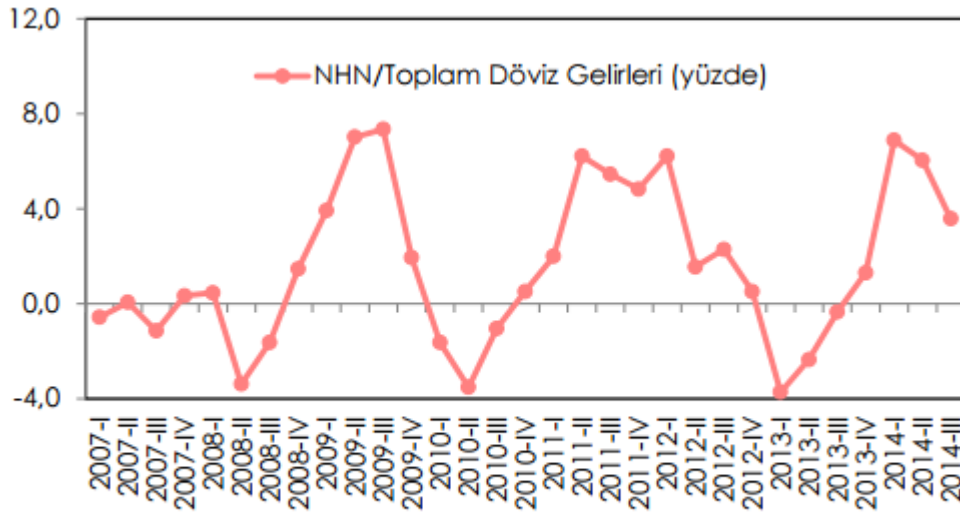
Pozitif yöndeki bu önemli artıştan sonra sırasıyla 2004 yılında 838 milyon dolara gerilemiştir. Net hata noksan kalemi 2005 yılında 1.964 milyar dolara yeniden çıkmış ve 2006 yılında yeniden -228 milyon dolara gerileyerek pozitiften negatife dönmüştür.

Küresel krizin başladığı 2007 yılında net hata noksan kalemi 517 milyon dolar fazla verirken, 2008 yılında 2,912 milyar dolara fırlamış, 2009 yılında ise 3,078 milyarı görmüştür. Bütün dünyada sermaye hareketleri küresel kriz nedeniyle çıktıkları ülkeye yönelirken net hata noksan kaleminde böylesine yüksek bir oranda fazlalık yaşanması oldukça dikkat çekicidir.

2010 yılında ise 928 milyon dolarlık fazla veren net hata noksan kalemi 2011 yılında bütün ödemeler dengesi hesaplamalarını alt üst edecek bir şekilde toplam 9,135 milyar dolara yükselmiştir. 2012 yılında 1,059 milyar dolara çıkan bu kalem 2013 yılında 3,065 milyar dolara yükselmiştir.

Son olarak küresel krizin başladığı 2007 yılından 2014 yılına kadar geçen dönemde NHN kaleminin Türkiye’de aynı dönemde toplam döviz gelirlerine oranlanmasıyla elde edilen hareketleri aşağıdaki şekilde sunulmuştur:

Şekil 11. Net Hata Noksan Kaleminin Toplam Döviz Gelirlerine Oranı (2007-2014)



Kaynak: TCMB.

Şekilde gösterilen Net Hata ve Noksan (NHN) kalemi, 2013 yılının sonunda 2,8 milyar ABD doları iken 2014 yılı birinci çeyrekte 8,4 milyar ABD doları seviyesine yükselmiştir. İkinci ve üçüncü çeyrekteki net hata ve noksan kalemindeki azalış toplam döviz gelirlerine oranına da yansımıştır. Nitekim TCMB son verilerine göre net hata-noksan kaleminden Türkiye'ye gelen sermaye 2014 yılı Ocak-Eylül döneminde 7,8 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (TCMB, 2014).

TCMB son verilerine göre net hata-noksan kaleminden Türkiye'ye gelen sermaye 2014 yılı Ocak-Eylül döneminde 7,8 milyar dolara ulaşmıştır (TCMB, 2014). Oysa geçen yılın aynı döneminde sadece 2,6 milyar dolar düzeyinde kalan NHN kaleminde yaşanan bu hızlı yükseliş Ukrayna ve Kırım krizleri sonrasında Rusya'dan çıkan kayıt dışı yabancı sermayenin de ülkemize girdiği izlenimine yol açmıştır.

Nitekim yaptırımlar devreye girdikten sonra Rusya Merkez Bankası 2014 yılında ülkeden çıkan sermayenin 100 milyar dolara ulaştığını söylemektedir. Aynı dönemde ise özellikle 2014 yılının son aylarında Türkiye'ye net hata-noksan kaleminden giren para da oldukça arttığı yukarıdaki şekilde görülmektedir. Bu durum Rusya'daki kayıt dışı sıcak paranın Türkiye'ye geldiği konusunda derin şüphelere neden olmaktadır (JP Morgan, 2015).

Aynı şekilde 2011 yılında NHN'de yaşanan 9,3 milyar dolarlık büyüklüğün İran'la yapılan altın ticaretinden kaynaklanmış olabileceği düşünülmektedir (Boratav, 2012).

BÖLÜM IV.
ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ ve
KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN
ANALİZİNE YÖNELİK MODEL ÖNERİSİ

Araştırmanın ilk üç bölümünde finansal ve ekonomik krizler, bu krizlere neden olan faktörler, krizleri inceleyen yaklaşımlar, uluslararası sermaye akımları ve küreselleşen dünyada uluslararası sermayenin hareketleri teorik olarak incelenmiştir.

Araştırmanın bu bölümünde ise, tezin konusuyla ilgili teorik ve ampirik literatür tarandıktan sonra krizle sermaye hareketleri arasındaki ilişkiyi anlamaya ve tespit etmeye yönelik ekonometrik modeller önerilerek araştırmanın yöntemi açıklanacaktır.

Böylece Türkiye’de 1998-2013 yılları arasında yaşanan kriz dönemlerinde uluslararası sermaye hareketlerine neden olan dinamikler ile kriz-sermaye hareketleri arasındaki ilişkiler ampirik yöntemlerle tespit edilmeye çalışılacaktır.

4.1. TEORİK LİTERATÜRÜN TARANMASI

Günümüzde uluslararası sermaye akımlarını kriz dönemlerinde inceleyen araştırmaların dönemselsel olarak değişiklik arz ettikleri, bu anlamda araştırmaların finansal serbestleşmenin genişlemesiyle birlikte adeta evrimleştiğini ifade etmek mümkündür.

Uluslararası sermaye akımlarına yönelik literatür taramasında bu araştırmaların büyük bölümünün genellikle ekonomik büyüme ve kalkınmaya odaklandığı görülmektedir (Mathieson ve Soares, 1994; Woodal,1995; Eatwell, 1996; Obstfeld,1996; Bosworth ve Collins,1999). Özellikle bu tür araştırmalarda, gelişmekte olan ülkelere yoğun bir şekilde giriş yapan uluslararası sermaye akımlarının makroekonomik ve finansal alanlarda büyüme ve kalkınmaya katkısı olup olmadığı araştırılmıştır (Obstfeld, 1996; Bayoumi ve MacDonald, 1995; Besanger vd., 2000).

Yerli ve yabancı literatürde yaklaşık 30-40 yıldır küreselleşmeyle birlikte tartışılan bu konuda henüz netlik sağlanamamış olup, konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalarda özetle uluslararası sermayenin türüne ve yatırım şekline göre ekonomik büyümeye katkısı olduğu konusunda örtülü bir konsensüs sağlanmıştır.

Literatürde incelenen söz konusu araştırmaların bu tez çalışmasının konusunu birkaç nedenle ilgilendirdiği görülmektedir: Bunlardan ilki literatürde kriz dönemlerinin ve nedenlerinin tespitinde kullanılan makroekonomik ve finansal öncü/açıklayıcı göstergeler

benzerdir. İkinci olarak ekonomik büyümeye neden olmayan sermaye akımlarının etkilediği faktörler pek ala kriz nedeni de olabilmektedir. Üçüncü ve en önemli nedeni ise, uluslararası sermaye akımlarının etkileri ekonomik sistemin bütününde nasıl etkileşim gücüne sahip olduğu bilinmeden, bu akımları ayrıştırarak ampirik analize dahil etmenin yetersiz olacağı düşüncesidir.

Literatürde uluslararası sermaye akımlarıyla kriz ilişkisini araştıran çalışmalara bakıldığında, bu çalışmaların genelinde uluslararası sermaye akımlarının en önemli kriz nedeni olabileceğinin üzerinde durulduğu görülmektedir (Hoggarth ve Sterne, 1997).

Bu yüzden literatürde konuyla ilgili yapılan pek çok araştırmada, özellikle 1996-2001 yılları arasında Asya, Latin Amerika ülkeleriyle Rusya ve Türkiye’de yaşanan krizlerden sonra uluslararası sermaye akımlarının krizle arasındaki ilişkiye odaklanıldığı görülmektedir (Motta ve Norman, 1996; Rodrik ve Velasco, 1999; Blomstrom ve Kokko, 1997; Velde ve Bezemer, 2004).

Ancak bu alanda yapılan araştırmalarda tıpkı ekonomik büyümeye katkısında olduğu gibi kesin bir yargıya ulaşamadığı görülmüştür. Diğer bir ifadeyle bu tür araştırmalara göre, krizi açıklayan değişkenlerle sermaye akımına neden olan değişkenlerin birbirine olan etkileri, her iki ana değişken arasındaki bağlantı ve nedenselliği hakkında kesin bir bilgi vermediği görülmüştür (Obstfeld, 1996; Motta ve Norman, 1996; Blomstrom ve Kokko, 1997; Besanger vd., 2000; Velde ve Bezemer, 2004).

Literatürde üçüncü grupta yer alan araştırmalarda ise sermaye akımlarını oluşturan ve bütçe, cari açık ile ödemeler dengesinde varlıklar ve pasifler bölümünde yer alan kalemlere göre yapılan ayrıştırmalara odaklanıldığı görülmektedir. İşte bu tez araştırmasının modelini ve amacını bu tür ayrıştırmaya dayalı kriz sermaye hareketlerini inceleyen literatür oluşturmaktadır.

Literatürde oldukça kısıtlı sayıdaki kriz sermaye hareketleri ilişkisini inceleyen bu tür araştırmalarda uluslararası sermaye akımlarının bütçe hesaplamalarında ödemeler dengesi kalemleri üzerinden ayrıştırarak kriz dönemlerinde değerlendirildiği görülmektedir. Ayrıca bu tür araştırmalar sonucunda uluslararası sermaye akımlarının ödemeler dengesi hesaplamaları içinde kalan kalemleri baz alınarak ülkede yaşanan kriz dönemlerindeki farklı yöndeki seyrinin daha doğru tespit edileceği savunulmaktadır.

Bu kapsamda araştırmanın teorik çerçevesini oluşturmaya yönelik literatür taramasını, doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımlarının kriz dönemlerindeki hareketleri şeklinde iki başlık altında incelemek mümkündür:

4.1.1. Kriz Dönemlerinde Doğrudan Sermaye Hareketleri

Günümüzde hızla büyüyen tüm ekonomiler dış ticaret ve cari işlem açıklarını kapatmak için kısa vadeli de olsa uluslararası sermayenin ekonomilerine gelmesi için çaba sarf etmeye başlamışlardır (Erataş ve Öztekin, 2010:58).

1990'lı yılların başından itibaren bu çabalar sonuç vermiş ve gelişmekte olan ülkeler doğrudan yatırımlarla borçlanma yükümlülüğüne girmeden yatırım gereksinimlerini karşılama, sermaye ve teknoloji açıklarını giderme imkânına kavuşmuşlardır (OECD, 2001:208).

Özellikle doğrudan yatırımları fakir ülkelerdeki sermaye açığının kapatılmasında önemli bir kaynak olma özelliğinden dolayı portföy yatırımları ya da dış borçlanmaya göre önemli avantajları bulunmaktadır. Örneğin doğrudan yatırımlarla ekonomide üretim kapasitesi artarken, diğer yandan da yeni istihdam alanları oluşmaktadır (Neuhaus, 2006:11).

Doğrudan sermaye yatırımları ülkeye teknoloji transferini de sağlamaktadır. Getirdikleri yeni teknoloji pozitif dışsallık sağlayarak zaman içinde yerel firmaların da kullanımına girecek ve rekabet gücü kazanacaklardır. Ayrıca ülkeye gelen yeni teknolojilerle daha önce kullanılmayan kaynakların da kullanılma imkânı doğacaktır (Kumar ve Pradhan, 2002:24-26).

Öte yandan yerel firmalar rekabet koşullarında maliyetlerini düşürme, kalite ve standardı yükseltme çabasına gireceği için daha etkin çalışmaya başlayacaklardır (Smarzynska, 2002:6). Böylece teknoloji transferi ülke ekonomisinin büyümesine katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla ekonomiye giren doğrudan yatırımlar, üretim teknolojileri alanında yerel firmalara ne kadar çok yayılırsa, o ülkedeki ekonomik büyüme etkisi o denli artacaktır (Johnson, 2006:9).

Ancak yabancı yatırım tamamlandıktan sonra özellikle çok uluslu firmalar yüksek kâr amacıyla hammadde ya da ara mal ithalatı yaparak üretim sürecinde kullanabilmekte, bu da yerli kaynakların atıl kalmasına ve dışa bağımlılığın artmasına neden olmaktadır (Neuhaus, 2006:11).

Görüldüğü gibi doğrudan yatırımların ekonomiye pek çok alanda olumlu etkileri bulunmaktadır. Ancak literatürde bu olumlu etkilerinin yanında doğrudan yatırımların olumsuz etkilerinden de bahsedilmektedir: Örneğin çok uluslu firmalar gelişmekte olan ülkelerde niteliksiz işgücü oranı yüksek olduğu için nitelikli işgücü gerektiren üretim

sürecini ana ülkeden gerçekleştirmekte, bu durum ana ülkeden yatırım yapılan gelişmekte olan ülkeye ara mal ihracatına neden olmaktadır (Kokko, 2002:156-157).

Diğer bir olumsuzluk ise ekonomideki kriz dönemlerinde uluslararası sermaye sahiplerinin ülke ekonomisindeki tecrübe ve ortaklıklarından yararlanarak yok pahasına denilecek bir seviyede alımlar yapabilme olanağı kazanmasıdır. Örneğin kriz döneminde yerel firmaların finansal güçlüklerle düşmesini fırsat bilen ve finansman gücünü koruyan uluslararası yatırımcılar, yerel firmaların hisselerini çok ucuz bir fiyatla ele geçirebilmektedir (Loungani ve Razin, 2001).

Ayrıca finansal sektörlerle yönelen yabancı sermayenin yine yerel çalışanları aracılığıyla yerleşik yatırımcı olarak finansal sektörlerde manipülasyonlar da yapabilmektedir (Goldberg, 2003:2). Bu tür manipülasyon ve spekülasyon atakları ise pek çok yerleşik yatırımcı tarafından tedirginliğe neden olabilmekte ve ekonomilerin kırılganlığı aratabilmektedir.

Kavramsal çerçeve değerlendirildikten sonra uluslararası sermaye akımlarıyla ekonomik büyüme, yerleşik yatırımlar ve kriz olgusu arasındaki ilişkiyi betimlemeye çalışan araştırmalara bakmak yerinde olacaktır.

Papanek, (1973), gelişmekte olan 85 ülkeyi kapsayan analizinde doğrudan yatırımlardaki artışların, yurt içi tasarrufları azalttığını savunmuş ve ayrıca bir ekonomiye giren dış yardımların, özel yabancı sermaye girişlerinin ve diğer sermaye girişlerinin ulusal tasarrufları dışladığını ifade etmiştir (Papanek, 1973).

Rand ve Tarp (2002), doğrudan yatırımlarla büyüme arasında bilinen geleneksel ilişkinin var olmadığından hareketle, yerleşiklerin yurt içi yatırımlarıyla doğrudan yabancı yatırımlar arasında bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Uluslararası sermaye akımlarının ekonomik dalgalanmaları şiddetlendireceği ve krizleri yayma gibi sorunlar nedeniyle yerleşik sermaye birikimlerini ve ulusal ekonomiyi olumsuz yönde etkileyeceği belirtmektedirler (Schmukler, 2008:65; Stiglitz, 2006:1079; Klein 2007; Klein ve Olivei, 2008).

Buna karşılık Vanessche (2004) ise 1980-1997 sürecinde 65 ülke için yaptığı incelemede uluslararası finansal bütünleşmenin gelişmiş ülkelerde olduğu kadar gelişmekte olan ülkelere de yurt içi finansal gelişmişliği destekleyeceğine yönelik bulgulara ulaşmıştır (Arestis ve Caner, 2005: 95; Quinn ve Toyoda, 2008).

Razin (2002), toplam 64 ülke üzerine yapmış olduğu analizlerde, doğrudan yatırımların portföy türü finansal yatırımlara oranla, hem yerleşik sermaye birikimine hem de ekonomik büyümeye daha fazla katkı yaptığını belirtmişlerdir.

Yao ve Wei (2007), özellikle doğrudan yatırımların yeni sanayileşen ülkelerin büyümelerini hızlandırdığını ve Çin'in son yıllardaki hızlı büyümesinin, bu durumu açıklayan en iyi örnek olduğunu savunmuştur.

Yine Vu ve Noy (2008) altı OECD ülkesini kapsayan bir analiz gerçekleştirmişler ve doğrudan yatırımların hem doğrudan hem de dolaylı olarak ekonomik büyümeyi olumlu etkilediği ve ayrıca yerleşiklerin yatırımlarını da büyüttüğü sonucuna ulaşmışlardır.

Bununla birlikte, Yang (2008) 110 ülke üzerine yaptığı çalışması sonucunda doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerine etkisinin zaman ve mekâna göre değişiklik gösterdiğini bulmuştur. Buna paralel olarak Carkovic ve Levine (2005) doğrudan yatırımların büyüme üzerinde pozitif etki yarattığı konusunda güçlü bir kanıt bulamamışlardır. Benzer şekilde Herzer vd. (2008) gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yatırımlar ile kişi başına gelir, eğitim, dışa açıklık, finansal piyasa gelişmişliği arasında belirgin bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Literatürde, Türkiye ekonomisi için kriz dinamikleri ile uluslararası sermaye akımları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında, bu çalışmaların büyük çoğunluğunun teorik bazda kaldığı ve herhangi bir ekonometrik yöntemle bu etkileşimin varlığını ve yönünü analiz eden sınırlı sayıda çalışmanın olduğu görülmektedir.

Bu çalışmalardan biri olan Özatay ve Sak (2002), 1977-1999 dönemi çeyrek dönemlik verilerle Türkiye ekonomisine yirmi yıllık dönemde giriş yapan doğrudan sermaye akımlarının hareketlerini değerlendirmiş, araştırma sonucunda doğrudan sermaye yatırımlarıyla ekonomik büyüme arasında bir gelişmenin ortaya çıkmadığını belirlemişlerdir.

Onur (2005), doğrudan sermaye akımlarının büyük oranda ülkeye giriş yaptığı 2003 yılında bu akımların ülke GSMH'de ve finansal kalkınmasında katkısının olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Uçak (2006), ise GSYİH değişimi ile artış gösteren sıcak para akımı arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına değinmiş ve sıcak para girişlerinin ekonomik büyümenin nedeni olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Yapraklı (2007), kullandığı eş bütünleşme, Granger nedensellik ve vektör hata düzeltme modeli sonucunda yabancı sermaye artışlarıyla, ekonomik büyüme oranı

arasındaki ilişkinin pozitif işaretli olmasına rağmen diğer göstergelere bakarak sermaye akımlarındaki artışın ekonomik büyüme ile etkileşiminin negatif yönlü olduğunu söylemiştir.

Apak ve Uçak (2007), araştırmasında doğrudan sermaye akımlarındaki artışın ardından Türkiye’de makroekonomik parametreleri üzerinde dış faktörlerin olumlu yönde gelişmeler kaydettiğini belirtmiştir. Aynı şekilde Demir vd.(2007), Özatay ve Sak (2002) çalışmalarının da eriştiği bu bulguya işaret etmektedir.

Altıntaş ve Ayriçay (2009) araştırmasında sonucunda doğrudan yabancı sermaye akımlarındaki artışla ülkedeki reel büyüme oranı, finansal gelişmişlik, dış açıklık ve reel faiz oranları gibi değişkenlerle arasında uzun dönemli bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

Ağır (2010), doğrudan sermaye akımlarının girişlerindeki artışın ülkedeki ekonomik büyümeyi gösteren değişkenlere uzun dönemdeki etkisinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunurken, bu etkileşim kısa dönemde tersine döndüğünü ileri sürmektedir.

Görüldüğü üzere Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde doğrudan yatırımların oranı çok fazla büyümemekte ve gelişmemektedir. Hal böyle olunca da kriz dönemlerinde de zaten yetersiz olan doğrudan yatırımlar bu olumsuz dönemden portföy türü sermaye akımına göre daha uzun vadede etkilenmektedir (Aysan ve Şanlı, 2008:95).

Öte yandan literatürde doğrudan yatırımların kriz nedeni olduğuna dair yapılan araştırmalara bakıldığında; Thanoon ve Baharumshah, (2005), araştırmasına göre kısa vadeli doğrudan sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin (Malezya gibi) iktisadi büyümesini hızlandırdığı görülürken; bazı gelişmekte olan ülkelere ise (Hindistan gibi), çeşitli finansal krizlere neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Thanoon ve Baharumshah, 2005:7).

Feltenstein, Rochon ve Shamloo (2010) araştırmalarında bir grup ülkedeki makroekonomik değişkenlerde meydana gelen bozulmaların yaşandığı kriz dönemlerinde, doğrudan yabancı sermaye akımlarında ne gibi bir değişim içinde olacağını araştırmışlardır. Araştırma sonucunda özellikle para piyasalarında sıklıkla spekülasyon ataklarının olduğu para krizi dönemlerinde enflasyon, para arzı, bütçe ve ticaret dengesi gibi makro verilerdeki olumsuz yöndeki değişimlerin, doğrudan sermaye akımlarında azalmalara ve kaçışlara neden olduğu ortaya konulmuştur (Feltenstein, vd., 2010:34).

Buna karşılık Edwards, (2001) Rusya krizi araştırmasında, Ramirez (2006) Meksika, Djankov ve Hoekman (2000) Çek Cumhuriyeti, Marwah ve Klein (1996)

Hindistan, Cuadros vd. (2004) Latin Amerika ülkeleri, Fedderke ve Romm (2006) Güney Afrika'da yaşanan krizlerde doğrudan yatırımların kriz dönemlerinde kısa vadede fazla etkilenmediğini belirtmişlerdir.

Literatür taraması sonucunda, doğrudan sermaye akımlarının kriz dönemlerinde ani çıkışlar sergilemediği, bu nedenle kriz nedeni olarak görülmemekle birlikte, kriz sonrası dönemde eğer ekonomilerdeki kırılmalıklar devam ederse girdiği ekonomiden çıkış yapmayı tercih edebileceği görülmüştür.

4.1.2. Kriz Dönemlerinde Portföy Türü Sermaye Hareketleri

Küreselleşen dünya ekonomilerinin genelinde 1990'lı yıllardan itibaren faiz oranlarında belirgin bir düşüş gözlenmiş, bilhassa dünyanın ekonomik patronu sayılan ABD'de bu durum iyiden iyiye hissedilmiştir.

Bu dönemde uluslararası sermaye, portföy çeşitlenmesi kanalıyla ve risklerin dağıtılması güdüsünün de etkisiyle küreselleşme sürecinde dünya piyasaları merkezlerin dışına yayılmıştır (Krueger, 2002:2).

Portföy türü sermaye akımlarının yatırım harcamalarının finansmanında kullanılması milli geliri arttırıcı etkilere sahiptir. Ancak sermaye akımlarının milli geliri arttırıcı etkiye sahip olabilmesi için, söz konusu akımların uzun vadeli olması gerekmektedir. Faiz arbitrajından kaynaklanan kısa vadeli sermaye akımları spekülative bir yapıya sahiptir ve kısa vadeli sermaye akımları ile elde edilen fonlar, genellikle cari işlemler bilançosunun finansmanında kullanılmaktadır.

Ancak 90'lı yıllarda cari işlemlerin finansmanı ve olumlu dışsal etkileri nedeniyle arzu edilen portföy yatırımları, bu dönemde girdikleri gelişmekte olan ülkelerde uzun süre kalma eğilimi göstermemişlerdir. Oysa uzun süreli ve kalıcı yabancı yatırım gereksinimi olan bu tür ülkelerin ekonomilerinden geldikleri gibi aniden çıkış yapan portföy türü yatırımcılar söz konusu ekonomilere zarar vererek çıktıkları görülmüştür.

Bu zararın çeşitli sebepleri bulunmaktadır. Örneğin portföy yatırımları ekonomiye giriş yaparken, ulusal paranın kısa sürede değerlenmesine neden olmakta, suni olarak değerlendirilen ulusal para ihracatçıya uluslararası piyasalarda rekabet gücü kaybettirerek ihracat üzerinde daraltıcı etki yapmaktadır. Bu yüzden ülke ekonomisindeki dış ticaret açıkları giderek artar ve cari açıklar telafisi güç düzeylere yükselebilir (World Bank, 1997:85).

Nitekim bu nedenle portföy türü sermayenin yoğun giriş yaptığı ülkelerde (Örneğin Güney Kore, Endonezya, Singapur'da 1996-1997 yıllarında) meydana gelen cari açıkları bu tür sermayenin aniden çıkma eğiliminde olduğu dönemlerde ekonomileri döviz krizine sürüklemiştir (López ve Large. 1999:2).

Böylece 2000'li yıllarda düşük ve orta gelir grubunda yer alan ülkelerde, doğrudan yatırımların giderek arttığı buna karşılık portföy yatırımları ise azalmaya başlamıştır. Fakat bu durumda sermaye akımlarının kriz dönemlerinde değişen dış çevre baskısını etkilememiş ve yüksek düzeyde yabancı sermaye alan gelişmekte olan ülkeler -özellikle portföy yatırımları- küresel boyutta yaşanan dış şoklardan ve krizlerden çok fazla etkilenmeye devam etmiştir (World Bank, 2006).

Uluslararası Portföy Dengesi yaklaşımına göre, ulusal ekonomilerde faiz oranları dünya faiz oranlarının üzerinde belirlendiğinde, ülkeye sermaye girişi olmakta; faiz oranları dünya faiz oranlarının altında belirlendiğinde ise sermaye çıkışları söz konusu olmaktadır (Buch, 1999:635).

Bu kapsamda Türkiye'de baz alınan dönemlerde yaşanan krizlerin hemen öncesinde portföy yatırımlarında önemli sayılabilecek artışlar ortaya çıkarken, krizden çok kısa zaman önce ve kriz esnasında çok önemli oranda çıkışlar yaşanmıştır. Bu durum portföy yatırımlarının ekonomimize giriş ve çıkışının kriz dönemlerinde dalgalı bir seyir izlediğini göstermektedir. Bu anlamda Türkiye'de yapılan araştırmalarda uluslararası sermaye akımlarının ekonomik ve finansal etkileri tartışılmıştır: Örneğin Barışık ve Şarkgüneşi (2009) uluslararası sermayenin ülkedeki finansal piyasalara etkisini bankacılık sektörü üzerinden, 1990–2007 dönemleri için incelemiş, doğrudan yatırımların ve portföy yatırımlarının yerli bankaların sermayelerini güçlendirdiği sonucuna varmışlardır.

Bununla birlikte, sermaye girişlerinin yurt içi tasarrufları engellediği ve potansiyel olarak, enflasyonist baskı yarattığı, döviz kurlarının dengesini bozarak makroekonomik istikrarsızlıklara neden olduğu da bilinmektedir. İnsel ve Sungur (2003), 1989–1999 yılları arasında sermaye akımlarının Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Araştırma sonucunda sermaye hareketlerinin ekonomik göstergelerde oynaklıkları arttırdığı, ekonomik faaliyetlere kısa vadeli bakış getirdikleri ve istikrarsızlığın artmasında rol oynadıkları sonucuna varılmıştır.

Aynı şekilde Örnek, (2006) Türkiye'nin 1996–2006 dönemlerine ait, çalışmasında doğrudan yatırımların yurt içi tasarrufları ve ekonomik büyümeyi pozitif yönde etkilediği;

kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi pozitif, yurt içi tasarrufları negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

1998 Rusya Krizi, Kasım 2000 ve Şubat 2001 bankacılık ve finans krizleri Türkiye'den portföy yatırımlarının önemli oranlarda çıkış gösterdiği dönemler olmuştur. İlk olarak Rusya krizlerinin olduğu 1998 yılında Türkiye'den portföy türü sermaye çıkışı net 6,7 milyar dolara kadar yükselmiştir.

Türk ekonomisine girişlere bakıldığında ise ülkeye 2000 yılında 1 milyar dolarlık net portföy yatırımlarının girdiği görülmektedir (TCMB, 2001). Ancak 2000 yılı sonuna gelindiğinde ülkedeki cari açık 9,8 milyar doları bulurken dış borç hacmi 114,3 milyar dolar olmuştur. Bu durum sermaye girişlerini olumsuz etkileyerek kısa vadeli faiz oranlarının artmasına neden olmuş ve portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerini kısa vadeli kaynaklarla temin eden bankaların mali yapıları bozulmaya başlamıştır.

Likidite sıkıntısı nedeniyle Hazine borçlanma araçlarını ellerinden çıkartmak zorunda kalan bankalar büyük kayıplara uğrama pahasına bunları nakite çevirmeye başlamış, giderek artan likidite darlığı bankaları daha yüksek faiz oranlarıyla fon talebine zorlamıştır.

Böylece gelişmelerden endişeye kapılan yabancılar Hazine borçlanma araçlarını hızla satarak Türkiye'den çıkmaya başlamışlardır. Buna ilave olarak bankaların yurt dışı fonları da dağılma sürecine girmiş, bir yandan bu fonlara ortak olan yabancı bankalar paralarını alarak ekonomiyi terk ederken, diğer yandan fonlardaki Hazine borçlanma araçlarının fonlanması da yerli bankaların üzerine kalması faizler daha da yükselterek ekonominin krize girmesine neden olmuştur (Çarıkçı, 2008:1).

İşte 2001 yılındaki ikiz kriz döneminde ülkeden bu şekilde çıkan portföy türü yatırımlar 4,5 milyar dolar civarına kadar yükselmiştir. Aynı yıl bu çıkış devam etmiş ve yıl sonunda 5,5 milyar doları bulmuştur. Bu çıkışların ekonomiye verdiği hasar ise ancak çok yüksek oranlı faiz ve 7,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile durdurulabilmiştir (Bastı, 2006:117).

Bununla birlikte ikiz krizler sonrası dönemde Türkiye'ye yönelik portföy yatırımları kriz öncesi döneme göre daha büyük oranlarda yine artmıştır. Örneğin 2003 yılında yaklaşık olarak 2,5 milyar dolar olan portföy yatırımları, 2004 yılında 8 milyar dolara; 2005 yılında ise 13,5 milyar dolara yükselmiştir. Bu yükselişte şüphesiz Türkiye'de uygulanmakta olan IMF destekli ekonomik program, ülkenin içinde bulunduğu siyasi istikrara bağlı olan makro ekonomik büyüklüklerindeki iyileşme ve her şeyden önemlisi

dünya ekonomisindeki olumlu gelişmelere bağlı olarak uluslararası likiditenin bol oluşu etkili olmuştur (Çarıkçı, 2008:1).

İlerleyen yıllarda ABD küresel krizinin öncesinde ve sonrasında kriz öncesi ılımlı bir seyir izleyen Türkiye'ye yönelik net portföy yatırımlarının milli gelire oranı %1 seviyelerindeyken, 2007-2008 yıllarında (küresel kriz zamanında) yine dalgalı seyir izleyerek hem giriş hem de çıkış yaşanmış, fakat kriz sonrasında özellikle 2008 yılından sonra söz konusu oran %3 seviyelerine çıkmıştır (Karluk, 2009:428).

Görüldüğü üzere kavramsal çerçevede portföy türü yatırımlar kriz dönemlerinde ani çıkış sergilemekte, neden oldukları finansal boşluk da finansal krize girme riskini arttırabilmektedir (İnsel ve Sungur, 2003; Kaya ve Yılmaz, 2003).

Literatürde bu anlamda yapılan araştırmalara bakıldığında şu sonuçlara ulaşıldığı görülmüştür:

Rodrik ve Velasco (1999), portföy türü kısa vadeli sermaye girişlerinin hem ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını, hem de yerli sermayenin küçülmesine neden olacağını belirtmişlerdir.

Jordan ve Fiona (1998) araştırmasında, portföy türü yabancı girişlerindeki artışın yerli sermaye akımlarını yavaşlattığı ya da tam tersi durumda, portföy türü yabancı sermaye girişlerindeki azalmanın yurt içi yatırımları arttırdığı ortaya konulmuştur (Jordan ve Fiona, 1998:84).

Bunun aksini ifade eden araştırmalar da yapılmıştır. Örneğin Hendricks ve Singhal (2005) Amerikan firmaları için tedarik zinciri aksamalarının pazarın çöktüğünün ilan edilmesinden bir yıl öncesinden başlayarak üç yıllık dönemde kümülatif anormal borsa getirilerinin %40'ına mal olmasına rağmen bu tür portföy açıklarının yerleşik sermaye tarafından doldurulduğunu ortaya koymuşlardır (Hendricks ve Singhal, 2005).

Yang (2002) 9 ülke üzerine yaptığı karşılaştırmalı analizde doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının örneğe dahil edilen bütün ülkelerin yerleşik sermaye oluşumunu olumlu etkilediğini bulurken, portföy türü finansal sermaye hareketlerinin yerleşik sermaye birikimi ve ekonomik büyüme üzerinde net bir katkısının olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

4.2. AMPİRİK LİTERATÜRÜN TARANMASI VE MODEL ÖNERİLERİ

Araştırma kapsamında, “Kriz dönemlerinde uluslararası sermaye akımlarının temel dinamikleri nelerdir?” ve “Krizin, küresel veya ulusal nitelikte olması uluslararası sermaye

hareketlerini nasıl etkiler? sorularını yanıtlamak amacıyla dört temel ekonometrik model önerilecektir.

Uygulanacak ekonometrik modeller aracılığıyla, Türkiye’de 1998-2013 yılları arasında yaşanan küresel ve ulusal kriz dönemlerinde, uluslararası sermaye akımlarının hareketleri ve bu hareketlere neden olan dinamikler tespit edilmeye çalışılacaktır.

Bu kapsamda ilk olarak, kriz dönemleri ve değişkenlerini tespit etmeye yönelik ampirik literatür taranarak araştırmada kullanılacak EMP kriz modeli ve değişkenleri tespit edilecektir.

Ampirik literatür taramasının ikinci bölümünde, net sermaye hareketlerini girişler ve çıkışlar şeklinde ikili yöntemle ayırtıran standart metodolojiden farklı olarak; brüt sermaye hareketlerini oluşturan ve ödemeler dengesi hesaplamalarında yer alan kalemlere göre dörtlü ayırtarak hesaplayan bir model önerilecektir.

Üçüncü aşamada ise kriz dönemlerinde uluslararası sermaye hareketlerini tahmin etmeye dayalı araştırma modelinde kullanılacak ekonometrik testler yine konuyla ilgili literatür taranarak belirlenecektir.

Sonuç olarak bu bölümde hem çalışmada kullanılacak yöntem ve teknikler açıklanacak; hem de ekonometrik analizde kullanılacak modellerin literatürde geçen teorik alt yapısı hakkında kapsamlı bilgiler vermeye çalışılmıştır.

4.2.1. Sermaye Hareketlerine İlişkin Literatür Taraması

Literatürde uluslararası sermaye akımlarıyla kriz ilişkisinin genellikle nedensellik ilişkisi çerçevesinde ele alan çalışmaların çok yoğun bir şekilde yapıldığı görülmektedir. Bu kapsamda Eichengreen vd. (1996), 20 sanayileşmiş ülkenin 1959-1993 yıllarına ait makroekonomik ve politik verilerini kullandıkları çalışmalarında, dünyanın herhangi bir yerinde ortaya çıkan bir spekülasyon saldırısının, başka bir yerde ulusal para üzerinde bir atak olma olasılığını %8 artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Rodrik ve Velasco (1999), kısa vadeli borcun nedenleri ve sonuçları ile ilgili olarak yaptıkları, 1988-1998 döneminde 32 yükselen piyasa ekonomisini kapsayan analizlerinin sonucunda, kısa vadeli sermaye hareketlerinin olumsuz etkilerini ortaya koymuşlardır. Analiz, kısa vadeli borçların rezervlere oranının finansal krizlerin kuvvetli bir habercisi olduğunu ve yabancı bankalara olan kısa vadeli borçları rezervlerini geçen ülkelerin ani ve büyük bir ters sermaye akımı yaşamaya normalden 3 kat daha yatkın olduğunu göstermiştir.

Corbo ve Hernandez, (1996) yılında, kısa dönem sermaye hareketlerinin ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediğini, dolayısıyla kısa dönem sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

Razin, Sadka ve Yuen (1999) doğrudan yatırımlarla ilgili çalışmaları incelendiğinde, doğrudan yatırımların ekonomik büyüme üzerinde sadece pozitif değil negatif etkiler de yaratabileceği vurgulanmıştır.

Rodrik ve Velasco (1999), kısa vadeli sermaye girişlerinin ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını belirtmişlerdir. Prasad vd. (2003) araştırmalarında belirttiği üzere, kurumsal çerçevesi zayıf olan bir ekonomiye yoğun bir şekilde giren uluslararası sermaye akımları bu ülkede kısa süre içinde finansal açıklık ve krizlere neden olabilecektir.

Bununla birlikte yukarıda özetlenen araştırmalarda krizin kaynağı ya da krizi oluşturan faktörler olarak uluslararası sermaye hareketleri incelendiği görülmektedir. Bu durumda yapılan araştırmaların bağımlı değişkeni kriz ve kriz faktörleri olurken bağımsız değişkeni ise net sermaye akımları olmaktadır. Ayrıca bu tarz araştırmalarda dikkat çeken diğer bir nokta ise kriz-sermaye akımları ilişkisi araştırmalarında brüt sermaye hareketleri yerine kaynağı belli olmayan net sermaye akımlarına göre ekonometrik analizlerin yapılmış olmasıdır.

Oysa son yıllarda meydana gelen üçüncü kuşak krizleri açıklamaya yönelik sermaye hareketlerinin net ve brüt şeklinde ayrıştırılması yapılmamış ve bu durum yapılan analizlerin sonucuna olumsuz yönde etki etmiştir (Barro vd. 1992; Calvo 1998, Dooley 2000; Aghion vd. 2004; Burnside vd.2004).

Nitekim literatürde kriz dönemlerindeki sermaye hareketlerinin yönünü, sermayenin niteliğine göre inceleyen ve sermaye hareketlerini net-brüt sermaye şeklinde ayrıştırmaya tabi tutan araştırmalar son derece yaygınlaşmaya başlamıştır (Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Cowan vd., 2008; Rothenberg ve Warnock 2011; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2011).

Özellikle Barro vd. (1992) ile Aghion vd. (2004) teorik çalışmalarında; Burnside vd. (2004) ile Bordo vd. (2010) ampirik çalışmalarında kriz dönemlerinde sadece brüt sermaye girişleri üzerine odaklanmıştır.

Broner vd., (2011) krizler esnasında brüt sermaye akışlarının net akışlara kıyasla küçülme bağlamında devresel olduğu gibi büyük ve dalgalı olduğunu göstermiştir. Rothenberg ve Warnock (2011) örneklerindeki ani duruşların aşağı yukarı yarısının

sermaye girişleri veya “gerçek ani duruşlardaki düşüşten ziyade sermaye çıkışlarının arttığını yansıttığını ortaya koymuştur (Faucette vd., 2005).

Cowan vd. (2008) örneklerinde farklı tanımlar kullanarak sermaye girişlerini %58 olarak açıklarken sermaye çıkış dalgalanmalarını ani duruşların %18’i olarak saptamışlardır. Forbes ve Warnock (2012), sermaye akışlarında “dalgalanma”, “durma”, “uçuş” ve “kemer sıkma” bölümleri üzerine çalışma yapmış ve sırasıyla sermaye girişlerinin keskin artış ve düşüşlerini, sermaye çıkışlarının keskin çıkış ve düşüşlerini tanımlamıştır.

Broner vd., (2011) araştırmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1970'lerden itibaren yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen sermaye giriş ve çıkışları analiz edilmiştir. Broner vd., (2011) araştırmasına göre, kriz dönemlerinde brüt sermaye akışları açısından bakıldığında, yabancıların sermaye çıkışları artarken, yerli yatırımcıların sermaye girişlerinin bu boşlukları doldurduğu ve bu durumun mutlak anlamda net sermaye akışlarına bakılarak anlaşılamayacağını vurguladıkları görülmektedir (Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Rothenberg ve Warnock 2011).

Nitekim bu tür sermayenin ayrıştırılarak analiz edildiği araştırmalarda, ekonomilerin genişleme döneminde varlıklarını yurt dışına kaydıran yerli yatırımcıların, kriz dönemlerinde yabancıların yatırımlarını azaltmaları üzerine ülkelerine geri döndükleri tespit edilmiştir (Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Broner vd., 2011).

Bu yüzden kriz dönemlerinde sermaye akımlarının hareketlerinin tam olarak öngörülebilmesi için ekonomiye uluslararası sermayenin giriş ve çıkışları, yerli yabancı sermaye akımlarına göre ayrıştırma yapılarak birlikte değerlendirilmelidir.

Ayrıca kriz dönemlerinde yerli ve yabancı sermaye farklı hareket etme eğilimleri gösterdiği gibi aynı zamanda bu gerilim döneminde ekonomiden biri çıkarken diğer bir sermaye grupları tarafından onların boşalttıkları alanları doldurmaya yönelik yeni yatırımlar gelebilmektedir. Çünkü birçok ülke finansal piyasalardaki aksaklıkları yerel sermaye sahipleri çok iyi bilmekte ve yabancı yatırımcılardan çok daha iyi ve sağlam bir şekilde sermayesini bu alana yöneltebilmektedirler (Bernanke 1983; Caballero ve Krishnamurthy 2001).

İşte bu yüzden de kriz dönemlerinde sadece sermaye çıkışı değil aynı zamanda yerli veya yabancı sermaye girişlerinin de yaşanacağı hesaba katılmalıdır. Çünkü bir ülkede kriz dönemlerinde yabancı sermayeden çok daha önce “yerli sermayenin” yurt dışına yoğun ve

seri bir biçimde çıktığı ya da giriş yaptığı görülebilmektedir (Hendricks ve Singhal, 2005).

Bu kapsamda uluslararası sermaye hareketleri yerli ve yabancı sermaye hareketlerinin farklı olan giriş veya çıkış davranışlarına göre ve son olarak farklı türdeki kriz dönemlerinde birbirinden ayrıştırılarak değerlendirilmelidir.

Bu şekilde yapılan dört yönlü ayrıştırma yönteminin çift yönlü ayrıştırmaya göre dünyanın çeşitli bölgelerinde yaşanan son altı ekonomik krizi gözlemsel olarak daha iyi açıklayabildiği ve krizin bitişini daha iyi tahmin edebildiğini yapılan çeşitli araştırmalarda görülmüştür (Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Cowan vd., 2008; Rothenberg ve Warnock 2011; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2011).

Örneğin Broner vd., (2011) araştırmasında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1970'lerden itibaren yerli ve yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen sermaye giriş ve çıkışları analiz edilmiştir. Broner vd., (2011) araştırmasına göre, kriz dönemlerinde brüt sermaye akışları açısından bakıldığında, yabancıların sermaye çıkışları artarken, yerli yatırımcıların sermaye girişlerinin bu boşlukları doldurduğu ve bu durumun mutlak anlamda net sermaye akışlarına bakılarak anlaşılamayacağını vurguladıkları görülmektedir (Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Rothenberg ve Warnock 2011).

Nitekim bu tür sermayenin ayrıştırılarak analiz edildiği araştırmalarda, ekonomilerin genişleme döneminde varlıklarını yurt dışına kaydıran yerli yatırımcıların, kriz dönemlerinde yabancıların yatırımlarını azaltmaları üzerine ülkelerine geri döndükleri tespit edilmiştir (Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Broner vd., 2011).

Bu yüzden kriz dönemlerinde sermaye akımlarının hareketlerinin tam olarak öngörülebilmesi için ekonomiye uluslararası sermayenin giriş ve çıkışları, yerli yabancı sermaye akımlarına göre ayrıştırma yapılarak birlikte değerlendirilmelidir.

Ayrıca kriz dönemlerinde yerli ve yabancı sermaye farklı hareket etme eğilimleri gösterdiği gibi aynı zamanda bu gerilim döneminde ekonomiden biri çıkarken diğer bir sermaye grupları tarafından onların boşalttıkları alanları doldurmaya yönelik yeni yatırımlar gelebilmektedir. Çünkü birçok ülkede finansal piyasalardaki aksaklıkları yerel sermaye sahipleri çok daha iyi bilmekte ve yabancı yatırımcılardan çok daha iyi ve sağlam bir şekilde sermayesini bu alana yöneltebilmektedirler (Bernanke 1983; Caballero ve Krishnamurthy 2001).

İşte bu yüzden de kriz dönemlerinde sadece sermaye çıkışı değil aynı zamanda yerli veya yabancı sermaye girişlerinin de yaşanacağı hesaba katılmalıdır. Çünkü bir ülkede kriz

dönemlerinde yabancı sermayeden çok daha önce “yerli sermayenin” yurt dışına yoğun ve seri bir biçimde çıktığı ya da giriş yaptığı görülebilmektedir (Hendricks ve Singhal, 2005).

Bu kapsamda uluslararası sermaye hareketleri yerli ve yabancı sermaye hareketlerinin farklı olan giriş veya çıkış davranışlarına göre ve son olarak farklı türdeki kriz dönemlerinde birbirinden ayrıştırılarak değerlendirilmelidir.

Bu şekilde yapılan dört yönlü ayrıştırma yönteminin çift yönlü ayrıştırmaya göre dünyanın çeşitli bölgelerinde yaşanan son altı ekonomik krizi gözlemsel olarak daha iyi açıklayabildiği ve krizin bitişini daha iyi tahmin edebildiğini yapılan çeşitli araştırmalarda görülmüştür (Kraay vd. 2005; Lane ve Milesi-Ferretti 2007; Cowan vd., 2008; Janus ve Riera, 2010; Rothenberg ve Warnock 2011; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2011).

Örneğin Broner vd., (2011) araştırmasıyla, kriz dönemlerinde sermaye akımlarını izleyen standart metodoloji Endonezya, Meksika ve Güney Kore’deki krizlerin büyük ölçüde gayrisafi sermaye girişleri sonucu ortaya çıktığına işaret etmesine karşılık, dörtlü ayrıştırma sonucunda yapılan analizle, bu krizlerin yabancı sermayenin ani çıkışına bağlı olarak ortaya çıktığını göstermiştir.

Ayrıca kriz esnasında Güney Kore’de yerli sermaye geri dönüşü ile birlikte büyük ölçüde yerli sermaye çıkışının olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde 2008-2009 küresel krizi döneminde ABD ve İngiltere’ye de büyük oranlarda sermaye geri dönüşlerinin olduğu da görülmüştür (Janus ve Riera, 2010).

Görüldüğü üzere literatürde genellikle finansal kriz dönemlerinde ekonomik performans, söz konusu zaman aralığında yerli ve yabancı yatırımcıların varlıklarındaki net veya brüt sermaye giriş-çıkışına bağlı olarak değerlendirilmektedir.

Bu çalışmada ise literatürden farklı olarak net sermaye girişi iki değil, dört kısma ayrıştırılarak analiz edilecektir. Çünkü sermaye hareketini dört yönlü ayrıştırmak gerek kriz dönemlerinde gerçekleşen net sermaye girişini tam olarak tespit etmek, gerekse kriz dönemlerinde sermaye hareketlerine neden olan dinamikleri daha açık bir şekilde anlamak açısından daha etkilidir (Janus ve Riera, 2010).

Ödemeler Dengesi hesaplamalarında standart metodolojiye göre net sermaye aşağıdaki denklikle hesaplanmaktadır:

$$NI_2 = \Delta L - \Delta A \quad (3.2)$$

Yukarıda verilen (3.2) eşitliğinde; ΔA baz alınan dönemde ödeme dengesi sermaye hareketleri hesaplamalarında yer alan yerleşiklerin veya yabancıların toplam varlıklarındaki artışları ifade ederken; ΔL ise yerleşiklerin veya yabancıların toplam yükümlülüklerindeki artışları ifade etmektedir.

Bu standart yöntemle göre hesaplanan net sermaye hareketlerini ülkeye giren ve çıkan tüm sermaye akımları şeklinde iki grupta hesaplamalara dahil etmektedir. Görüldüğü üzere standart metodoloji giriş ve çıkışlara odaklanmakta, tüm giren sermaye birikimlerini yabancı sermaye; çıkanları ise yerli sermaye gibi hesaplamalara dahil etmektedir.

Bu nedenle yukarıdaki formülle yapılan net sermaye akımı hesaplamasında bazı eksiklikler bulunmaktadır. Örneğin yabancı yatırımcıların birçok ülkede gerçekleştirdikleri ve yatırım yapılan ülkenin ödemeler dengesinde önemli paya sahip olan yatırımlarında, bazı dönemlerde azalmalar meydana gelebilmekte; bazen yabancı sermaye ülkeye girmekte ancak yatırıma dönüşmemekte ya da yabancı sermaye ayrıldığında yerini yerleşik veya yerli sermaye olarak tabir edilen sermaye akımları doldurabilmektedir (Janus ve Riera, 2010).

Dolayısıyla yabancı yatırımcıların varlıklarındaki her tür azalmalar, net sermaye akımlarını tanımlayan standart denkleme göre, yatırımın yapıldığı ekonomiden yabancı sermayenin tamamen çıktığı şeklinde yanlış yorumlamalara neden olabilmektedir (Janus ve Riera, 2010).

Daha açık bir ifadeyle ödemeler dengesi içinde yer alan yabancı varlıklardaki azalmaları tespit etmek için yalnızca pozitif ve negatif değişiklikleri (giriş ve çıkışları) bu hesaplamaya eklemek yeterli değildir. Çünkü söz konusu değişiklikler hem portföy ve diğer sermaye akımlarından oluşan yabancı yatırımdaki azalmadan hem de bu türdeki yatırımcıların yatırımını geri çekmesinden meydana geldiği bilinmektedir. Ayrıca sermayenin tersine dönüş özelliği de bulunmaktadır.

Bu yüzden Janus ve Riera, (2010) Standart Net Sermaye akımlarını gösteren, $NI_2 = \Delta L - \Delta A$ denklemi kullanılarak özellikle kriz dönemlerinde sermaye hareketlerini inceleyen araştırmalarda bu ikili ayrıştırma eksik ve hatalı değerlendirmelere neden olacağını belirterek “4’lü ayrıştırma yöntemini önermiştir (Janus ve Riera, 2010:4).

Bu kapsamda araştırma modelinde ödemeler dengesinde yer alan yabancı yatırım ve yatırımsızlık arasındaki potansiyel asimetrisi göz önüne alınarak, ayrıca bir yatırımsızlık mutlak değeri/ölçüsü hesaplanacaktır. Bu hesaplama ve dördü ayrılaştırma için aşağıdaki formül kullanılacaktır:

$$NI_4 = (L^+ - L^-) - (A^+ + A^-) \quad (3.3)$$

Yukarıdaki (3.3) denkliğindeki değişkenlerin alması gereken değerler ve hesaplanma şekilleri şöyledir (Janus ve Riera, 2010:5) :

$L^+ \geq 0$: Yükümlülüklerdeki Pozitif Değişimler (Gelen Yabancı Yatırımlar)

$L^- \geq 0$: Yükümlülüklerdeki Negatif Değişimler (Çıkan Yabancı Yatırımlar),

$A^+ \geq 0$: Varlıklardaki Pozitif Değişimler (Gelen Yerli/Yerleşik Yatırımlar).

$A^- \geq 0$: Varlıklardaki Negatif Değişimler (Çıkan Yerli/Yerleşik Yatırımlar).

Yukarıdaki denklem, bir ülkede görülen brüt sermaye varyasyonlarının dört temel kaynağını tanımlamaktadır. Buna karşılık önceki çalışmalarda kullanılan iki yönlü ayrıştırmalar yalnızca net girişi $\Delta L = (L^+ - L^-)$ veya net çıkışı ifade eden $\Delta A = (A^+ + A^-)$ varyasyonlarını dikkate almaktadır. Bu nedenle sermaye akımlarını ikili ayrıştıran, standart ayrıştırma yöntemi, yatırım ölçüsünü yatırımsızlıktan ayırma konusunda yanılığa düşer ve bu ikisini kusursuz değişkenler olarak kabul eder (Janus ve Riera, 2010; Forbes ve Warnock 2012; Broner vd., 2011).

Örneğin standart metodoloji Endonezya, Meksika ve Güney Kore'deki krizlerin büyük ölçüde sermaye girişleri sonucu ortaya çıktığına işaret etmiştir. Dörtlü ayrıştırmayla yapılan tahminlere göre ise, bahse konu krizlerin temelde yabancı yatırımsızlığına bağlı olarak ortaya çıktığı tespit edilmiştir (Janus ve Riera, 2010:4).

Ayrıca kriz esnasında Güney Kore'de yerli sermaye geri dönüşü ile birlikte büyük ölçüde yabancı sermaye çıkışının olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde 2008-2009 küresel krizi döneminde ABD ve İngiltere'ye de büyük oranlarda yerleşik sermaye geri dönüşlerinin olduğu yine bu yöntemle tespit edilmiştir (Janus ve Riera, 2010:4).

Sonuç olarak tanımlanan dört yönlü ayrıştırma yönteminin çift yönlü ayrıştırmaya göre pek çok ekonomik krizi gözlemsel olarak daha iyi açıkladığı gibi söz konusu kriz dönemlerinde sermaye akımlarındaki ani duruşları da daha iyi tahmin edebildiği gözlenmiştir (Janus ve Riera, 2010:7).

Böylece çalışmada deney ve gözleme dayanarak 1998-2013 yılları arasında Türkiye'ye giriş ve çıkış yapan brüt uluslararası sermaye akımlarının hareketleri, yukarıda anlatılan şekilde dörtlü ayrıştırma yöntemi kullanılarak incelenecektir.

4.2.2. Kriz Tahmini İçin Ampirik Literatür Taraması ve EMP Modeli Önerisi

Literatürde kriz dönemlerinde sermaye hareketlerinin yönünü belirlemek için model tahminin ilk aşamasında, krizi dönemlerinin ve kriz dönemlerinde değişen göstergelerin neler olduğunu belirlemek gerektiğinden bahsedilmektedir (Berg ve Pattilo, 1999).

Genel anlamda krizlerin ne zaman başlayacağını, ne zaman bittiğini ya da biteceğinin kestirilmesinde literatürde bazı güçlüklerle dikkat çekilmektedir. Çünkü krizler pek çok açıdan depreme benzemektedir. Deprem ne zaman olacağı tam olarak kestirilemezken, deprem meydana geldikten sonra yapılan bilimsel araştırmalarla nedenleri ve deprem uyarısı sinyalleri çıkartılabilmektedir. Ayrıca baz alınan krizlerin etki ve tesirinin ne zaman ortadan kalkarak, incelenen ekonomide ne zaman normal döneme girildiğinin anlaşılması açısından da bir kriz tahmin modeli kullanmak gerekmektedir (Berg ve Pattilo, 1999: 562).

Özellikle söz konusu dönemde sermaye hareketlerine neden olan itici ve çekici faktörlerdeki değişimlerin izlenmesi için kriz tahmin modellerinden yararlanarak kriz dönemlerinin ne zaman başlayıp ne zaman bittiğini ve durağan dönemlerde kriz göstergelerinin nasıl seyrettiğini önceden belirlemek gerekmektedir.

Literatürde finansal krizleri öngörmede ve dönemlerini tespit etmede kullanılan çok sayıda yöntem ve teknik olmasına rağmen, bu çalışmalar arasında dört farklı model ön plana çıkmaktadır. Aşağıdaki başlıklar altında bu model ve yaklaşımlar anlatılarak bu tez araştırması kapsamında kullanılacak olan EMP modeli anlatılmıştır.

4.2.2.1. Sinyal Yaklaşımına Dayalı Erken Uyarı Modelleri

Literatürde krizleri önceden kestirmek ya da kriz dönemlerini doğru şekilde tahmin etmek amacıyla geliştirilen modeller, “Erken Uyarı Sistemleri” (Early Warning Systems) olarak adlandırılmaktadır.

Erken uyarı sistemleri finansal krizlerin önceden tahmin edilmesine yönelik bir gözlemlene aracı olarak ortaya çıkmıştır. Genel bir tanımlama ile erken uyarı sistemleri ile finansal krizler ve bu başlık altında kur krizleri, bankacılık krizleri ve borç krizlerini tahmin etme amacıyla kullanılmaktadır (Lestano vd., 2003:2).

Krizlerin tahmin edilmesine yönelik olarak geliştirilen bu modellere temel teşkil eden husus, tarihi süreç içerisinde ortaya çıkan krizlerin dayandığı teorik altyapıdır. Bu teorik altyapı, aynı zamanda kriz modellerinde kullanılan değişkenlerin farklılaşmasına neden olmuştur (Kaminsky ve Reinhart 1999; Candelon vd., 2010). Örneğin birinci

jenerasyon modellerde krizin temel çıkış noktasının makroekonomik göstergelerdeki sorunlar olarak belirlenmesi, bu gruba dahil olan ülke örneklerinde kullanılan değişkenlerin makroekonomik göstergeler olmasını sağlamıştır (Lestano vd., 2003:3).

Öte yandan erken uyarı sistemlerinde ampirik çalışmaların çeşitli sınıflandırmalara tabi olduğu görülmektedir. Bu ayrımında rol oynayan hususlar, incelenen ülkenin grubu (gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş), kriz tanımlaması, kullanılan değişkenler, verilerin zamansal farklılıkları (haftalık, aylık ve yıllık), kriz tahmininde kullanılan zaman aralığı (6 ay, 1 yıl, 2 yıl) ve uygulanan istatistiki yöntemler olarak sınıflandırılabilir (Burkart ve Coudert, 2002:108).

Erken uyarı sistemlerinin uygulandığı çalışmalarda tek ülke ya da çoklu ülke örneklemleri yer almaktadır. Krizleri tahmin amacıyla kullanılan bu yöntemin, uygulama süreci içerisindeki gelişimin yaşanan krizlere göre farklılaştığı görülmektedir (Lestano vd., 2003:3).

Ayrıca kriz tahmininde kullanılan erken uyarı sistemlerinin farklılaştığı diğer bir alan, seçilen analiz tekniğidir. Bu bağlamda, kullanılan istatistiki yöntemeye dayalı olarak erken uyarı sistemlerini iki ana grupta toplamak mümkündür (Abiad, 2008:32):

Birinci grupta probit ve logit modelleri içeren parametrik tekniklerle kriz tahmin edilmeye çalışılırken; ikinci grup “öncü göstergeler” yaklaşımı olarak adlandırılmakta ve bu tür modellerde parametrik olmayan logit teknikleri uygulamaktadır (Bussiere ve Fratzscher, 2006:956).

Probit ve logit modellerin birlikte ya da ayrı ayrı uygulandığı öncü gösterge çalışmalarında, Eichengreen vd. (1995, 1996), Frankel ve Rose (1996), Eichengreen ve Rose (1998) kur krizlerini incelerken; Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998), bankacılık krizlerini incelemişlerdir. Öncü göstergeler yaklaşımındaki en önemli çalışmalar ise Kaminsky vd., (1998), Kaminsky ve Reinhart (1999), Edison (2000) olarak sıralanabilir. Bu modellere alternatif geliştirilmesi ve iki modelin karşılaştırılması ise Berg ve Pattillo (1999) tarafından yapılmıştır (Kumar vd., 2003).

Literatürde sayılan öncü gösterge araştırmalarında üç temel model kullanıldığı görülmektedir: Bunlardan ilki olan Kaminsky vd. (1998) tarafından geliştirilen “öncü göstergeler” modeli, birçok finansal ve ekonomik değişkeni inceleyerek, onları çeşitli eşik değerlere göre sinyallere çevirmektedir. Ayrıca Kaminsky vd. (1998) yaptığı kriz tahmin çalışmalarında, modelde yer alan her bir makroekonomik ve finansal değişken ayrı olarak

incelenmekte, buna göre krizin oluşma ihtimalinin yükselip yükselmediğine karar verilmektedir (Kaminsky vd., 1998).

Öncü göstergeler modellerinden ikincisi, “sınırlandırılmış bağımlı değişken logit/probit modelleri”dir. Bu modeller, açıklayıcı değişkenlerin doğrusal olmayan etkilerini araştırmaktadır. Örneğin rezerv yeterliliğinde belirli bir bozulma, bunun sonucunun kısa vadeli borcu karşılayıp karşılayamamasına bağlı olarak endişeleri artırıcı olabilmektedir.

Modellerden üçüncüsü ise “sürekli endeks modelleri”dir. Sürekli endeks modelleri hem kriz olasılığını hem de beklenen yoğunluğunu ortaya koyar. Sınırlandırılmış bağımlı değişken logit/probit modelleri model ülkenin yükümlülük ve likidite göstergeleri ile açıklanırken, son model yayılma etkileri ve rezerv yeterliliği ile açıklamaktadır.

Kısaca özetlemek gerekirse gerek probit-logit gerekse öncü göstergelere dayanan erken uyarı sistemlerine ilişkin modellerin hepsi, hem kullandıkları teknik hem de değişkenler açısından birçok farklılıkları içermektedir. Bununla birlikte hepsinin 90’lı yılların sonuna doğru yaşanmaya başlayan krizlerin belirleyicisi olabilecek göstergeleri ve bu dönemdeki krizin tam zamanını doğru bir şekilde tahmin etmeye yönelik hedefleri noktasında birleştiklerini belirtmek gerekmektedir (Karoçer ve Alptekin, 2006:242)

Krugman modeli sonrasında geliştirilen modellerde üretim ile yurt içi ve dışı faiz oranları kriz göstergeleri olarak alındığı görülmektedir (Özkan ve Sutherland, 1995). Sabit kuru sürdürmek için yurt içi faizlerde artış, hükümetlerin finansman maliyetlerinin yükselmesine yol açar, bu da sabit paritenin terk edilmesini tetikler. Diğer taraftan, yüksek faizin bankacılık sistemini zayıflatabildiği, dolayısıyla para otoritelerinin bankacılık sistemi yükümlülükleri üzerine açık veya zımnî resmi garantinin neden olduğu iflas maliyetlerine katlanmaktansa devalüasyon yapmayı tercih ettikleri bir durumun ortaya çıkacağı ifade edilir (Velasco, 1987; Calvo vd., 1995).

Kendi kendini besleyen kriz modelleri ise yayılma etkileri üzerine yoğunlaşmaktadır. Bir devalüasyonun ticaret ortağı diğer ülkelerde rekabet gücünde zayıflamaya yol açtığı ve bu etkilerin de ekonomik temellerden kaynaklanmadığı vurgulanır (Kaminsky vd., 1998: 5-6).

Bu araştırmada esas alınan sinyal yaklaşımına göre krizlerin önceden öngörülmesinde kullanılan öncü göstergeler krize en çok hangi etkenlerin neden olacağı konusundaki inançlarla yakından ilişkilidir (Özer, 1999:47). Ancak hiçbir ekonomik gösterge tek başına kriz yaşanıp yaşanmayacağı konusunda sağlıklı bir tahminde

bulunmaya yetmemektedir. Bununla beraber, önemli ekonomik göstergelere dayalı birkaç erken uyarı sisteminin, durumun kötü olduğunun göstergesi ve finansal krizin her an ortaya çıkabileceği konusunda bir ipucu vermesi kuvvetli bir ihtimaldir.

Öte yandan sinyal yaklaşımına göre hangi parametrelerin krizlerin göstergesi olabileceği konusunda yapılan çalışmaların en geniş ve en ayrıntılı olanı Kaminsky ve Reinhart'ın (1996) ve Kaminsky (1998)'da yaptığı çalışmalardır. Bu çalışmalarda, 1975-1990 arası 15 gelişmekte ve 5 gelişmiş ülkede görülen 76 döviz krizi incelenerek, hangi parametrelerin kriz öncesi sinyal sayılabilecek değişiklikler yaşadığı incelenmiştir. Bu çalışma sonucunda elde edilen kriz göstergeleri ve eşik değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir (Karoçer ve Alptekin, 2006:243):

Tablo 4. Sinyal Yaklaşımına Göre Kriz Göstergeleri ve Kritik Değerler

Kriz Göstergesi	Kritik Değer
Uluslararası Rezervler (USD)	10% (-)
İhracat (USD)	10% (-)
Dış Ticaret Haddi	11% (-)
Reel Döviz Kuru (%)	10% (+)
Aşırı Reel M1	17% (+)
M2 Çarpanı	17% (+)
Yurt İçi Kredi/GSYİH	19% (+)
Reel Mevduat Faiz Oranı	15% (+)
M2/Brüt Uluslararası Rezervler	10% (+)
Sanayi Üretim Endeksi	10% (-)

Kaynak: Karoçer ve Alptekin, 2006:243.

Eğer yukarıdaki tabloda gösterilen bir değişken krizden belirli bir dönem önce (12 veya 24 ay gibi) kriz olacağına yönelik bir sinyal verirse, bu değişkenin iyi bir öncül kriz göstergesi olduğuna karar verilmektedir (Karoçer ve Alptekin, 2006:244).

Ancak bu modelin temel eksikliği, değişkenlerin kritik bölgeye hareketinin gözlenemediği zamandır ki, bu durum da bilgi eksikliğinden kaynaklanabilmektedir (Candelon vd., 2010). Ayrıca bu modelin krizlerde son yıllarda etkili olan dışsal faktörlere yeterince yer vermemiş olması da bu çalışmanın modeli olarak kullanılmasında sorunlara neden olacağı değerlendirilmektedir (Kaminsky vd., 1998).

Örneğin Berg ve Pattillo (1999) bu sinyal yaklaşımına dayalı erken uyarı yönteminin bir takım dezavantajlarının bulunduğunu belirtmekte ve bu yüzden sinyal yaklaşımının örneklem dışı öngöründe başarısız sonuçlar verdiğini ileri sürmektedir. Bu

açından değerlendirildiğinde, sinyal yaklaşımının 1997 Asya krizini öngörmede başarısız olduğu örnek olarak belirtilmektedir (Berg ve Pattillo, 1999).

Bu yönetime yönelik bir diğer eleştiri ise, modellerde dışsal değişken olarak bağımsız değişkenler kullanılmamasıdır. Bu durum sinyal yaklaşımında bilgi kaybının ortaya çıkma ihtimalini arttırmaktadır ve krizin asıl nedeninin tespitinde yanlılgılara sebep olabileceğine işaret etmektedir (Van den Berg vd., 2008).

4.2.2.2. İkili Lojistik Regresyon Modeli (İLR Modeli)

Krizleri öngörmede sıklıkla kullanılan bir diğer yöntem ise ikili lojistik regresyon analizi modelidir. Nitekim literatürde yer alan birçok çalışma *sinyal yaklaşımı ile İLR analizini karşılaştırmış ve ikili lojistik regresyon analizinin daha üstün sonuçlar verdiğini* belirtmiştir (Berg ve Pattillo, 1999; Kumar vd., 2003; Van den Berg vd., 2008; Beckmann vd., 2006; Davis ve Karim, 2008).

Bu yöntemde bağımlı değişken “kriz dönemi” ve “normal dönem” olarak sınıflandırılmaktadır (Kumar vd., 2003). Bu iki dönem sıfır ve bir gibi iki durum alan kukla değişkenler regresyon analizlerinde bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak kullanılabilirler. Özellikle anket verilerine dayalı analizlerde kukla değişkenlerin daha sıklıkla kullanıldığı görülmektedir (Berg ve Pattillo, 1999).

İLR modelinde diskriminant analizinden farklı olarak bağımsız değişkenler için normal dağılım ve kovaryanslarının her grup düzeyinde eşit olması varsayımı aranmamakta ve hesaplama yöntemi olarak en yüksek olabilirlik (Maksimum Likelihood) tekniği kullanılmaktadır (Akkaya ve Pazarlıoğlu, 2000; Albayrak, 2006:439; Tarı, 2007:167). Ayrıca İLR analizinin tahmin edilen parametrelere göre doğrusal olduğunu gösterebilmek için “Lojistik Dağılım Fonksiyonu” formülünden yararlanılmaktadır (Akkaya ve Pazarlıoğlu, 2000:175).

Öte yandan ikili lojistik regresyon analizine getirilen en büyük eleştiri bağımlı değişkeni 0 ve 1 gibi kesikli değişkene dönüştürürken bilgi kaybının ortaya çıkmasıdır (Beckmann vd., 2006). Özellikle bu şekilde bir dönüştürme yapıldığında döviz kuruna yönelik başarısız spekülasyon ataklar göz ardı edilmektedir (Davis ve Karim, 2008).

Lojistik regresyonun bir diğer dezavantajı ise hata terimleri arasında yapay ardışık bağımlılık sorunun ortaya çıkmasıdır (Beckmann vd., 2006). Özellikle kriz penceresinin kullanıldığı durumlarda kriz kukla değişkeni kriz döneminden itibaren geriye yönelik 12

veya 24 aylık dönem için bir değeri almaktadır. Bu durum ise İLR modelinde yapay ardışık bağımlılık sorununa yol çatığı gerekçesiyle eleştirilmektedir (Beckmann vd., 2006).

Van den Berg vd. (2008) bu sorunun üstesinden gelebilmek için ardışık bağımlılık ve değişen varyans için güvenilir standart hata tahminleri veren varyans kovaryans matrisinin kullanılmasını önermişlerdir (Van den Berg vd., 2008).

4.2.2.3. Markov Rejim Değişimi Modeli (Markov Regime Switching-MRS)

Lojistik regresyon analizindeki sorunları bertaraf edebilmek için son yıllarda literatürde yer alan kriz modellemesi çalışmalarında “Markov rejim değişim” (Markov regime switching-MRS) modelini kullanılmaya başlanmıştır (Fratzscher, 1999; Jeanne ve Masson, 2000; Cerra ve Saxena, 2002; Martinez-Peria, 2002; Abiad, 2008; Kittelmann vd., 2006; Knedlik ve Scheufele, 2008; Mouratidis, 2008).

Aslında Markov Rejim Değişim modelleri uzun yıllardır uygulamalı iktisatçılar tarafından kullanılan bir yöntemdir ve rejim değişim modellerine ait ilk çalışmalar Quandt (1958), Goldfeld ve Quandt (1973) ve Hamilton’a (1989) dayanmaktadır. Bilgisayar yazılımlarının artması ile birlikte bu alanda yapılan uygulamalar son 20 yılda önemli bir ivme kazanmıştır. Bu bağlamda Markov rejim değişim (MRS) modeli Hamilton (1988 ve 1989) tarafından faiz oranlarına ve GSYİH serisine, Cecchetti vd. (1990) tarafından hisse senedi piyasası endeks getirilerine ve Engel ve Hamilton (1990) tarafından döviz kurlarına yönelik çalışmalarda uygulanmıştır.

MRS modeli ile finansal krizleri öngörmeye yönelik ilk çalışmalar ise Fratzscher (1999), Jeanne ve Masson (2000), Cerra ve Saxena (2002), Martinez-Peria (2002) ve Abiad’a (2008) dayanmaktadır. Son yıllarda Kittelmann vd. (2006), Knedlik ve Scheufele (2008) ve Mouratidis (2008) MRS modelini kullanarak finansal krizleri öngörmeye çalışmışlardır.

Markov rejim değişim modelinde kriz dönemlerini önceden belirlemeye gerek kalmamakta, çünkü model normal ve kriz dönemleri geçiş olasılıklarına göre eş zamanlı olarak tahmin etmektedir (Kittelmann vd., 2006; Knedlik ve Scheufele, 2008; Mouratidis, 2008). Ayrıca MRS modelinde bağımlı değişken sürekli bir değişken olarak dikkate alındığından herhangi bir dönüştürmeye gerek kalmamakta ve buna bağlı olarak ortaya çıkabilecek bilgi kaybı bertaraf edilmiş olacaktır (Kittelmann vd., 2006).

Finansal krizleri MRS modeli ile tahmin edebilmek için, MRS modelinin doğrusal modele göre veriyi daha iyi temsil etmesi gerekmektedir (Cerra ve Saxena, 2002).

Doğrusal modelin veriyi daha iyi temsil etmesi durumunda finansal krizleri tahmin etmede doğrusal olmayan yöntem ve tekniklerin kullanılması bir anlam ifade etmeyecektir (Martinez ve Peria, 2002). Bu nedenle MRS modelinde bağımlı değişken olarak dikkate alınan kur baskı endeksini hangi modelin (doğrusal ve MRS modelleri) daha iyi temsil ettiğinin araştırılması gerekmektedir (Abiad, 2008).

Bu kapsamda modelin doğrusal regresyon modeline göre veriyi daha iyi temsil edip etmediğini belirlemek amacıyla LR (Likelihood Ratio-Benzerlik Oranı) testi uygulanmaktadır (Krolzig, 1997). LR testinde sıfır hipotez MRS modelinin veriyi iyi temsil etmediğini, alternatif hipotez ise iyi temsil ettiğini belirtmektedir. Böylece LR testinde sıfır hipotezin ret edilmesi MRS modelinin kur baskı endeksini doğrusal regresyon modeline göre daha iyi tahmin ettiğini belirtecektir.

4.2.2.4. Multinomial Lojistik Regresyon Modeli (MLR)

Krizleri tahmin etmeye yönelik literatürde yer alan bu modellere ek olarak, Multinomial Lojistik Regresyon (MLR) modelini önerilmiştir (Hosmer ve Lemeshow, 2000; Bussiere ve Fratzscher, 2006; Long ve Freese, 2011).

Bussiere ve Fratzscher (2006) literatürde yaygın olarak kullanılan “normal dönem” ve “kriz dönemi” sınıflamasının model tahminlerinde önemli sapmalara yol açabileceğini belirtmiştir. Hosmer ve Lemeshow, (2000) ise “kriz sonrası” dönemde birçok makroekonomik ve finansal değişkenin ortalaması ve varyansının diğer dönemlere göre önemli derecede farklılaştığını, bu nedenle de krizleri öngörmeye iki durumlu lojistik modelin yetersiz kalabileceğini belirtmişlerdir. Buna gerekçe olarak ise her iki araştırmacı ülkeye özgü makroekonomik ve finansal değişkenlerin davranışlarının normal dönem ile kriz sonrası dönemde birbirinden farklılaşabileceğini göstermiştir (Hosmer ve Lemeshow, 2000: 261-264, Bussiere ve Fratzscher, 2006:114).

Bu nedenle Bussiere ve Fratzscher (2006) kriz sonrası dönemin ayrı bir rejim olarak ele alınması gerektiğini belirterek, kriz dönemlerini “normal dönem”, “kriz dönemi” ve “kriz sonrası dönem” olmak üzere üç dönem halinde sınıflandırmışlardır (Bussiere ve Fratzscher, 2006:115).

Bussiere ve Fratzscher (2006), geliştirdikleri üç durumlu Multinomial Lojistik Regresyon (MLR) modeli, krizleri öngörmeye İLR modele göre daha başarılı olduğu sonucuna varmışlardır (Bussiere ve Fratzscher, 2006:118). Özellikle erken uyarı sistemleri çerçevesinde MLR modelinin kullanılması sadece makroekonomik ve finansal

değişkenlerin krizlerin oluşumunda nasıl bir rol oynadığını değil aynı zamanda söz konusu bu değişkenlerin krizin bitiş dönemini de iyi bir şekilde kestirip kestiremediği belirleme olanağı sunacağı da ifade edilmektedir (Long ve Freese, 2011:172).

MLR modelinde genellikle modelde yer alan matematiksel gösterimlerde kolaylık sağlaması açısından bağımlı değişkenin 0, 1 ve 2 olmak üzere üç farklı durum aldığını varsayılmaktadır. Bu bir kural olmamakla birlikte literatürdeki çalışmalar genelde bağımlı değişkenin 0 değerini aldığı kategoriyi temel sınıf olarak kullanmaktadır. Bu nedenle $Y = 0$ temel sınıf olarak dikkate alınır, $Y = 1$ ve $Y = 2$ lojistik regresyonları söz konusu bu temel kategoriye göre elde edilmiş sonuçları verecektir (Bussiere ve Fratzscher, 2006:109).

4.2.3. EMP İle Kriz Tahmin Modeli Önerisi

Yukarıdaki anlatımlarda görüldüğü üzere literatürde krizlere ilişkin ampirik çalışmalar farklı teknik yöntemlere göre sınıflandırılmaktadır. Kriz literatüründe son dönemde yapılan araştırmalarda ise krizlerde etkili olan faktörlerin değerlendirilmesine yönelik “kur veya döviz baskı endeksi” kullanıldığı görülmektedir.

Özellikle bu tür araştırmalarda dalgalı kur sisteminin benimsendiği günümüz ekonomilerinde ulusal paraların dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte yurt içi faiz oranlarında önemli artışlara ve/veya uluslararası rezervlerde önemli kayıplara yol açan spekülasyonların başlamasının krize neden olduğu ifade edilmektedir.

Kriz dönemlerinin tespitinde spekülasyon atak modelleri finansal ve parasal genişleme, fiyat rekabetinde azalma, cari işlem açıkları ve uluslararası rezervlerde kayıplar vb. finansal faktörleri dikkate alarak çok gerçekçi sonuçlara ulaşmayı sağlamaktadır (Frankel ve Rose, 1996: 354). Bu faktörler dikkate alındığında ise, yurt içi faiz oranlarında önemli artışlara ve/veya uluslararası rezervlerde önemli kayıplara yol açan spekülasyon atak kriz olarak tanımlanmaktadır (Kaminsky vd., 1998:11).

Örneğin; Özkan ve Sutherland (1995), Frankel ve Rose (1996), Kaminsky vd. (1998), Calvo (1998), Berg ve Pattillo (1999), Kaminsky ve Reinhart (1999), Abiad (2008), Lestano vd. (2003) Mariano vd. (2004), Bussiere ve Fratzscher (2006), Çepni ve Köse (2006), Hutchison ve Noy (2006) Kraay vd., (2005) Lane vd., (2007), Janus ve Riera (2010); çalışmaları hem kriz dönemlerinin tespitinde hem de kriz-sermaye hareketi ilişkisini açıklama yönünde “spekülasyon atak modeli” (Exchange Market Pressure- EMP) kullanılarak, kriz-sermaye ilişkisini açıklama açısından oldukça önemli bulgulara ulaşıldığı görülmektedir.

Bu çerçevede yukarıda sıralanan araştırmalar ışığında bu tez kapsamında kriz dönemlerini ve krize neden olan değişkenlerin etkisini belirlemek amacıyla; makroekonomik ve finansal değişkendeki oluşan bir “spekülatif atak modeli” (EMP) önerilecektir (Eichengreen, vd., 1995 ve 1996; Kaminsky vd., 1998; Edison, 2000).

Tez araştırmasında önerilen EMP modelinde esas alınan kriz tanımlaması ise, “Paraya yönelik atakların paranın ani bir değer kaybına, uluslararası rezervlerde önemli bir azalışa ve ülkedeki ulusal faiz oranlarındaki önemli yükselişlere, ikisinin veya üçünün de birlikte negatif şekilde görünümüne yol açan durum” olarak tanımlanacaktır (Eichengreen, vd., 1995 ve 1996; Kaminsky vd., 1998; Edison, 2000).

Bu tanıma uygun modelde öncelikle belirlenen değişkenlerin kriz oluşumundaki etkisini gösteren bir tahmin eşitliğinden yararlanılması yoluna gidilecektir. Ancak kriz dönemlerinin tespit edilmesiyle birlikte aşağıdaki denklem aracılığıyla krizi belirleyen faktörlerin neler olduğu araştırılacaktır. Burada eşitliğin sol tarafında yer alan *Kriz* değişkeninin değerleri EMP modelinden elde edilecektir.

$$Kriz = \alpha_0 + \alpha_1 M2/GSYIH + \alpha_2 \% \Delta e + \alpha_3 \% \Delta D + \alpha_4 \% R + \alpha_5 \% F + \alpha_6 X/M + \alpha_7 (\% \Delta yurttiçikredgr/GSYIH) + \alpha_8 \% \Delta ENF + \alpha_9 BIST + \alpha_{10} \Delta NetHata + \varepsilon \quad (3.4)$$

Krizi tanımlayan bu eşitlikteki açıklayıcı değişkenler olarak;

<i>M2/GSYIH</i>	: Ekonomideki dolarizasyon;
<i>%Δe</i>	: Nominal döviz kurundaki yüzdelerik değişim oranı;
<i>%ΔD</i>	: Ekonomideki yüzdelerik büyüme oranı;
<i>%ΔR</i>	: Rezervlerde yüzdelerik değişim oranı;
<i>%F-INDIFF</i>	: Aylık faiz değişimi;
<i>X/M</i>	: İhracatın ithalatı karşılama oranı;
<i>%Δyurttiçikredgr/GSYIH</i>	: Yurt içi kredilerdeki geri dönüşlerin GSYİH oranının yüzdelerik değişimi;
<i>%ΔENF</i>	: Enflasyon oranındaki yüzdelerik değişim;
<i>BIST</i>	: İstanbul Borsa 100 Endeksi getirisi
<i>ΔNetHata</i>	: Net hatadaki değişim oranı;

kullanılacaktır (Kaminsky vd., 1998:13).

EMP Modeline göre kriz kavramı tanımlandıktan ve açıklayıcı değişkenler belirlendikten sonra, belirlenen değişkenlere göre baskı endekslerinin oluşturulmasına geçilecektir.

Bunun için Eichengreen, vd., (1995 ve 1996) ile Kaminsky vd., (1998) araştırmaları esas alınarak, Türkiye ekonomisinde baz alınan dönemlere ilişkin mevcut döviz rezervlerindeki yüzde değişimler, nominal kurlardaki yüzde değişimlerin ağırlıklı ortalamaları ve son olarak yurt içi faizlerdeki değişimlere göre bir kriz endeks dönemi hesaplanmıştır.

Bu çerçevede hesaplanan EMP endeksi (EMP), kurlar, rezervler ve faizlere göre oluşturulan bir kukla değişkendir (Eichengreen vd., 1996). Bu durumda;

$$dpbt > 0,25\sigma_{dpb} + \mu_{dpb} \text{ ise kriz var (kukla değişken 1 verilir)}$$

$$dpbt \leq 0,25\sigma_{dpb} + \mu_{dpb} \text{ ise kriz yok (kukla değişken 0 verilir)}$$

Yukarıdaki σ_{EMP} ve μ_{EMP} sırasıyla örnek standart sapması ve EMP'nin örnek ortalaması olup, $dpbt$ ise eşik değeri göstermektedir. Baskı endeksi ortalamasının üstünde 0,25 standart sapmadan daha fazla olduğunda, değişkenin eşik değeri aşımamasına bağlı olarak kriz endeksi oluşturulmakta ve buna bağlı olarak krizin tahmini yapılmaktadır.

Ancak daha etkili sonuçlara ulaşmak için Kaminsky vd., (1998), Berg ve Pattilo (1999) ve Edison (2001) ise standart sapmayı (2,5) ile çarpıp ortalamayı ekleyerek değil; (3) ile çarpıp ortalamayı ekleyerek eşik değer belirleme yoluna gitmişlerdir (Kaminsky vd., 1998:24; Berg ve Pattilo, 1999:563-564; Edison, 2001:15-17).

Ancak belirlenen döviz piyasası baskı endeksinde döviz kurlarındaki değişimin pozitif ve rezerv değişmelerinin negatif ağırlığa sahip oldukları dikkate alındığında, hem döviz kurundaki değer kayıplarının (depreciations) hem de rezervlerdeki azalışların döviz piyasası baskı endeksinin değerini yükselteceği değerlendirilmektedir (Eichengreen vd., 1996). Bu yüzden EMP'nin belirli bir eşik değerinin üzerine çıktığı dönem kriz olarak dikkate alınması daha doğru olacaktır (Edison, 2001:10-11; Kaminsky vd., 1998: 24).

Bu durumda; araştırma kapsamında önerilen EMP modelini şu şekilde formüle etmek mümkündür:

$$EMP_t = \% \Delta e_t - \alpha_1 \% \Delta r_t + \alpha_2 \Delta i_t \quad (3.5)$$

Formül (3.5)'deki; (e) , t zamanındaki nominal döviz kurunu; (r) , rezervleri ve (i) , t zamanındaki yurtiçi nominal faiz oranlarındaki değişimini, α_1 nominal kur değişim oranının standart sapmasının, rezervlerdeki nispi değişimin standart sapmasına oranını ve α_2 nominal kur değişim oranının standart sapmasının, yurtiçi nominal faiz oranlarındaki değişimin standart sapmasına oranını göstermektedir.

Buraya kadar anlatılanları özetlemek gerekirse, öncelikle literatürde yapılan kriz tahmin modellerinde genellikle bağımlı değişken olarak kriz tanımlaması yapılmasından hareketle “Döviz Piyasası Baskı Endeksi” modeline uygun bir kriz tanımlaması yapılmış; bu krize uygun bir denklik kurulmuş; daha sonra ise Kaminsky vd., (1998), Berg ve Pattilo (1999), Edison (2001) tarafından belirlenen kriz endeksinin ortalaması ile endeksin standart sapmasının 0,25 katı olarak krizin eşik değeri belirlenerek, bu eşik değere bağlı olarak kriz olduğu ve olmadığı dönemler ayrıştırılması yapılması planlanmıştır. Böylece incelenen döneme ilişkin daha fazla kriz döneminin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Böylece Türkiye’de 1998-2013 yılları arasında geçen zaman diliminde EMP modeli aracılığıyla kriz dönemlerinin (kriz öncesi, kriz sonrası ve kriz devam süresi) tespit edilmesi ve söz konusu krizlere neden olan ekonomik ve finansal değişkenlerin ARDL (Otoregresif Dağıtılmış Gecikme) sınır testi ile arasındaki ilişkinin tespiti planlanmaktadır.

4.2.4. Model ve Analizlerde Kullanılan Değişkenler

Araştırmada kullanılacak değişkenleri kısaltmalarıyla birlikte tanımlamak yerinde olacaktır. Araştırma kapsamında değişkenler ve bunlara ilişkin veri setleri, sermaye ayrıştırması, EMP ve ARDL modellerine dayalı yapılması planlanan analizlerde kullanılmak üzere seçilmiştir.

Türkiye’nin ödemeler dengesi istatistikleri, IMF’nin tüm üye ülkeleri için tavsiye niteliğinde öngördüğü uluslararası standart ve ilkelere dayanmaktadır. Ödemeler dengesi istatistikleri 1992 yılı verilerinden itibaren ise aylık olarak TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü’nce yayımlanmakta olup Finans Hesapları’nın derlenmesinde kullanılmaktadır (TCMB, 2015).

Ayrıca araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin veriler Borsa İstanbul, TÜİK ve TCMB resmi sitelerindeki “Veriler” menüsü altında “İstatistikler” alt menüsünde yer alan “Elektronik Veri Dağıtım Sistemi” (EVDS) aracılığı ile zaman serileri olarak erişilerek araştırmaya dahil edilmiştir.

Bu anlamda tez araştırması kapsamında brüt sermayenin dörtlü ayrıştırmasında, kriz dönemlerinin tespiti için önerilen EMP ve ARDL modellerinde kullanılacak değişkenler aşağıdaki tabloda veriler elde edildiği kaynaklarla birlikte gösterilmiştir:

Tablo 5. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Veri Kaynakları

DEĞİŞKENİN ADI	KISALTMASI	DEĞİŞKENİN VERİ KAYNAĞI
Borsa İstanbul Getirisi	BIST	http://www.borsaistanbul.com
Borsa İstanbul 100 Endeksi	BIST RETURN	http://www.borsaistanbul.com
Aylık faiz değişimi	(%F-INDIFF)	http://evds.tcmb.gov.tr
İthalatın İhracatı Karşılama Oranı	X/M	http://www.tuik.gov.tr
Ekonomideki Büyüme	(D)	http://www.tuik.gov.tr
Rezervlerdeki Değişimi	(%ΔR)	http://evds.tcmb.gov.tr
Gayri Safi Milli Hâsıla	GSMH	http://www.tuik.gov.tr
Gayri Safi Yurt İçi Hasıla	GSYİH	http://www.tuik.gov.tr
Nominal Döviz Kurlarındaki Değişim	e	http://evds.tcmb.gov.tr
Enflasyon Oranı Değişimi	(%ΔENF)	http://www.tuik.gov.tr
Döviz Cinsinden Para arzının GSYİH Oranı	M2/GSYİH	http://evds.tcmb.gov.tr
Ekonomideki Dolarizasyon	M2/TL	http://evds.tcmb.gov.tr
Yurt İçi Kredilerin GSYİH Oranı	YURTİÇİKREDİLER/GSYİH	http://evds.tcmb.gov.tr
Net Hata Noksan Kalemi	NETHATA	http://www.tcmb.gov.tr

Tablo gösterilen değişkenlerle ilgili kısa açıklamalar aşağıda sunulmuştur:

BIST: Borsa İstanbul'un baz alınan periyottaki toplam getirisini ve **BIST RETURN** Borsa İstanbul 100 endeksindeki değişimi ifade etmektedir. Borsa endeksindeki artış kriz öncesinde finansal varlıklara artan talebin fiyatları yükseltmesinden kaynaklanır. Bunun yanında emtia, konut ve diğer varlık fiyatlarında da önemli artışlar oluşur. Bu artışlar gereğinden fazla olursa finansal balon oluşabilir.

Aylık faiz değişimini (%F-INDIFF) göstermektedir. Sermaye ve kaynak gereksiniminin arttığı zamanlarda faiz oranlarındaki artış reel faizlerin de yükselmesine neden olur. Özellikle spekülatif atakların önlenmesi ve sermaye girişinin teminat altına alınması amacıyla faiz oranlarında bir artış görülebilmektedir. Reel faiz oranlarında

yükselme, finansal sektör dışındaki özel sektörü, özellikle de yüksek oranda borçlu olan şirketleri olumsuz etkileyecektir. Ayrıca yüksek reel faizler, likidite darlığından kaynaklanabilir. Faiz oranları, spekülasyon bir atak karşısında da artırılmış olabilir ve kriz beklentileri de faiz oranlarının yükselmesine neden olabilir.

X/M: İthalatın ihracatı karşılama oranını göstermektedir. Yerel paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle kriz öncesi ihracat azalabilir. İhracattaki azalma dış ticaret dengesini ve dolayısıyla cari işlemler dengesini kötüleştirir. İhracatı karşılama oranı da bundan olumsuz etkilenir ve düşüş gösterir. Özellikle doğrudan yatırımların girişlerindeki artışın yanı sıra baz alınan dönemde cari açığı kapatma amacıyla kullanılan döviz rezervlerindeki değişimi anlama açısından önemli bir göstergedir.

Rezervlerdeki değişim oranı (%ΔR): Rezervlerdeki değişimi göstermektedir. Rezervlerdeki değişim, yurt dışında ve yurt içinde yerleşik kişilerle döviz üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin tümünü yansıtmaktadır. Merkez Bankasının spekülasyonörlerin hareketlerine karşı hamle yapma gücü ve yeteneğinin olup olmadığını göstermesi açısından önemli bir göstergedir. Ülkedeki mevcut döviz rezervlerinin durumu ve bu rezervlerdeki ani azalmalar önemli bir kriz göstergesidir. Örneğin 2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizlerinde Merkez Bankası rezervleri etkisiz kalmıştır.

Ayrıca döviz rezervlerinin hem miktarı hem de niteliği krizin boyutlarını anlama ve krizin olumsuz etkisini azaltma noktasında önemli bir strateji geliştirme aracıdır. Çünkü döviz rezervlerini yüksek tutmak finansal krizlerden korunmada önemli rol oynamakta, kriz durumlarında mevcut rezervleri kullanarak müdahale etme imkânı bulunmaktadır. Dolayısıyla kriz dönemlerindeki döviz hareketlerine niteliğine göre bakıldığında hem krizin boyutu hem de neden olduğu sermaye hareketinin yönü anlaşılabilir. Bu anlamda bir ülkenin döviz rezervlerinin kısa vadeli yükümlülükleri rahatlıkla sağlıyor durumda olması muhtemel borç ödemelerinin belirtilen vadelerde ve belirtilen tutarda yapılmasını sağlayacaktır.

Ekonomideki büyüme (D): Türkiye'nin baz alınan periyottaki Reel GSYİH'deki büyümeyi göstermekte olup, $Ln(Y(t)) - Ln(Y(t-4))$ formülündeki çeyrek yüzdelerlik değişim olarak tanımlanmaktadır. Büyümenin hesaplanmasında Gayri Safi Milli Hâsıla (GSMH) ile Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla (GSYİH) oranlarındaki değişimlere ilişkin verilerden yararlanılmıştır. Öncelikle bu veriler nominal reel GSYİH'e dönüştürülecek daha sonra ise Merkez Bankası'ndaki nominal döviz kuru oranını kullanarak TL'ye çevrilecektir. Böylece baz alınan kriz dönemlerinde ülkenin büyüme oranını hesaplanacaktır.

ENF kısaltması TÜFE'ye endeksli enflasyon oranını gösterir. Ülkedeki enflasyon oranının aylık değişimini göstermektedir. Yüksek nominal faiz oranları ile ilişkili olması muhtemel olan ve ekonomiyi ve bankacılık sistemini çeşitli yollarla olumsuz etkileyen makroekonomik anlamdaki kötü yönetimi temsil edebilen bir göstergedir. Örneğin 2001 krizinde ani bir şekilde artan enflasyon rakamları, daha sonraki süreçte azalışa geçmiş ve uygulanan istikrar programlarının yansımaları olarak yıllık tek haneli rakamlara doğru yönelim göstermeye başlamıştır.

Nominal döviz kurlarındaki değişimi gösteren (e) nominal efektif döviz kuru endeksinin ülkedeki ulusal fiyat veya maliyet nispi hareketlerine uyarlanmasını temsil etmektedir. Özellikle yerel paranın aşırı değerlenmesi ampirik çalışmaların büyük çoğunluğuna göre parasal krizlerin önemli bir habercisidir. Aşırı değerli reel döviz kurunun krize neden olma mekanizması; bankaların, diğer banka dışı finansal kuruluşların ve reel sektörde yer alan işletmelerin döviz pozisyonlarında ortaya çıkan açıklıklar nedeniyle bankacılık krizlerine yol açması şeklinde işlemektedir. Döviz kuru artışının sınırlı olduğu dönemlerde ki bu dönemler daha çok sabit döviz kurunun benimsenmiş olduğu dönemlerdir döviz pozisyonları açılmaktadır. Dolayısıyla yukarıda değinilen dönemin sonlarına doğru döviz borçlanmalarının vadeleri iyice kısaltmakta ve kur riski neredeyse tamamen ihmal edilmektedir. Öte yandan, uluslararası fon yatırımcıları, ülke piyasalarındaki yatırımların marjinal getirileri uluslararası sermayenin marjinal maliyetine eşit hale gelmeye başladığında döviz kurunun da aşırı değerlenmiş olduğunu ve sistemde mevcut risklerin söz konusu nedenlerle artması nedeniyle pozisyonlarını değiştirmektedirler.

M2/GSYİH: Döviz cinsinden para arzının Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranının göstermektedir. M2 para çarpanı finansal serbestleşmenin göstergelerinden biridir. Bankaların zorunlu karşılık oranları düşürüldükçe para çarpanı büyüyecektir. Bu da paranın dolayısıyla para arzının büyümesine neden olacaktır. Öte yandan kriz beklentisinde dikkate alınan M2 para arzının Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya oranının yüksek olması, kendi kendini besleyen krizlerin ortaya çıkma olasılığını artırmaktadır. Bu parasal büyüme tüketim üzerinde katalizör etkisi yaparak muhtemel bir krizin başlamasını hızlandırmaktadır. Burada "çarpan etkisini" de göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Gerek üretimin iyi olduğu bir yaz mevsimi geçirilmesi, gerekse ulusal paranın reel olarak önemli miktarda değerlenmesi neticesinde özellikle dayanıklı tüketim mallarında ve

otomotiv sektöründe satışlarda önemli artışlar meydana gelebilmesi krizin tetikleyicisi olabilmektedir.

M2/TL: Ekonomideki dolarizasyonu gösteren M2'nin TL'ye oranı olası bir kriz durumunda döviz talebinin ne ölçüde karşılanabileceğinin göstergesidir. Döviz rezervindeki artış ise spekülasyon bir atağa ya da kriz öncesi oluşacak büyük miktarlardaki döviz talebine karşı önlem niteliğindedir. Çünkü döviz rezervleri zayıf olan ekonomilerin krize direnme gücü çok sınırlı olacaktır. Ayrıca kriz sürecinde yabancı yatırımcının döviz talep ederek çıkması döviz rezervini azaltarak bu oranın büyümesine neden olacaktır.

YURTİÇİKREDİLER/GSYİH: Yurt İçi Kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranını ifade etmektedir. Yurt içi kredilerdeki artış bankaların riskli kredilerinin dolayısıyla da kırılganlığının artmasına neden olacaktır. Finansal serbestleşmenin büyüklüğünü ölçen değişkenlerden birisi olan bu değişken bankacılık sektöründeki genişlemenin boyutlarını gösterir. Bankacılık krizlerinin yaşandığı birçok örnekte Merkez Bankaları, banka ve finans sektörünü kurtarmak amacıyla sisteme para enjekte etmektedir (Jahangir, 2000:32-55). Çoğunlukla bu uygulama iyileşme yerine krizin derinleşmesine neden olmaktadır. Çünkü aşırı risk alma ve ihlaller için çok sayıda fırsat vardır. Ampirik bulgulara göre, kriz öncesinde kredilerde artma görülmüştür (Şen, 2006: 87).

NETHATA: Ödemeler Dengesi hesaplamalarındaki net hata noksan kalemini (NHN) göstermektedir. NHN ödemeler dengesi hesaplamalarında dengenin gerçekleştirilememesi nedenlerini açıklamada kullanılan bir değişkendir. Ayrıca cari işlemler dengesi açık veya fazlası, NHN ve rezerv değişmesinin olmaması durumunda, sermaye hareketleri dengesindeki sermaye giriş veya çıkışları ile karşılanmaktadır. Özellikle hesaplamalar sonucunda ithalat ve ihracat ile ilgili yanlış bilgiler, kaçakçılık, eksik bilgiler, unutmalar, malların ülkeye giriş çıkışının farklı bilanço dönemlerine rastlaması, yabancılardan kaynaklanan kayıt-dışı sermaye hareketleri, sınır-dışı sermaye hareketi içermeyen, ancak ülke içinde bankalardan kayıt dışı gerçekleşen tüm döviz hareketleri vb. sebepler sayılmaktadır (Karluk, 2005; Boratav, 2009). Türkiye'de NHN kaleminin özellikle kriz dönemlerinde negatife düşme eğilimi göstermektedir. Ayrıca Boratav (2002) ve (2009) çalışmalarında NHN kalemini "yerli kökenli kayıt-dışı sermaye hareketleri" olarak da yorumlamaktadır. Bu yorumun ardında, "ödemeler dengesi hesaplamalarındaki hata ve eksikliklerin, cari işlemlerden çok sermaye hareketlerinden; burada da yabancı aktörlerden ziyade yerli aktörlerden kaynaklandığı teşhisi" bulunmaktadır (Boratav, 2009).

BRÜT SERMAYE AKIMLARI (NI_1): Toplam brüt akımlar $NI_1 = (L^+ - L^-) - (A^+ + A^-)$ formülü kullanılarak hesaplanmakta olup, bütün yükümlülüklerin kesin değerlerinin artış ve düşüşlerine her bir ülkenin finansal dengesi ve sermayeden toplam varlık artış ve düşüşlerinin ilave edilmesiyle hesaplanmaktadır.

NET SERMAYE AKIMLARI, (NI_2): Standart metodolojiye göre Net Sermaye Akımlarını gösteren, $NI_2 = \Delta L - \Delta A$ denklemi kullanılarak hesaplanmaktadır. Cari açıktan uluslararası rezervlerdeki artışın çıkarılması olarak tanımlanır. Ödemeler dengesi verilerinin ana kaynağı Merkez Bankasının ödemeler dengesi istatistikleridir.

YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ NEGATİF DEĞİŞİMLER (Çıkan Yabancı Yatırımlar; L^-): Finansal ve sermaye hesaplarındaki özel sektör yerli şahıslardan yabancı yükümlülüklerin bütün düşüşlerinin kesin değeri olarak tanımlanır. Örneğin Yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakit krediler ile TCMB ve bankalar nezdinde yurt dışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları bu kalemde izlenmektedir.

YÜKÜMLÜLÜKLERDEKİ POZİTİF DEĞİŞİMLER (Gelen Yabancı Yatırımlar; L^+): Finansal ve sermaye hesaplarında özel sektör yerli şahıslardan yabancı yükümlülüklerin bütün artışlarının mutlak değeri olarak tanımlanır.

VARLIKLARDAKİ POZİTİF DEĞİŞİMLER (Gelen Yerli/Yerleşik Yatırımlar; A^+): Finansal ve sermaye hesaplarında özel sektör yerli şahıslardan yabancı varlıkların bütün artışlarının mutlak değeri olarak tanımlanır. Örneğin Yurt içinde yerleşik kişilerin yurt dışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakit krediler, bankaların yurt dışı muhabirleri nezdindeki döviz ve Türk Lirası varlıkları bu kalemde izlenmektedir.

VARLIKLARDAKİ NEGATİF DEĞİŞİMLER (Çıkan Yerli/Yerleşik Yatırımlar; A^-): Finansal ve sermaye hesaplarında özel sektör yerli şahıslardan yabancı varlıklardaki tüm düşüşlerin mutlak değeri olarak tanımlanır.

4.2.5. Verinin Güvenilirlik Testleri

Türkiye’de 1998-2013 Döneminde yaşanan küresel ve ulusal krizlerde uluslararası sermaye akımlarının hareketlerinin yönünü ve bu hareketlere neden olan temel değişkenleri tespit etmek amacıyla geliştirilen modelde kullanılacak kantatif analiz ve testlerin hangisi olduğuna karar vermek amacıyla literatür taraması yapılmıştır.

Ayrıca araştırmanın, küresel krizlerle ulusal çapta meydana gelen krizlerin hem ulusal hem de uluslararası sermaye akımlarına farklı etkileri olup olmadığını Türkiye

örneğinden hareketle inceleyerek, kriz dönemlerinde farklı türlerdeki sermaye hareketlerinin olası yönünü öngörebilmek şeklinde hedefleri bulunmaktadır.

Bu hedefler doğrultusunda aşağıda kısaca özetlenen diğer kantatif analiz yöntemlerinden yararlanılmıştır.

4.2.5.1. Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizlerde ve model tahminlerinde bir sürecin ortalaması ve varyansı zaman dönemi boyunca sistematik bir değişme göstermiyorsa, seri durağan zaman serisi adını almaktadır (Dickey ve Fuller, 1979:427).

Zaman serilerinin durağan olmaması durumunda ise zaman serileri eğilim içerecek ve bu durumda zaman serilerinin kullanılacağı öngörü ve regresyon denklemlerinde sahte regresyon benzeri durumlar ortaya çıkabilecektir (Bozkurt, 2007).

Nitekim durağan olmayan zaman serileriyle çalışılması halinde regresyon analiziyle elde edilen sonuç gerçek ilişkiyi yansıtmayabilecektir. Bununla birlikte durağan olmayan zaman serileriyle yapılan regresyon analizleri, sadece bu seriler arasında bir eşbütünleşme ilişkisi varsa gerçek ilişkiyi yansıtabilir. Bu yüzden ekonomi ve finans alanında model tahminine geçmeden önce araştırmada kullanılacak veri setlerine ilişkin serilerin durağan hale getirilmesi gerekmektedir (Gujarati, 1999: 726).

Literatürde serilerin durağanlığının sağlanması yolları logaritma alma, fark alma, filtreleme ve trendden arındırma şeklinde sınıflandırılabilir. Bu sınıflandırmaların içinde en yaygın kullanılan yöntem “birim kök testleri”dir (Gujarati, 1999, Akdi, 2003).

Bu tür parametrik olan testler içerisinde ise durağanlığın saptanabilmesi için kullanılan testlerden en önemli ve yaygın olanları ADF (Augmented Dickey Fuller – Genişletilmiş Dickey - Fuller) ve zaman serilerinde olması muhtemel yapısal kırılma ve trendi göz önünde bulunduran “Phillips-Perron” (PP) testidir (Phillips ve Perron, 1988:335). ADF ve PP birim kök testleri aynı sonuçları vermekle birlikte Kwiatkowski Phillips Schmidt Shin (KPSS) testi bazen farklı sonuçlar verebilmektedir. Bunun için çelişkili durumlarda KPSS testi tercih edilmektedir.

Sonuç olarak araştırma modelinde yer alan tüm değişkenlere ait veri setlerine Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi (GDF), Phillips-Perron birim kök testi (PP) ve Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testi uygulanmış ve yapılan bu testler sonucunda değişkenler durağan hale getirilmiştir.

Birim Kök Analizi Bulguları ve Yorumlanması

Araştırmada kullanılan tüm değişkenlere ait verilerin durağan olup olmadığını anlamaya yönelik olarak ADF, PP ve KPSS birim kök testleri uygulanmış olup söz konusu analizlerin sonuçları araştırmanın ekinde gösterilmiştir (Ek-7).

ARDL modelinde analize girecek olan aynı zamanda EMP modelinde krizi tanımlayan değişkenlere yönelik yapılan birim kök testleri sonucunda araştırmada kullanılacak olan tüm zaman serilerinin 1.derecede durağan olduğu anlaşılmıştır.

Buna karşılık yurt içi kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya bölünmesiyle elde edilen değişkenin (YKREDİ/GSYİH değişkeni) 2. Seviyeden durağan olduğu tespit edilmiş ve bu değişkeninin eşbütünleşim testlerine alınması uygun bulunamamıştır.

4.2.5.2. ARDL Yöntemiyle Eşbütünleşme ve Sınır Testi

Standart Eş-bütünleşme Analizi, durağan olmayan değişkenlerin doğrusal kombinasyonlarının uzun dönemde durağan olmasına, zaman serileri arasındaki uzun dönemli ilişkinin modellenmesine ve tahmin edilmesine yöneliktir (Johansen, 1988:231-254).

Son yıllarda bu tür araştırma ve analizler için en küçük karelere dayanan sınır testi ARDL yaklaşımı sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. ARDL sınır testi yaklaşımı, Pesaran (1997), Pesaran ve Smith (1998), Pesaran ve Shin (2001) tarafından geliştirilmiş ve birçok avantajı olan bir yaklaşımdır (Narayan, 2004:95).

ARDL sınır testi yaklaşımı iki aşamadan oluşmaktadır: Bu aşamalardan ilkinde, modelde yer alan değişkenler arası uzun dönemli ilişkinin varlığı araştırılmakta ve ardından uzun dönem denkleminde elde edilen hata terimleriyle Pesaran ve Shin (1998) tarafından geliştirilen ARDL yöntemiyle değişkenler arası kısa dönem denklemini veren hata düzeltme modeli tahmin edilmektedir (Pesaran vd., 2001:290). Bu çerçevede genellikle modelde yer alan değişkenler arasındaki gecikme uzunluğunun belirlenmesi için “Schwart-Bayesian Kriteri” (SBC) ve “Akaike Bilgi Kriteri” (AIC) analizleri yapılmaktadır (Narayan, 2004:103).

İkinci aşamada ise ARDL eş-bütünleşme ilişkisinin varlığının test edilmesi için bağımlı ve bağımsız değişkenlerin birinci dönem gecikmelerine bakmak amacıyla F testi yapılmaktadır. Bu test için temel hipotez ($H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$) veya ($H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$) şeklinde kurulur ve hesaplanan F istatistiği Pesaran vd. (2001)'de ki tablo alt ve üst kritik değerleri ile karşılaştırılır (Pesaran vd., 2001:290).

Ancak ekonometrik modellerde sınır testinin uygulanabilmesi için m olarak gösterilen gecikme uzunluğunun önceden belirlenmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğunun belirlenmesi için AIC, SC, FPE ve HQ gibi bilgi kriterlerinden yararlanılmaktadır. En küçük kritik değeri sağlayan gecikme uzunluğu modelin gecikme uzunluğu olarak belirlenmektedir.

Bu tez çalışması kapsamında yapılan ARDL analizinin ikinci aşamasında değişkenler arasında en yüksek gecikme sayısını tespit etmek amacıyla değişkenlere en düşük SBIC kriterine ("Schwarz-Bayesian Information Criteria) göre karşılaştırılan sınır testi uygulanmış olup, Modelde yer alan değişkenlerin bir gecikmeli düzey değerlerinin anlamlılığı testi yapılarak değişkenler arasında uzun dönem eşbütünleşmenin olup olmadığına bakılmıştır.

Böylece araştırma modelinde yer alan değişkenleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin olup olmadığının araştırılmış, daha sonra EMP modeli kapsamında tespit edilen kriz dönemlerinde krizi tanımlayan değişkenlerin krizin oluşumundaki etkisi ve kriz dönemlerindeki değişimleri grafiksel olarak gösterilerek yorumlanmaya çalışılmıştır.

Tüm analizlerde Microfit ve Eviews 8.0 programları kullanılacak olup, eşbütünleme analizi için son yıllarda geliştirilmiş olan ARDL Sınır Testi (Autoregressive Distributed Lag) uygulanacaktır. Portföy yatırımları ve doğrudan yabancı yatırımlar farklı derecelerden durağan [I(0) ve I(1)] oldukları için aralarındaki ilişki ARDL Sınır Testi Sınır Testi yaklaşımı ile araştırılacaktır.

Bu varsayımlara ilişkin olarak testler yapılacak, tahmin edilen modellerde elde edilen sonuçların yorumlanmasını engelleyici bir ekonometrik sorunun olup olmadığına bakıldıktan sonra ona göre bulgular yorumlanacaktır.

4.2.5.2.1. F Testi Bulguları ve Yorumlanması

Daha önce belirtildiği üzere ARDL sınır testi çeşitli değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkileri incelemeyi sağlamaktadır ve bunun için öncelikle F testi yapmak gerekmektedir.

Bu kapsamda önce ARDL modelinde yer alan ve eşik değerleri yalnızca I(0) ve I(1) durağanlıklarında olan değişkenler tespit edilmiştir. Sonraki aşamada ise değişkenler arasında kaç tane eş-bütünleşik vektör olduğuna bakılmış ve bu kapsamda yapılan analizlerin sonuçları Ek-8'de gösterilmiştir.

Pesaran vd. (2001) çalışmasında tanımlanan ARDL'ye dayalı sınır testli yaklaşımına göre eşbütünleşim ilişkisi araştırılırken, her 5 senaryo (Ek:9) için her bir değişkene sınır değerleri F-kritik değerlerine göre verilmesi gerektiği belirtildiği için öncelikle F-kritik analizi yapılmış ve bunun sonucunda Ek:13'deki tabloda özetlenen bulgulara ulaşılmıştır:

Ekteki tabloda özetlenen F testi sonuçlarına göre modelin değişkenlerinin kritik değerleri şöyledir:

F-value I (0-1) =1,95-3,6. Oysa Pesaran's "critical value" (Table C1.iii: EK:8) ise şu şekildedir: $F(15,25)=13,17$ $Prob>F=0,0124$ ve Pesaran's F-Value : 4,87.

Bu durumda yapılan F analizi sonucunda elde edilen 3,6'lık F value, Pesaran'ın ortaya koyduğu F Value :4,87'den küçük olduğu için de H_0 reddedilmiştir.

Böylece araştırmada krizi tanımlamada kullanılan değişkenlerin eşbütünleşim ilişkisinin varlığı kanıtlanmıştır (Bkz. Ek:9).

4.2.5.2.2 ARDL Sınır Testi ile LOGIT Analiz Bulguları ve Yorumlanması

ARDL analizinin bu aşamasında modelde yer alan değişkenler arasında en yüksek gecikme sayısını tespit etmek amacıyla değişkenlere en düşük SBIC kriterine ("Schwarz-Bayesian Information Criteria) göre karşılaştırılan sınır testi uygulanmıştır. Bu analizin sonuçları EK:7'de detaylı bir şekilde gösterilmiştir.

Söz konusu test kapsamında en düşük SBIC'dan sonra ardışık bağımlılık sorunu olmayan bir model tercih edilmiştir. Daha sonra ARDL modelinde yer alan her değişken için 1'den 5'e kadar gecikmeler eklenerek; diğer değişkenler ise 5 gecikmede sabit tutularak bir eşbütünleşim denklemleri elde edilmiştir. Bu denkleme göre oluşturulan ARDL analizi sonuçları (Ek-11)'da verilen tabloda gösterilmiştir.

Öte yandan ARDL analizinde kullanılan bağımlı değişkenin bir kukla değişken olması nedeniyle araştırma modeli kapsamında ayrıca probit'e göre avantajlı olan logit modele dayalı analiz de gerçekleştirilmiştir.

Yapılan Logit analiz sonucunda ARDL modelinde yer alan tüm değişkenlerin (level) düzeyleri çıkartılmış ve sadece en sağlıklı model dikkate alınmıştır. Bu modele ulaşmak içinse "stepwise (adımsal) logistic regression ile tüm kombinasyonlar (8!) yöntemleri kullanılmış olup, çıkan sonuçlar Ek:12'deki tabloda gösterilmiştir.

Ek12'deki Tabloda görüldüğü üzere lojistik analize tabi tutulan her bir değişken için marjinal seviyeler %10 düzeyinde (c) düşük bir anlamlılık düzeyinde kalmış ve tabloda verilen katsayılar anlamsız bulunmuştur. Bu bulgu ile yapılan lojistik analiz sonucunda daha yüksek düzeydeki (%1 gibi) bir modele nazaran daha düşük açıklama gücüne ulaşıldığını göstermiştir.

Bu nedenle tüm model değişkenlerinin Ki-Kare değerlerine bakılmış ve bunun sonucunda lojistik analiz marjinal etkisinin %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmüştür. Elde edilen bulgular EK:13'deki tabloda gösterilmiştir. Tabloda gösterilen bulgulara göre modellerin büyük ölçüde gerek işaret, gerekse parametre anlamlılığı açısından örtüştüğü gözlenmiştir.

4.2.5.2.3. Krizi Açıklayan Değişkenlerinin Kriz Dönemlerindeki Seyri

ARDL ve lojistik model tahminlerinde bağımlı veya bağımsız değişken olarak kullanılan, aynı zamanda sinyal yaklaşımına göre temel kriz göstergeleri sayılan değişkenlerin hareketleri araştırmanın bu bölümünde incelenmiştir.

Bu kapsamda EMP modelinde krizi tanımlayan açıklayıcı değişkenler olarak kullanılan faktörlerin yine aynı model kapsamında tespit edilen 12 kriz dönemindeki hareketleri ARDL yöntemiyle analiz edilmiş ve yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular EK:14'de tablo halinde gösterilmiştir.

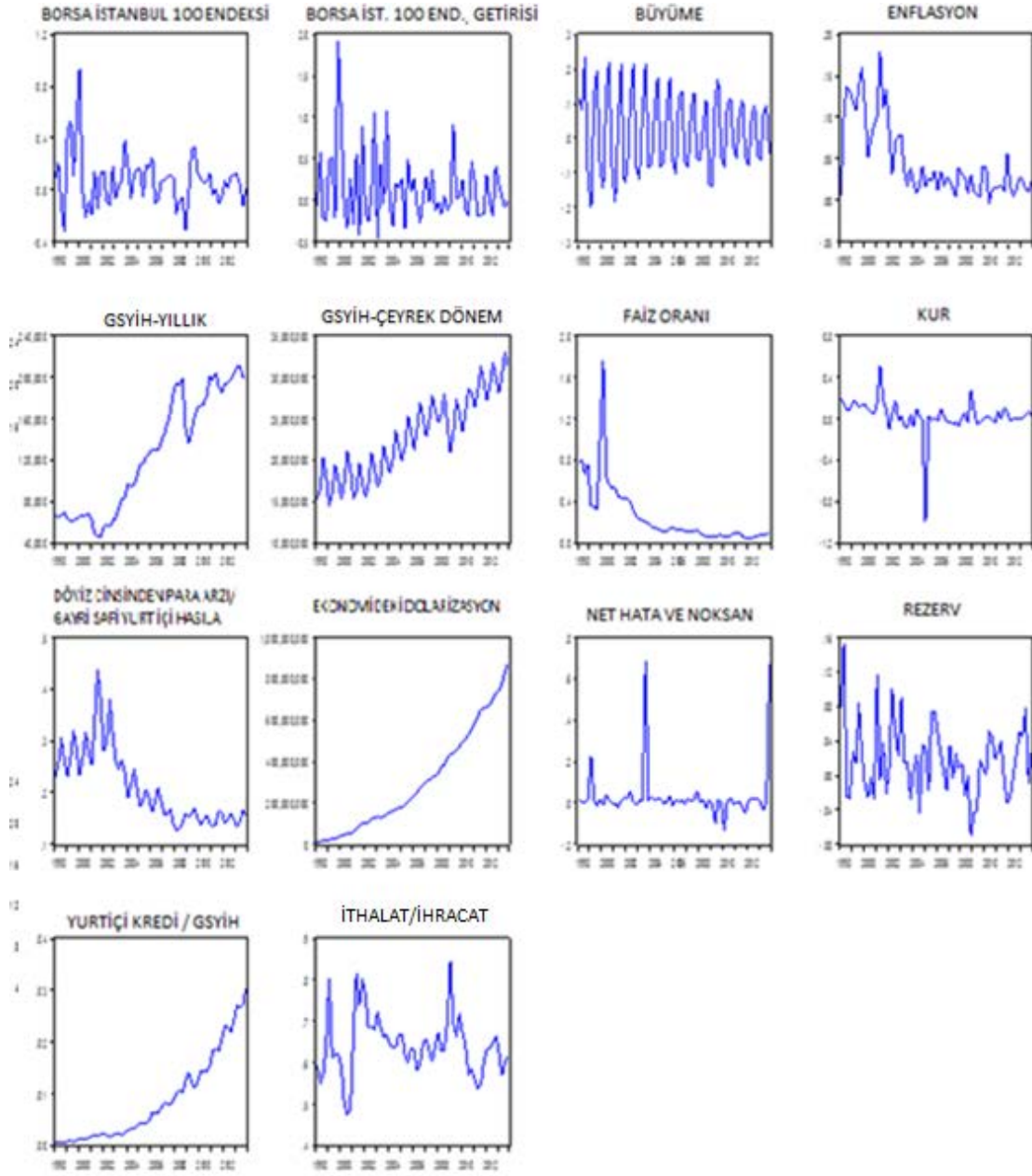
ARDL ve Lojistik analizler yardımıyla test edilen, krizi tanımlayan değişkenler olarak nitelenen önemli makroekonomik ve finansal değişkenlerin 1998-2013 zaman diliminde hareketlerini gösteren analiz bulguları aşağıdaki grafikte gösterilmiş olup, krizin belirleyelerine ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6. Krizin Belirleyenler ARDL Sonuçları

Değişken	Gecikme	Katsayı	t-istatistik değeri	P değeri
<i>M2/GSYİH</i>	0	-3,976	-0,82	0,417
	1	7,553	1,71	0,090***
<i>%ΔD (Büyüme)</i>	0	0,489	0,20	0,842
	1	-2,664	-3,05	0,004*
<i>%ΔR (rezerv)</i>	0	-2,419	-1,15	0,260
	4	-5,471	-3,06	0,004*
<i>%F-INDIFF</i>	0	0,196	0,39	0,702
	1	-0,458	-0,83	0,413
<i>X/M</i>	0	-0,551	-0,25	0,805
	1	-4,685	-2,44	0,020**
<i>%Δyurtiçikredgr/GSYİH</i>	0	141,57	1,06	0,29
	1	-139,44	-1,02	0,314
<i>BIST</i>	0	0,995	2,12	0,041**
	4	-0,914	-1,91	0,064***
<i>ΔNetHata</i>	0	-0,312	-0,56	0,577
	3	-0,878	-1,34	0,191
<i>Sabit Terim</i>		3,251	2,49	0,018
<i>R²</i>	%56			
<i>F</i>		1,73		0,0674***

Not:* %1 düzeyinde anlamlı, ** %5 düzeyinde anlamlı ve *** %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir

Şekil 11A: Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Kriz Dönemlerindeki Hareketleri



4.2.5.2.3.1 Borsa İstanbul Getirisi ve Borsa İstanbul 100 Endeksi

Grafikte görüldüğü üzere; Borsa İstanbul Getirisi (BIST) ve Borsa İstanbul 100 Endeksi (BIST RETURN) göstergeleri 1998-2013 döneminde inişli çıkışlı hareketler sergilemişlerdir. Ayrıca bu değişken krizlerden önceki 3-4 aydan itibaren anlamlı düşüşler göstermektedir.

Öncelikle Borsa İstanbul Getirisi değişkeninin her kriz öncesinde istikrarsız yapısı krizle birlikte en düşük değerlere ulaşmış ve kriz sonrasında ise tedrici düşüşüne devam ederek, belirli bir süre sonra toparlanma sürecini yaşamıştır. Bununla birlikte 1999 depremiyle artışa geçen bu gösterge en yüksek düzeyine 2000 yılının başında ulaşmıştır. Ayrıca küresel krizde Borsa İstanbul Getirisinin sıfır düzeyinin altına gerilediği görülmüştür.

İlginçtir ki aynı dönemde Borsa İstanbul 100 Endeksi yükselerek zirve yapmıştır. ARDL bulgularında olduğu gibi lojistik analiz tahminlerine göre Borsa İstanbul 100 Endeksindeki ani düşüşler kriz olasılığını arttırmaktadır. Yine borsa endeksindeki bu artış kriz öncesinde finansal varlıklara artan talebin fiyatları yükseltmesinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir.

İncelenen 1998-2013 yılları arasında Borsa İstanbul 100 Endeksi'nin en yüksek düzeyde artış gösterdiği dönemin ise Borsa İstanbul Getirisinin göstergesiyle benzer şekilde 1999 yılının üçüncü çeyreğinde olduğu görülmektedir. Bu durum Büyük Marmara depremiyle birlikte Türkiye'deki portföy türü yatırımlarda finansal balon oluşmasının bir sonucu olduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca söz konusu dönemde Borsa İstanbul getirileri (BIST) krizin yaşandığı aynı çeyrek içerisinde arttığında krizin derinleşme riski yükselmektedir.

4.2.5.2.3.2. Büyüme ve GSYİH

Türkiye ekonomisindeki büyümeyi temsilen ARDL analizine dahil edilen Gayri Safi Yurt İçi Hasıla oranlarındaki değişimler çeyrek dönemlik ve yıllık olarak gösterilmiş olup grafikte görüldüğü üzere yıllar içinde inişli çıkışlı genelde ise artan eğilimli bir rota izlemiştir.

Bu bulguya göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla dalgalı ve pozitif yönde artarken; aynı durumun Türkiye ekonomisindeki büyümeye yansımadağını söylemek mümkündür.

4.2.5.2.3.3. Enflasyon Oranı

Enflasyon göstergesi ekonomiyi ve bankacılık sistemini çeşitli yollarla olumsuz etkileyen önemli bir makroekonomik göstergedir. ARDL analizi bulgularına göre 2001 krizinde ani bir şekilde ülkede enflasyon artmış ve kriz sonrasında azalışa geçmiştir.

Özellikle 1999 krizi ile birlikte düşüş gösteren enflasyon oranı bu kriz sonrasındaki düşüşünü 2000 yılında da devam ettirmiş ve ancak 2001 krizi sonrasında tekrardan yükselişe geçmiş ve bu yılda yaşanan ikiz kriz sonrasında 1998-2013 yılları arasında geçen 15 yıl içindeki en yüksek düzeyine çıkmıştır.

Bu bulguya göre tüm krizler öncesinde yükselmeye başlayan enflasyon oranı krizler zirvedeyken daha yüksek seviyelerde gerçekleşmiş ve kriz ülkeyi terk ederken en düşük oranlara gerilemiştir.

4.2.5.2.3.4. Faiz Oranları

Faiz değişkeni 1998 yılında istikrarlı bir şekilde artış gösterirken bu yılın sonunda inişe geçmiş, 1999 yılında yeniden yükselişe geçerek aynı yılın Ağustos ayında zirveye çıkmıştır. 2000 yılında ise aynı hızla düşerek 1999 yılındaki seviyelerine gerilemiştir.

Bu durum ülkede 1999 yılında sermaye ve kaynak gereksiniminin arttığına işaret etmektedir. Ayrıca bu dönemde finansal piyasalarda özellikle borsada spekülasyon ataklarının önlenmesi ve sermaye girişinin teminat altına alınması amacıyla faiz oranlarının yükseltilmiş olmasını da göstermektedir.

Reel faiz farklılığının 2001 krizleri öncesinde tepkileri ise benzerdir. Ancak 2001 krizinden önceki birkaç ayda küçük artışlar sergilemeye başlayan aylık faiz oranlarındaki değişimleri gösteren bu değişken, 2001 yılının başında yaşanan krizle birlikte en üst seviyesine ulaşmış ve krizden sonra düşüşe geçerek, 2013 yılına kadar bu düşüşü devam ettirmiştir. Aylık faiz oranındaki bu düşüşler 2001-2013 arasında trende dayalı yavaş bir şekilde olurken; 2001-2002'de ani bir sıçrama şeklinde gerçekleşmiştir. Ayrıca grafiklerde görüldüğü üzere faiz oranları, sırasıyla 2005 yılı son çeyreğinde, 2011 yılının ilk çeyreğinde ve son olarak 2012 yılının ilk çeyreğinde yüksek oranlarda seyretmiştir.

Sonuç olarak aylık faiz oranlarındaki değişimin krizlerden 4-7 ay önce yükseliş göstermeye başladığı, bu sürenin krize 1-2 ay kala daha anlamlı ve yüksek değerler aldığı görülmektedir. Ayrıca bu değişken ise krizler öncesi artışlar göstermesi, krizler öncesinde

parasal ve mali disiplinin bozulmasına bağlı olarak ekonominin ısınmaya başladığını göstermektedir.

4.2.5.2.3.5. Döviz Kurlarındaki Değişim

Grafikte görüldüğü üzere kurlardaki değişim 1998 yılından itibaren istikrarlı bir şekilde artış ve azalış kaydederken, bu yılın sonunda iniş geçmiş ve tekrar toparlanarak 2001 yılından bu zamana kadar geçen sürede en yüksek seviyesine çıkmıştır.

Bu dönemler döviz kuru artışının sınırlı olduğu, daha çok sabit döviz kurunun benimsendiği dönemlerdir. Dolayısıyla yukarıda değinilen dönemin sonlarına doğru döviz borçlanmalarının vadeleri iyice kısaltmakta ve kur riski neredeyse tamamen ihmal edilmektedir.

Ayrıca krizsiz geçen 2005 yılında döviz kurlarındaki değişim oranları incelenen yıllar içinde sıfırın altına en düşük düzeyine gerilerken; 2001 yılının kriz dönemlerinde en yüksek noktaya çıkmıştır. Yukarıdaki grafiğe göre kurlardaki en önemli düşüş ise, 2005 yılının ilk çeyreğinde Ocak ve Şubat aylarında görülmüştür.

Sonuç olarak döviz kurlarında, krizler öncesinde sabit bir düzlemde değişimler gözükürken, krizlerin zirve yaptığı dönemlerde pozitif yönde sıçrama ve kriz sonrasında hemen negatif yönde düşme şeklinde yaşandığı grafikte görülmektedir.

4.2.5.2.3.6. Döviz Cinsinden Para Arzının Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranı

Döviz cinsinden para arzının Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya oranlanmasıyla elde edilen değişken kriz beklentisinin olduğu dönemlerde ve kriz zirvedeyken yükselmiş krizin başlamasını hızlandırmış ve bir anlamda krizin tetikleyicisi olmuştur.

Ayrıca krizsiz dönemlerde sürekli azalan, kriz zirvedeyken artış gösteren ve kriz sonrasında yeniden azalışa geçen bu gösterge özellikle 2001 yılında yaşanan ikinci krizde Türkiye’de devalüasyonun yapılması ve yüksek faizlere ve yatırımcıların ulusal paraya yönelmesini tetikleyen faktör olarak değerlendirilmesi mümkündür.

Sonuç olarak yapılan analiz bulgularına göre baz alınan dönemlerde döviz cinsinden para arzının bir önceki çeyrek büyümesi pozitif olan dönemlerde, ülkenin krize yakalanma olasılığının düşmekte, buna karşılık bir önceki çeyrek dönemde para arzının artışı ise krizi derinleştirmeye neden olmaktadır.

4.2.5.2.3.7. Döviz Cinsinden Para Arzının Türk Lirasına Oranı

Ekonomideki dolarizasyonu gösteren döviz cinsinden para arzının Türk Lira'sına oranı olası bir kriz durumunda döviz talebinin ne ölçüde karşılanabileceğinin de bir anlamda göstergesi sayılmaktadır.

Ekonomideki dolarizasyonu gösteren bu değişkenin, kriz ve öncesi tüm aylarda artış yönünde sinyaller yaymaktadır. Ayrıca bu değişkenin, krizlerden önceki 4. ve diğer aylarda negatif değerler almış olması ise, döviz bolluğu karşısında değerlendirilen ulusal paranın krize ancak 3 ay kala değer kaybetmeye başladığını göstermektedir.

4.2.5.2.3.8. Yurt İçi Kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranı

Yurt içi kredilerdeki artış bankaların riskli kredilerinin dolayısıyla da kırılganlığının artmasına neden olacağı için araştırma kapsamında analizlere dâhil edilmiştir. Grafikler incelendiğinde ise yurt içi kredilerin Gayri Safi Yurt İçi Hâsılaya Oranını gösteren değişkenin kriz durumundan bağımsız seyir izlediği, ancak incelenen dönemde söz konusu değişkenin pozitif yönde büyüme gösterdiği anlaşılmıştır. Kriz öncelerinde yurt içi kredilerde artış görülürken, kriz zirvedeyken kredilerin durması ve azalması beklenmekteydi.

4.2.5.2.3.9. Rezervlerdeki Değişimler

Rezervlerdeki değişim, yurt dışında ve yurt içinde yerleşik kişilerle döviz üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin tümünü yansıtan bu değişken önemli bir kriz göstergesidir. Ayrıca döviz rezervlerinin hem miktarı hem de niteliği krizin boyutlarını anlama ve krizin olumsuz etkisini azaltma noktasında önemli bir strateji geliştirme aracıdır.

Bu kapsamda grafikte gösterilen rezervlerdeki artış ve azalışların ise genellikle ani olmadığı, bu anlamda rezerv değişimlerinin en istikrarlı değişken hareketi gösterdiği anlaşılmaktadır. Ayrıca rezervlerdeki değişimler krizler öncesinde azalarak krizler zirvedeyken rezerv yükselişleri en düşük seviyeye geldiği gözlenmiştir. Özellikle kriz öncesinde reel kurun değerlendirilmiş olması ve kriz beklentilerinin yükselmesi, ekonomide bireylerin ulusal paradan kaçınmalarının yansımaları rezervlerde küçük ölçekli azalışlarla kendini gösterirken, kriz anlarında rezerv azalışları en yüksek seviyelerine ulaşmıştır.

ARDL analizi bulguları değerlendirildiğinde, 1998 kriz sonrasında rezervler artarken, 2000 ve 2001 krizleri sonrasında rezervlerdeki azalış belirli bir süre daha devam etmiş ve daha sonra tekrar artış trendini yakalamıştır.

Bu bulgu 2000 Kasım ve 2001 Şubat Türkiye Krizlerinde Merkez Bankası rezervleri etkisiz kaldığını göstermektedir. Buna karşılık 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki ülkedeki rezerv artışları kriz olasılığını düşürmüştür.

4.2.5.2.3.10. İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

İhracatın ithalatı karşılama oranı doğrudan yatırımların girişlerindeki artışın yanı sıra baz alınan dönemde cari açığı kapatma amacıyla kullanılan döviz rezervlerindeki değişimi anlama açısından önemli bir göstergedir.

Bu kapsamda ihracatın ithalatı karşılama oranı değişkeni 1999 krizi öncesinde artış trendi sergilemeye başlamış, 1999 kriziyle birlikte düşüşe geçmiş, 2000 yılında bu düşüş daha da hızlanarak 2001 krizleriyle birlikte dipte zirve yapmıştır. Ancak kriz sonrasında yükselmeye başlamıştır.

2008 ve 2009 yılları arasında (küresel kriz devam ederken) bu gösterge pozitif yönde zirve yapmış, 2010 yılında yaşanan krizlerle birlikte yeniden düşüşe geçmiştir. Kısmen 2011 yılında bu düşüşler dip noktayı gördükten sonra 2012 yılında yeniden toparlansa da küresel krizin yaşandığı dönemdeki yükseliş düzeyine ulaşamamıştır. Bu bulgulara göre ihracatın ithalatı karşılama oranı bir önceki çeyrek dönemde arttığında kriz olasılığı azalmakta olduğunu söylemek mümkündür. Kriz zirvedeyken ise bu değişkende düşüşler gözlenmektedir.

4.2.5.2.3.11. Net Hata Noksan Değişkeni

Net hata noksan değişkeni ödemeler dengesi hesaplamalarında dengenin gerçekleştirilememe nedenlerini açıklamada kullanılan bir değişkendir. Türkiye’de NHN kaleminin özellikle kriz dönemlerinde negatife düşme eğilimi göstermektedir.

Grafikte görüldüğü üzere 1998, 1999, 2000 ve 2001 yıllarında negatif düzeyde sürekli büyüme gösteren net hata noksan kalemi ancak 2002 yılında pozitif düzeyde artmaya ve 2003 yılında büyük bir sıçramayla önemli oranda pozitif yönde yükselmeye başlamıştır.

2004 yılında kriz zirvedeyken yeniden gerilemeye başlayan net hata noksan kalemi 2005 yılında krizden hemen önce yeniden pozitif yönde artış göstermeye başlamıştır. 2006

yılında negatif büyüme kaydeden bu gösterge, küresel krizin başladığı 2007 yılında hafif bir sıçrama gösterdikten sonra 2008 ve 2009 yıllarında pozitif yönde gelişme kaydetmiştir.

Beşinci bölümde gösterilen EMP modelinin kaydettiği en uzun dönemli krizin zirvede devam ettiği 2011 yılında ani bir sıçrama kaydeden bu göstergenin aynı düzeyde olmamakla birlikte 2012 ve 2013 yıllarda da pozitif yönde dalgalı yükselişini devam ettirdiği grafikte görülmektedir.

Ayrıca Net Hata Noksan değişkeni model kapsamında incelenen 1998-2013 yıllarında genel olarak dalgalanmalı seyirler göstermekle birlikte, modelin tespit ettiği krizler öncesinde hafif yükseliş gösterirken; krizler zirvedeyken düştüğü ve krizlerden sonra yeniden yükseldiği görülmüştür. Buna karşılık 2003, 2010, 2011 ve 2012 yıllarında yaşanan krizlerde bu gösterge kriz anı ve kriz sonrasındaki davranışları açısından önemli farklılıklar arz etmiş, söz konusu krizlerde incelenen dönemlerde zirveye çıkmıştır.

BÖLÜM V.

BULGULAR ve YORUMLANMASI

Araştırma kapsamında, kriz dönemlerinde uluslararası sermaye hareketlerini ve bu hareketlere neden olan açıklayıcı dinamikleri tespit etmek amacıyla dört temel model altında analizler yapılmıştır.

Söz konusu modellerin ve analizlerin ilki ödemeler dengesi finansman hesaplamalarında yer alan sermaye akımlarının hareketlerini, dörtlü ayrıştırma yöntemiyle tahmin eden analiz modelidir. İkincisi sinyal yaklaşımı kapsamında spekülasyon atak modeline dayanan EMP kriz tahmin modelidir.

Araştırma kapsamında üçüncü aşamada kriz değişkenlerinin aralarındaki etkileşimin şiddetini, süresini ve yönünü ortaya koyan ARDL Sınır ve Eşbütünleşim analiz modelleri ve son olarak ARDL modelinde analiz edilen değişkenlerin kriz oluşumundaki etkisini doğrulayan ve test eden Lojistik analiz modelidir.

Türkiye'ye 1998-2013 yılları arasında giriş-çıkış yapan uluslararası sermayenin hareketleri öncelikle tespit edilecek; daha sonra EMP modeli aracılığıyla aynı yıllar arasında yaşanan kriz dönemleri tahmin edilecektir.

Böylece tahmin edilen kriz dönemlerinde dörtlü yöntemle ayrıştırılan brüt sermaye hareketleri ile söz konusu krizlere ve hareketlere neden olan dinamikleri anlamaya yönelik nicel bulgulara ulaşılarak yorumlanacaktır.

5.1. ULUSLARARASI SERMAYE AKIMLARININ AYRIŞTIRILARAK ANALİZİ

Araştırma kapsamında yapılan kantatif analizlerin ilkinde, Türkiye'de 1998-2013 yılları arasında yerleşik ve yabancı yatırımcılar tarafından portföy, doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlar şeklinde giriş ya da çıkış yapan özel sermaye hareketleri ayrıştırılarak analiz edilmiştir.

Böylece baz alınan dönemde ödemeler dengesi finans kaleminde yer alan portföy, doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlardan oluşan özel sermaye hareketleri Janus ve Riera (2010) araştırmasında belirtilen yöntemle göre analiz edilmiştir.

Bu analizlere geçmeden önce sermaye hareketlerini ayrıştırmada kullanılan terimleri ve ifadeleri açıklamak yerinde olacaktır. Bu anlamda grafikler yorumlanırken sık

sık “yerli”, “yabancı” ve “özel” sermaye ya da yatırım ifadeleri kullanılacağı için bunların hangi anlamda kullanıldığını yeniden hatırlatmak yerinde olacaktır.

Bu tez araştırması kapsamında ilk olarak Türkiye’deki baz alınan dönemlerde gerçekleşen toplam sermaye hareketlerinin ana öğeleri "yerleşik olmayanlar/yabancı aktörler” ve "yerleşikler/yerli aktörler” şeklinde ayrıma göre tanımlanmış ve analizlere dahil edilmiştir (Boratav, 2009)

Aslında uluslararası ekonomi literatüründe “özel yerli/yerleşik/yabancı sermaye” ile “uluslararası sermaye akımı” olarak kullanılan terimler arasında önemli derecede bir anlam farkı yoktur. Terimlerde geçen “yabancı” kelimesi, bir ülkenin milli sınırları dışında olmayı; “yerli/yerleşik” kelimesi ise bir ülkenin milli sınırları içinde olmayı ifade etmektedir. “Yabancı sermaye”, bir ülkedeki mevcut sermaye stokuna, başka ülke vatandaşlarının katkısını ya da yatırım sahipliğini ifade ederken, “yerli sermaye” ise mevcut ulusal sermaye stokuna aynı ülkenin yatırımcılarının sahipliğini ifade etmektedir. Yine aynı şekilde “özel” kelimesi ise, ülkeye gelen veya ülkeden çıkan yabancı sermayenin o ülkenin devletine ya da yabancı devletlere değil, sivil teşebbüs ya da şirketlere ait olduğunu göstermektedir (Karluk, 2007).

Günümüzün küresel ekonomilerinde hemen hemen tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yatırımlar, portföy türü sermaye hareketleri ve diğer yatırımlar “özel” kişilere ait olduğu için bu tez araştırması kapsamında analizlere dahil edilmiş, resmi sermaye hareketleri kapsam dışında tutularak analizlere dahil edilmemiştir. Ayrıca son yıllarda ödemeler dengesi hesaplamalarında kullanılan net hata noksan kaleminde yer alan kayıt dışı ekonomik gelirler bile sonuç itibariyle özel sermaye akımları kapsamındadır.

İkinci aşamadaki açıklamalarda ise sermaye hareketlerini oluşturan varlıklardaki ve yükümlülüklerdeki değişimin neyi ifade ettiğiyle ilgilidir. Bunun için ilk olarak ödemeler dengesi hesap kalemlerine bakılması yerinde olacaktır. Bu kapsamda ödemeler dengesinin sermaye (finans) hesaplarının portföy ve diğer sermaye hareketlerinin “yükümlülükler” kalemleri ile “yurt içindeki” doğrudan yatırımların toplamı, yabancı kökenli sermaye hareketlerini verirken; Portföy ve diğer sermaye hareketlerinin “varlıklar” kalemleri ile “yurt dışındaki” doğrudan yatırımların toplamı “yerli sermaye” hareketlerini verdiği ifade edilmektedir (Boratav, 2009; Janus ve Riera, 2010).

Ayrıca ödemeler dengesi hesaplamalarında ve verilerinde pozitif değerler, sermaye girişini; negatif değerler ise ters yönlü bir aktarım olarak yorumlanmaktadır. Bu anlamda ister yerlilerden, ister yabancılardan kaynaklansın sermaye girişleri artı ile işaretlenirken

(A⁺ ve L⁺); kaynağı ne olursa olsun tüm sermaye çıkışları eksi ile işaretlenmektedir (A⁻ ve L⁻).

Bu araştırmanın sermaye ayrıştırma yöntemi konusunda esas aldığı Janus ve Riera (2010) araştırmasında kullanılan 4'lü ayrıştırma yöntemiyle yapılan analizlerde brüt uluslararası sermaye akımlarının şu dört kalemden oluştuğu ifade edilmektedir:

Yükümlülüklerden çıkışları (L⁻): yabancı yatırımların çıkışı/azalması olarak; Yükümlülüklere girişleri (L⁺): yabancı yatırımların girişleri/artışları olarak; Varlıklardan çıkışları (A⁻): yerli/yerleşik yatırımların çıkışı/azalması olarak; Varlıklara girişler ise (A⁺): yerleşiklerin girişi/artışı olarak söz konusu araştırmada yorumlanmaktadır (Janus ve Riera, 2010:5).

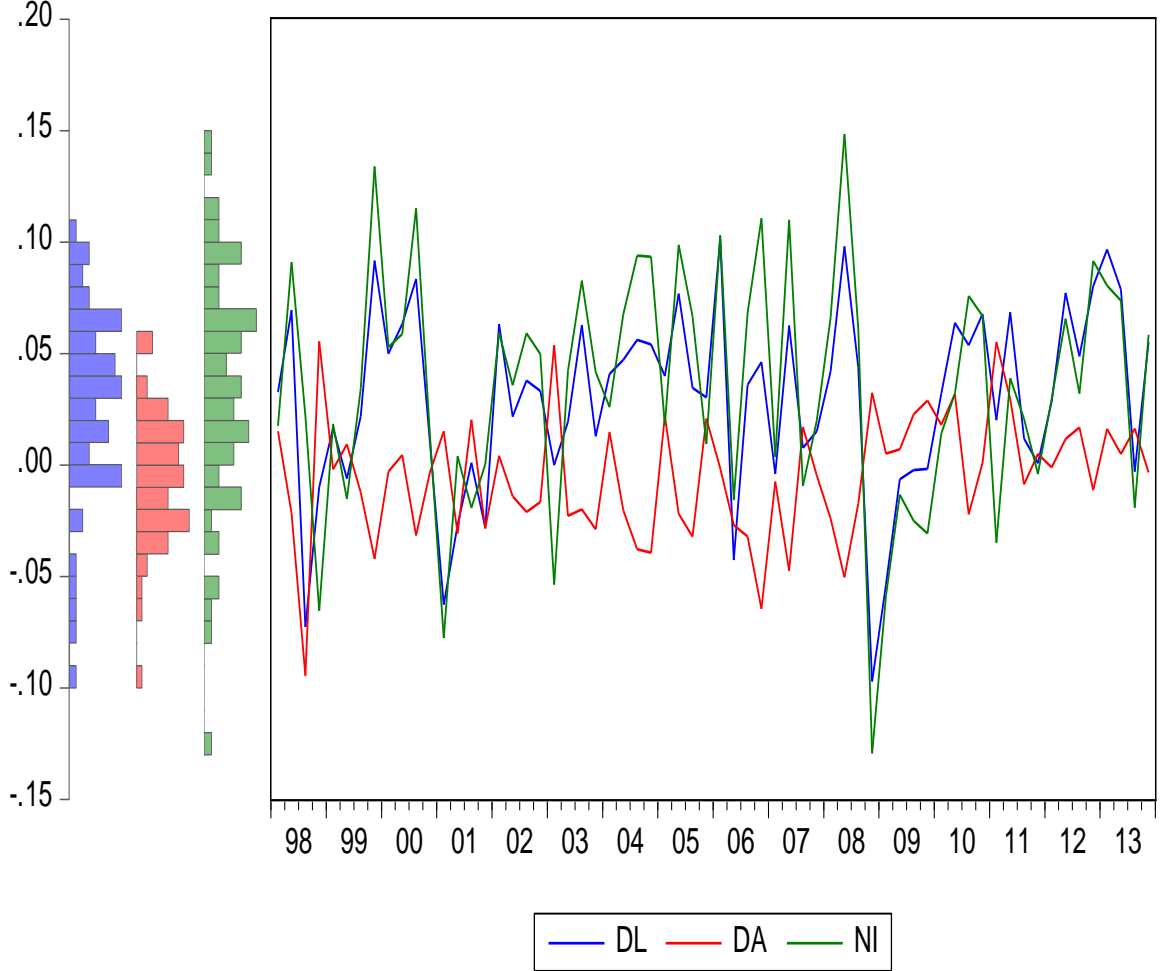
Sonuç olarak Janus ve Riera (2010) araştırması esas alınarak yapılan bu tez araştırmasında öncelikle standart metodolojiye göre net sermaye akımları (Giriş ve çıkışa dayalı ikili ayrıştırma yöntemiyle) önce incelenecek, daha sonra ise dörtlü ayrıştırma yöntemiyle brüt sermaye hareketlerin baz alınan dönemde tespit edilerek incelenecektir.

5.1.1. Standart Metodolojiye Göre Net Sermaye Hareketleri

İlk olarak Türkiye ekonomisinde baz alınan yıllarda net sermaye hareketleri ve bu hareketlerin hesaplanmasında kullanılan sermaye giriş ve çıkışlarını incelemek yerinde olacaktır. Söz konusu değişimlerin 1998-2013 yılının dört çeyreklik dönemler halinde gerçekleşen değişimleri tablo halinde tezin ekinde sunulmuştur (Ek:2).

Aşağıdaki şekilde baz alınan dönemde standart metodolojiye dayalı (İkili ayrıştırma yöntemiyle belirlenen) net sermaye hareketleri varlık ve yükümlülüklerdeki değişimle birlikte gösterilmiştir.

Şekil 12. Standart Metodolojiye Göre Net Sermaye Hareketleri



Şekilde görüldüğü üzere net sermaye hareketlerinin belirlenmesinde ve hesaplamasında kullanılan yabancı sermaye giriş ve çıkışlarıyla (L⁺; yükümlülüklerden özel girişler) standart metodolojiyle hesaplanan NI₂ hemen hemen incelenen tüm dönemlerde paralel hareket etmektedir. Bu paralel hareketin daha çok yabancı yatırımlara bağlı olduğu; yerli yatırımcıların net sermaye hareketlerinin oluşmasında daha az etkili olduğu şekilde görülmektedir.

Diğer bir ifadeyle yerli sermaye geri dönüşleri hiç yokmuş gibi standart metodoloji sadece yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını esas kabul ederek, aynı oranda net sermaye hareketlerini rapor etmektedir. Dolayısıyla bu şekilde sermaye akımlarının hareketlerine

bakıldığında yabancı sermaye ülkeye giriş yaptıysa ülkenin baz alınan periyotta net sermayesi yükselmekte; yabancı sermaye çıkış yaptıysa net sermaye düşüşe geçmektedir.

Oysa gerçekte ülkeden daha önce çıkan yerli sermaye özellikle kriz dönemlerinde tersine dönüş etkisiyle geri dönebileceği gibi, bazen de yoğun yabancı sermaye girişleri nedeniyle ülkedeki yatırım olanaklarını beğenmeyerek yurt dışına açılabilir. Bu durum şüphesiz ödemeler dengesinde ciddi bir dalgalanmaya neden olacağı gibi kriz dönemlerinde sermaye hareketlerinin daha iyi yönünü tahmin edebilmek açısından önemli bir veri sağlayacaktır.

İkinci olarak yukarıdaki şekildeki net sermaye hareketlerine (giriş ve çıkışlara) baz alınan periyotta bakıldığında ise şekilde yeşil renkle gösterilen net sermaye akımlarının 2008 yılının üçüncü çeyreğinde baz alınan 15 yıllık dönemin zirvesine çıktığı; buna karşılık yine aynı yılın son çeyreğinde adeta zirveden dip noktaya gerilediği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte anılan her iki dönemde net sermaye akımları ile yabancı yatırımcıların paralel hareket ederken, yerli yatırımcıların tam tersi yönde hareket ettikleri şekilde görülmektedir.

Net sermaye akımları varlıklar ve yükümlülüklerde giriş-çıkış ayrımı yapmadan her üç değişkenin birlikte hareket ettiği dönemler olarak ise 2006 yılının son çeyreğini ve 2012 yılının ilk çeyreğini örnek göstermek mümkündür.

Yine yukarıdaki grafiğe göre ülkemizdeki net sermaye akımlarının pozitif yönde ve istikrarlı bir şekilde yükselişe geçtiği 2004 yılında yaklaşık altı ay zirvede kalarak o yılın sonunda düşüşe geçtiği görülmektedir. Bu istikrar anılan yılda ülkeye giren yabancı yatırımlardan (yükümlülüklerdeki eşdeğer oranda artıştan) kaynaklanırken; aynı yıl içinde yerleşik yatırımların hemen hemen yerli yatırımlar açısından tam ters yönde ve aynı sürede varlıklarda azalmaya neden olduğunu söylemek mümkündür.

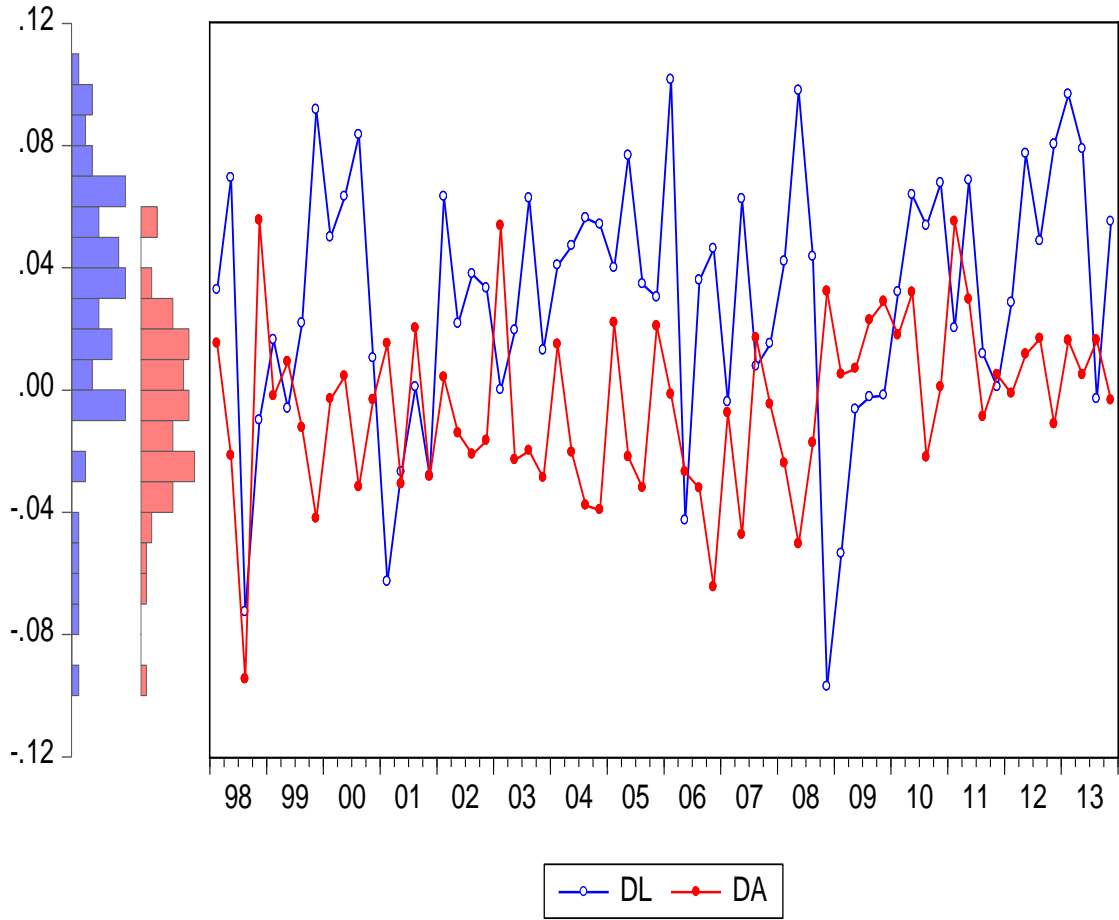
Sonuç olarak standart metodoloji açısından ülkeye giriş yapan yabancı yatırımlardaki artışlar net sermaye akımlarının artması, çıkışları ise bu tür yatırımların azalması olarak hesaplanmakta ve yorumlanmaktadır. Oysa şekilde görüldüğü üzere yerli yatırımcıların sermaye akımlarını gösteren varlıklardaki değişimler net sermaye akımlarıyla oldukça farklı yönlerde hareket edebilmektedirler. Bu durum ülkedeki uluslararası sermaye akımlarının neden dörtlü ayrıştırma yöntemiyle analiz edilmesi gerektiğini de bir anlamda göstermektedir.

5.1.2. Varlık ve Yükümlülüklerdeki Değişimler

Öncelikle 1998-2013 yılları arasında Türkiye'deki yerli ve yabancı sermaye akımlarının hareketlerini anlamak amacıyla, ödemeler dengesi finans hesaplarında varlık ve yükümlülükler kalemlerindeki değişimlere bakmak yerinde olacaktır.

Bu anlamda aşağıdaki şekilde 1998-2013 yılları arasında özel yerli sermaye hareketlerini oluşturan varlıklardaki artış ve azalışlar ile yabancı sermaye hareketlerindeki değişimler görülmektedir.

Şekil 13. Varlıklar (A) ve Yükümlülüklerdeki (L) Değişimler(1998-2013)



Şekilde görüldüğü üzere mavi renkli çizgi yükümlülüklerden özel sektör giriş ve çıkışlarına göre (L^- ve L^+) baz alınan periyotta yabancı yatırımların sürekli olarak ülkeye giriş ve çıkışında büyük oynaklıklar gösterdiğine işaret etmektedir.

Bu anlamda en kayda değer yabancı yatırım azalmaları, 1998 yılının üçüncü çeyreğinde, 2001 yılının ilk çeyreğinde, 2006 yılının ikinci çeyreğinde ve son olarak en belirgin şekilde 2008 yılının son çeyreğinde yaşanmıştır.

Yabancı yatırımların pozitif yönde ödemeler dengesi hesaplarında yer alan yükümlülüklerindeki artışlar ise 2005 yılının son çeyreğinde zirveye çıkarak baz alınan dönemde en önemli artışı göstermiştir. Bu yükselişe benzer bir sıçrama 2008 yılının ilk çeyreğinde yaşanmıştır. Yine 2013 yılının ilk çeyreğinde aynı şekilde bir sıçrama yaşanmış ve bu dönemde ülkemize gelen yabancı yatırımlarda ciddi oranda bir artış yaşanmıştır.

Şekilde kırmızı renkli çizgi varlıklardan özel sektör giriş ve çıkışlarına göre (A^+ ve A^-) baz alınan periyotta yerleşiklerin sermaye hareketlerini göstermektedir. Öncelikle belirtmelidir ki, yabancıların incelenen dönemlerde neden olduğu yükümlülük değişimleriyle yerleşiklerin sermaye hareketleri karşılaştırıldığında yerleşik sermayenin daha stabil olduğunu ifade etmek mümkündür.

Yerli yatırımlarda dolayısıyla varlıklardaki azalmalar en bariz şekilde sırasıyla 1998 yılının üçüncü çeyreğinde; 2007 yılının ilk çeyreğinde ve 2008 yılının ikinci çeyreğinde kaydedilmiştir. Bu çıkışlar yerleşiklerin yabancı piyasalara artan yatırımlarından kaynaklanmış olması da mümkündür.

Yerli yatırımların baz alınan periyotta neden olduğu varlıklardaki artışlar ise en yüksek seviyede sırasıyla, 1999 yılının ilk çeyreğinde, 2003 yılının ikinci çeyreğinde ve aynı şekilde 2010 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşmiştir.

Türkiye'deki yabancı ve yerli sermaye hareketlerini genel olarak karşılaştırıldığında ise birkaç çeyrek dönem dışında hemen hemen birbirine zıt yönde hareket ettiklerini söylemek mümkündür. Örneğin 1999 yılının üçüncü çeyreğinin başında dipte zirveyi gören yerli sermaye hareketlerinin aksine aynı dönemde yabancı sermaye hareketleri olarak nitelenen yükümlülüklerde son derece pozitif yönde değişim yaşanmıştır. Bu durum yerleşik sermayenin boşaltmak zorunda kaldığı yatırım alanlarının yabancı yatırımcılar tarafından aynı asimetri de doldurmasından kaynaklandığını ifade etmek mümkündür.

Yabancı sermayenin yerli yatırımcılarla paralel hareket ettikleri dönemlere örnek olarak her iki türdeki sermaye birikimlerindeki artışların 2001 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde yaşandığını; benzer şekilde 1998 yılının üçüncü çeyreğinde ise hem yabancı sermayenin hem de yerli sermayenin (varlıkların ve yükümlülüklerin) benzer şekilde ekonomiden çıktığı/azaldığı görülmektedir.

5.1.3. Brüt Sermaye Hareketlerinin Analizi

1998-2013 yılları arasında standart metodolojiye göre hesaplanan net sermaye hareketlerini varlıklar ve yükümlülüklerdeki artışlara göre inceledikten sonra şimdi brüt sermaye hareketleri 4'lü ayrıştırma denkliğine göre analiz etmek yerinde olacaktır.

Öncelikle belirtilmelidir ki, söz konusu analizlere dâhil edilen brüt sermaye kalemleri doğrudan yatırımlar ile portföy türü yatırımların toplamı üzerinden modele ve analizlere dahil edilmiştir. Ayrıca resmi sermaye akımları bu analize dahil edilmediği için gerek varlıklardaki değişimler gerekse yükümlülüklerdeki değişimler özel sermaye hareketi olarak kabul edilmiştir.

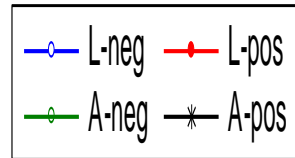
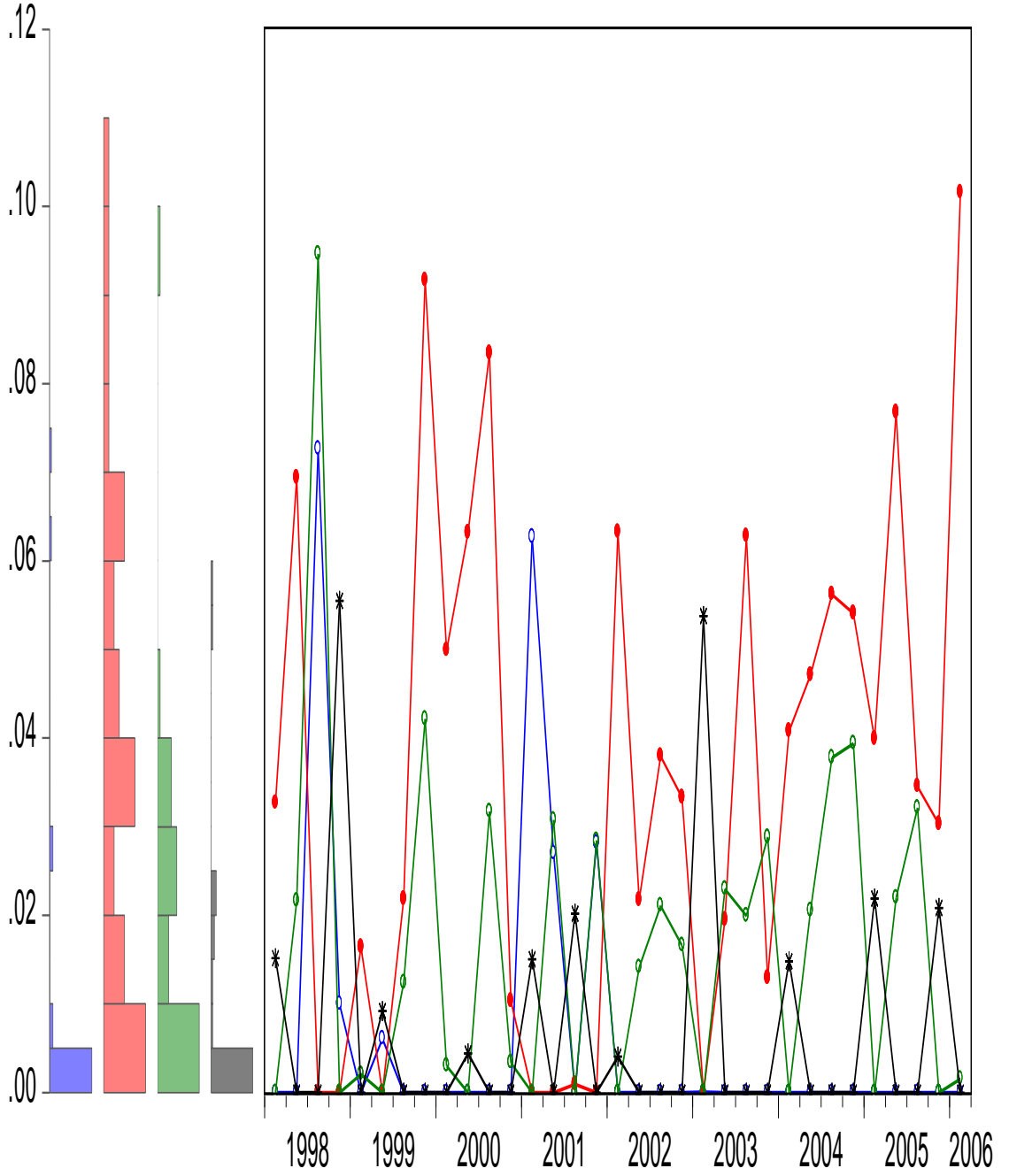
Analizde kullanılan portföy, doğrudan yatırım ve diğer yatırımlar türü sermaye hareketlerine ilişkin veriler (Ek-3) ile analiz sonucunda elde edilen bulgular (Ek-4) bu tezin sonunda tablolar halinde sunulmuştur. Buna ek olarak analiz sonucunda elde edilen veriler GSYİH'ye oranlanarak birim ölçümleri oluşturulmuştur.

Böylece Janus ve Riera (2010) araştırmasında kullanılan 4'lü ayrıştırma yöntemiyle yapılan bu analizlerin sonucunda elde edilen bulgular; ödemeler dengesi hesaplamalarında kullanılan; Yükümlülüklerden çıkışları (L^-): yabancı yatırımların çıkışı/azalması olarak; Yükümlülüklere girişleri (L^+): yabancı yatırımların girişleri/artışları olarak; Varlıklardan çıkışları (A^-): yerli/yerleşik yatırımların çıkışı/azalması olarak; Varlıklara girişler ise (A^+): yerleşiklerin girişi/artışı olarak yorumlanmıştır.

Yerli ve Yabancı sermaye akımlarının hareketlerini inceledikten sonra Janus ve Riera (2010) araştırmasında olduğu gibi brüt sermaye hareketlerini yerli-yabancı ve giriş-çıkış şeklinde incelemek yerinde olacaktır.

Yapılan dördü ayrıştırma analizleri sonucunda elde edilen bulgulara göre tespit edilen sermaye hareketlerini göstermek üzere hazırlanan şekillerde görsellik ve kolay anlatım açısından tek bir şekil yerine; 1998-2005 ve 2006-2013 şeklinde iki ayrı grafiğe ayrılmıştır. Bu şekilde hazırlanan şekillerin ilki aşağıda gösterilmiştir:

Şekil 14. Dörtlü Ayrıştırma Yöntemiyle Türkiye’de Sermaye Hareketleri (1998-2005)



- L-neg : Yükümlülüklerden Özel Sektör Çıkışları (L^-)
L-pos : Yükümlülüklere Özel Sektör Girişleri (L^+)
A-neg : Varlıklardan Özel Sektör Çıkışları (A^-)
A-pos : Varlıklara Özel Sektör Girişleri (A^+)

Yukarıdaki şekilde yükümlülüklerden özel sektör çıkışları (L^- ; yabancı yatırımların çıkışı/azalması) Mavi renkle; yükümlülüklerden özel sektör girişleri (L^+ ; yabancı yatırımların girişleri/artışları) kırmızı renkte; varlıklardan özel sektör çıkışları (A^- yerli/yerleşik yatırımların çıkışı/azalması) yeşil renkte ve varlıklardan özel sektör girişler ise (A^+ , yerli/yerleşiklerin girişi/artışı) siyah renkte gösterilmiştir.

1997 yılından sonra 1998'in ikinci çeyreğine kadar durağan seyreden yükümlülüklerden özel sektör çıkışları (L^-) bu dönemden başlayarak aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaşmıştır. Yine yabancı yatırımların çıkışı 2000 yılın ilk çeyreğinde başlamış, 2001 yılının Şubat ayında zirveye çıkmıştır.

Aynı dönemde yerli yatırımcılardan da (A^-) çıkışlar görülmekle birlikte hem onların çıkışı yabancılara göre daha düşük seviyede kalmış, hem de yerleşiklerin çıkışları geç başlayarak zirveye 2001 yılının ikinci çeyreğinde ulaşmıştır. Oysa bu dönemde yabancı yatırımlardaki çıkışlar azalma trendine girmiştir. Bu bulgu yabancı sermayenin 1998 yılının son çeyreğine kadar (Aralık ayına kadar) yabancı yatırımlardaki çıkışların devam ettiğini; 1998 yılı Aralık ayından sonra çıkış yönlü hareketin etkisini kaybederek 1999 yılının ilk çeyreğinde sona erdiğini göstermektedir.

Modelimize göre 1999 yılının ilk üç çeyrek döneminde yabancıların çıkışlarıyla (L^-) yerli yatırımcıların artışları (A^+) benzer şekilde hareket etmiştir. Göreceli olarak varlıklarda biraz daha fazla artış/giriş kaydedilmiştir. Bu bulguya göre yabancı yatırımların ülkeden çıkışını yerli yatırımcıların 1999 yılı içinde doldurma eğilimi gösterdiğini söylemek mümkündür. Ancak oldukça düşük düzeyde cereyan eden bu tür yabancı sermaye girişleri, aynı yılın Ağustos ve Eylül aylarında daha da azalmıştır.

Şekilde görüldüğü üzere yerli yatırımcıların çıkışları (A^-) 1998 ilk çeyreğinde yükselişe geçmiş; bu çıkış istikrarlı bir şekilde devam ederek aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaşmıştır. Aynı zaman diliminde yabancı yatırımcıların ülkeden çıkışları da gözlenmektedir. Dolayısıyla 1998 yılının ilk çeyreğinde başlayan, aynı yılın üçüncü çeyreğinin sonundan itibaren (1998 Kasım) zirve yapan çıkışlarda hem yerli sermaye hem de yabancı sermaye paralel hareket etmiştir.

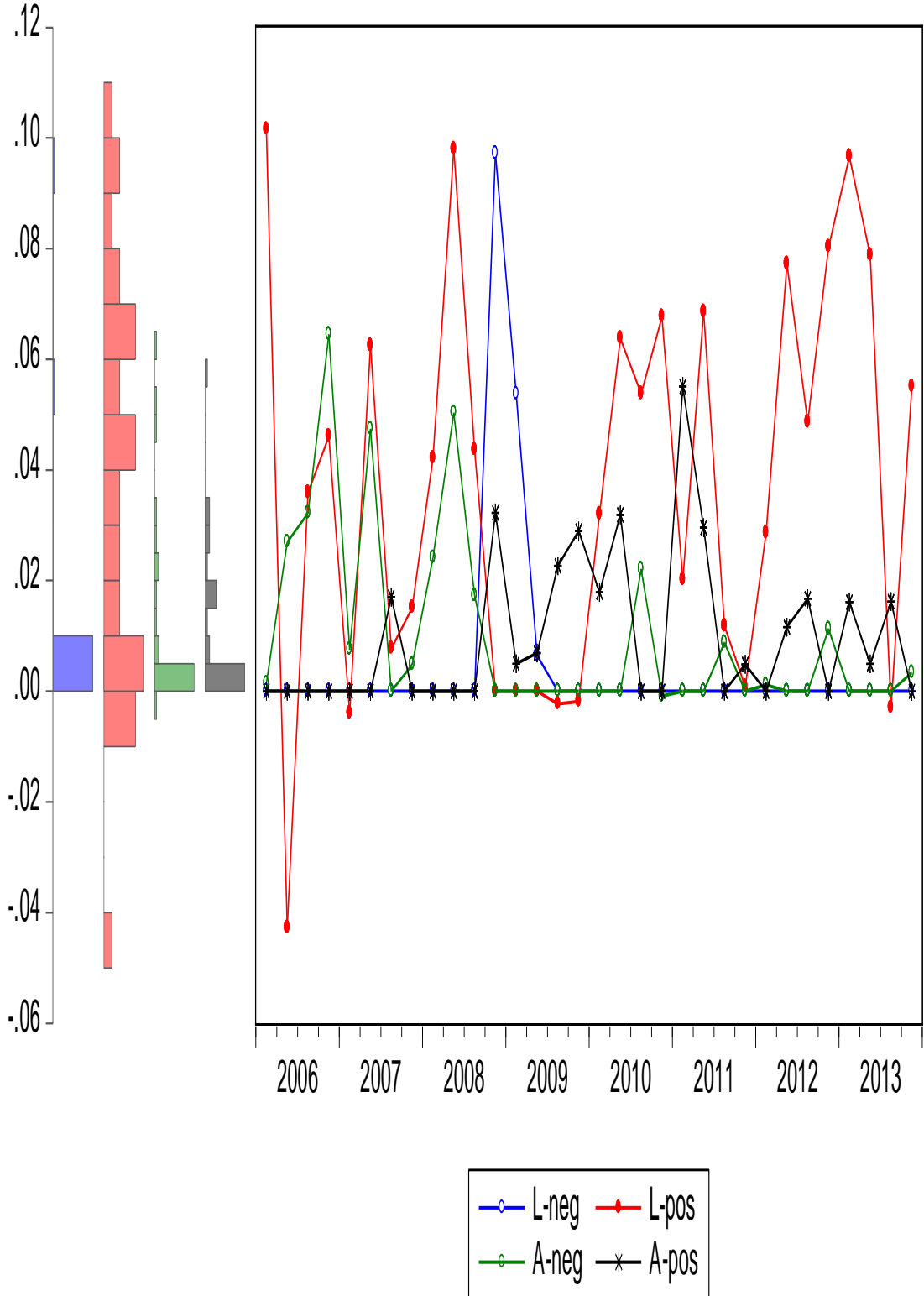
Şekilde kırmızı çizgiyle gösterilen yabancı sermayenin girişlerinde (L^+) en yüksek seviyeye ulaştığı dönemler sırasıyla 2006 yılının ilk çeyreği, 1999 yılının üçüncü çeyreği ve 2000 yılının üçüncü çeyreğidir. Aynı dönemlerde ise daha düşük miktarlarda olmakla birlikte yerli sermaye çıkışları yaşanmıştır (A^-). Varlıklarda azalmalar yaşanırken

yükümlülüklerde artış kaydedilmesi söz konusu dönemlerde yerli yatırımcıların çekildiği piyasaların yabancılar tarafından doldurulduğuna işaret etmektedir.

Buna karşılık yerleşiklerin girişlerindeki artışlar (A^+) baz alınan dönemde 1998 yılının ikinci çeyreğinde artışa geçerek, bu yılın son çeyreğinde zirveye çıkmıştır. Aynı düzeyde bir gelişmenin 2002 yılının son çeyreğinde başlayarak 2003 yılının ilk çeyreğinde yeniden yaşandığı şekildeki siyah çizgiden anlaşılmaktadır.

Her iki dönemde yükümlülüklerdeki girişlerin ise (kırmızıyla gösterilen L^+) 2003'de sıfır düzeyine kadar gerilediği; 1998 yılında ise dip noktasında seyrederken hafif bir yükselme gösterdiği şekilde görülmektedir.

Şekil 15. Dörtlü Ayrıştırma Yöntemiyle Türkiye’de Sermaye Hareketleri (2006-2013)



L-neg : Yükümlülüklerden Özel Sektör Çıkışları (L^-)
L-pos : Yükümlülüklerle Özel Sektör Girişleri (L^+)
A-neg : Varlıklardan Özel Sektör Çıkışları (A^-)
A-pos : Varlıklara Özel Sektör Girişleri (A^+)

Şekilde görüldüğü üzere 2006 yılının başında zirveye çıkan ve şekilde kırmızı ile gösterilen yükümlülüklerdeki artışlar (L^+ , yabancı sermaye girişleri) aynı yılın ikinci çeyreğinde sıfır noktası altına düşerek eksi seviyelere gerilemiştir.

Aynı zaman diliminde varlıklardaki artışlar (A^+) ile yükümlülüklerdeki çıkışlar (L^-) yerinde saymış; Varlıklardan çıkışlar (A^-) ise artma trendine girmiştir. Bu bulguya göre 2006 yılının Ocak ayında yabancıların yatırımlarında ani bir yükseliş gerçekleşirken yerinde sayan yerli yatırımcılar; bu yılın ikinci çeyreğinde yabancı yatırımcıların piyasaya girişlerinin azalmasıyla birlikte ortaya çıkan boşluğu doldurmak yerine onların da aynı şekilde piyasadan çıkmayı tercih ettiklerini göstermektedir.

Şekilde en dikkat çeken bulgulardan birisi de 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren artışa geçen yabancı sermaye girişlerinin 2008 yılının ilk çeyreğinde zirveye çıktıktan sonra düşüşe geçmesidir. Hatta 2008 yılının ilk çeyreğinde başlayan bu girişler asimetrik bir şekilde 2008 yılının son çeyreğinde çıkışa dönüşmüş, böylece ülkeye bu yılda giriş yapan yabancı sermaye aynı yıl içinde ve aynı oranda yeniden çıkış yapmıştır.

Yabancı sermayenin yoğun bir şekilde giriş yaptığı 2008 yılının başında yerli yatırımcılar giderek artan oranda çıkış yapmaya başlamıştır. Buna karşılık yine 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yabancı sermayenin çıkışlarının arttığı (L^-) dönemde ise yerleşiklerin ülkeye girişleri ciddi şekilde artmıştır. Bu bulgu söz konusu küresel krizin iyice hissedildiği 2008 yılının sonlarında ülkemizden çıkan yabancı sermaye akımlarının boşalttığı piyasaların ve yatırım alanlarının kısmen yerleşik sermaye geri dönüşleriyle doldurulduğunu göstermektedir.

Yerli sermayenin ülkemize en yüksek düzeyde geri dönüş yaptığı dönem ise 2011 yılıdır (A^+). Bu dönemde diğer değişkenlere bakıldığında, yabancıların sermaye girişlerinde benzer oranda düşüşler yaşandığı (L^+) buna karşılık yerleşiklerin sermaye çıkışları (A^-) ile yabancıların sermaye çıkışları (L^-) sıfır düzeyinde yerinde saydığı şekilde görülmektedir.

Son olarak şekilde kırmızı ile gösterilen yabancıların ülkeye girişlerinde (L^+) sıfır ve sıfırın altında azalmaların yaşandığı dönemlere bakmak yerinde olacaktır. Yabancı sermaye girişlerinin en şiddetli oranda sıfırın altına düştüğü dönemleri 2006 yılının ikinci çeyreği, 2007 yılının ilk çeyreği, 2009 yılının üçüncü, dördüncü ve 2010 yılı ile 2013 yılının üçüncü çeyreğinin (Haziran ayı) ortasında kaydedildiği şekilde görülmektedir.

Sırasıyla aynı dönemlerde yerli sermaye hareketlerine bakıldığında yerleşiklerin ülkeye geri dönüşleri yani girişlerindeki artışların (A^+), 2006 yılının ikinci çeyreğinde ve

2007 yılının ilk çeyreğinde yerinde sayarken; 2009 yılının tamamında, 2010 yılının ise ikinci çeyreğinde artış trendine girdiği şekilde görülmektedir. Gezi olaylarının yaşandığı ve yabancı sermayenin girişlerini sıfırın altına düştüğü Haziran 2013 ve sonraki aylarda ise yerli yatırımcılar kısmen de olsa geri dönüşlerinde artışlar yaşanmıştır.

Sonuç olarak dörtlü ayrıştırmayla sermaye hareketlerinin analizi yapıldığında yerli yatırımcılarla yabancıların sanıldığı gibi aynı yönde hareket etmedikleri ve bazen de birbirlerinin boşalttıkları yatırım alanları ile finansal piyasaları diğerinin doldurduğu görülmüştür.

5.2. KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ

Bu tez araştırması kapsamında kriz dönemlerinde sermaye hareketlerini tespit etmek amacıyla EMP modelinden yararlanılmıştır. Söz konusu model araştırmanın yöntem bölümünde bağlı olduğu literatür çerçevesinde tanımlanmış; modelde yer alan değişkenler açıklandıktan sonra yapılan testler sonucunda elde edilen bulgular aşağıdaki başlıklar altında anlatılarak yorumlanmıştır.

5.3. EMP MODELİ İLE TÜRKİYE’DE KRİZ DÖNEMLERİNİN TAHMİNİ

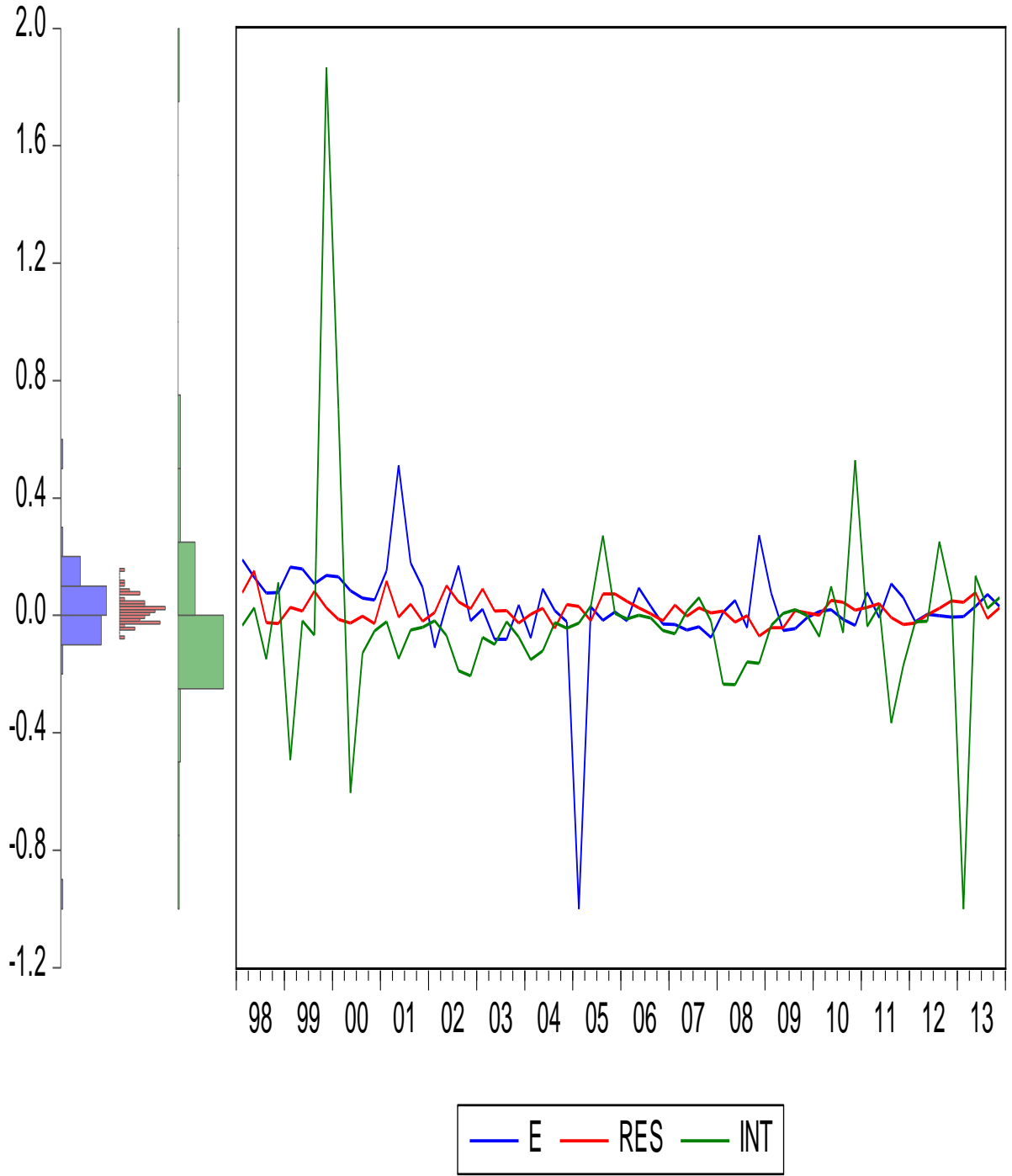
Literatürde kriz dönemlerini kestirmek amacıyla önerilen modellere bağlı olarak bu tez araştırması kapsamında Türkiye ekonomisinde 1998-2013 yılları arasında gözlenen istikrarsızlıklar ve bunların yarattığı kriz olgusunu belirlemek üzere “spekülatif atak modeli” (EMP) kullanılmıştır.

Bunun için Eichengreen, vd., (1995 ve 1996) ile Kaminsky vd., (1998) araştırmaları esas alınarak, Türkiye ekonomisinde baz alınan dönemlere ilişkin mevcut döviz rezervlerindeki yüzde değişimler, nominal kurlardaki yüzde değişimin ağırlıklı ortalamaları ve son olarak yurt içi faizlerdeki değişimlere göre bir kriz endeks dönemi hesaplanmış ve buna göre baz alınan dönemde kriz tahminleri yapılmıştır (Kaminsky vd., 1998:24; Berg ve Pattilo, 1999:563-564; Edison, 2001:15-17).

Kriz dönemlerinin tahminine geçmeden önce EMP endeksinin hesaplanmasında yer alan değişkenlerin 1998 yılı ile 2013 yılı arasında geçen dönemde hareketleri EMP modeli eşik değerleri baz alınarak hesaplanmıştır (Ek-5).

Bu analiz sonucunda önerilen EMP denkliğinde yer alan kur, rezerv ve faiz değişkenlerinin hareketlerinin grafiksel gösterimi ise aşağıda gösterilmektedir:

Şekil 16. EMP Kriz Tahmin Modelinde Yer Alan Temel Değişkenlerin Hareketleri



E : Nominal Kurlardaki Değişim

RES : Rezervlerdeki Değişim

INT : Aylık Nominal Faiz Oranlarındaki Değişim

Şekilde görüldüğü üzere 1998-2013 yılları arasında EMP modelinde yer alan nominal kurlardaki değişim (E= mavi renkli çizgi) 1998 yılından itibaren istikrarlı bir şekilde artış ve azalış kaydederken 2001 yılında en yüksek seviyesine çıkmıştır. Modele göre kurlardaki en önemli düşüş ise, 2005 yılının ilk çeyreğinde Ocak ve Şubat aylarında kaydedilmektedir. 2008 yılının son çeyreğinde başlayan artış 2009 yılının Ocak ve Şubat aylarında önemli mertebeye yükselmiş, 2001 yılından sonraki en büyük yükseliş olarak yansımıştır.

Şekilde kırmızı çizgiyle gösterilen rezervlerdeki artış ve azalışların genellikle ani olmadığı, bu anlamda EMP modelinde yer alan rezerv değişimlerinin en istikrarlı değişken hareketini gösterdiği anlaşılmaktadır. Diğer endeks göstergelerine oranla ani düşüş veya ani yükseliş göstermemiştir.

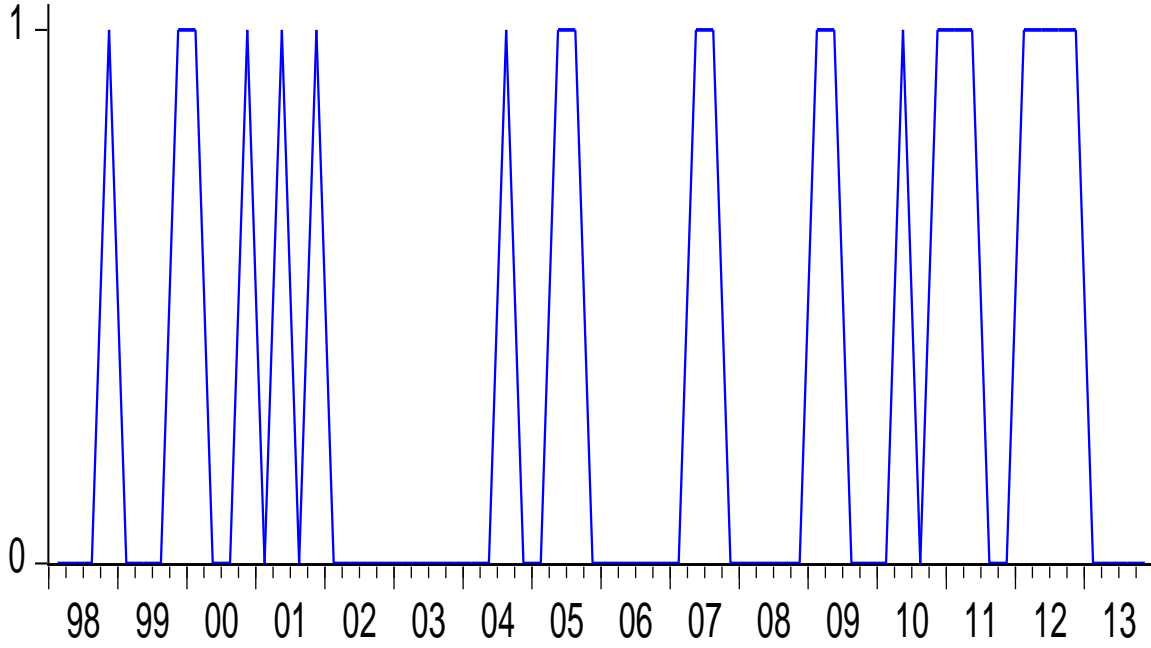
Şekilde yeşil çizgiyle gösterilen faiz değişkeni ise 1998-2013 yılları arasında EMP modelinde yer alan aylık nominal faiz oranlarındaki değişimi (INT) göstermektedir. Bu gösterge, 1998 yılında istikrarlı bir şekilde artış gösterirken, aynı yılın sonunda inişe geçmiş, 1999 yılında yeniden yükselişe geçerek yılın son çeyreğinde zirveye çıkmıştır.

2000 yılının başında hızla düşüşe geçen faiz göstergesi 1999 yılının başındaki seviyelerine geriledikten sonra nispeten dalgalı seyretmiştir. Bu yıldan sonra faizlerin en üst seviyede artış kaydettiği dönemler olarak 2005 yılı son çeyreğini, 2011 yılının ilk çeyreğini ve son olarak 2012 yılının ilk çeyreğini belirtmek mümkündür.

Buna karşılık modelde faizler 2001 yılının Ağustos ayında, 2003 yılının Nisan ayında, 2004 yılının Mart ayında, 2008 yılının ikinci çeyreği boyunca, 2011 yılının Ekim ayında ve son olarak 2013 yılının Mart ve Nisan aylarında en yüksek düzeyde azalma göstermiştir.

EMP analizinin ikinci aşamasına Kaminsky vd., (1998)'e göre kur, rezerv ve faiz değişimlerini dikkate alarak, 0,25 st. sapma uzaklığın dışında kalan kısımları (1) olarak kodlanarak KRİZ olarak nitelendirilmesi sonucunda kriz dönemleri (krizin başlangıcı, krizin dönemi ve krizin süresi) tahmin edilmiştir. (Ek-6) Buna göre krizler ve süreleri aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

Şekil 17. EMP İle Tahmin Edilen Kriz Dönemleri



Şekilde görüldüğü üzere başlangıç ile bitişi esas alındığında toplam 12 bağımsız krizden bahsetmek mümkündür. Bu grafiğe göre EMP modelince tahmin edilen krizlerin dönemlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

1.KRİZ DÖNEMİ: 1998'in üçüncü çeyreğinde Ağustos ayında başlayarak aynı yılın son çeyreğinde Aralık ayına kadar devam etmiş; bu aydan sonra etkisini kaybederek 1999 yılının ilk çeyreğinde sona ermiştir.

2.KRİZ DÖNEMİ: EMP Modeline göre ikinci kriz; 1999 yılının üçüncü çeyreğinde Ağustos ayında meydana gelmiş ve bu kriz etkisini 8-9 ay boyunca sürdürerek, ancak 2000 yılının ilk çeyreğinde inişe geçmiş ve 2000 yılının ikinci çeyreğinin son ayında (Haziran) etkisini tamamen kaybetmiştir.

3.KRİZ DÖNEMİ: 2000 yılındaki rahatlama kısa sürmüş krizin piyasalar üzerindeki olumsuz etkisi ikinci çeyreğin Mayıs ayında henüz kaybolmuşken; aynı yılın üçüncü çeyreğinin Ağustos ayında yeniden kriz göstergeleri sinyal vermeye başlamış ve bu kriz 2000 yılının Aralık ayında zirveye çıkarak hızlı bir şekilde düşüşe geçmiştir. Bu durum 2000 yılındaki krizi tetikleyen unsurların daha önceki aylarda kendini belirgin bir şekilde hissettirdiğini göstermektedir.

4. ve 5. KRİZ DÖNEMLERİ: EMP modeliyle kriz tahmininde 2001 yılında iki adet kriz tespit edilmiştir. Şekilde görüldüğü üzere 2000 yılında yaşanan krizle 2001 yılında yaşanan krizler modelde yer alan değişkenlere göre aynı şekilde (ani yükseliş ani düşüş) meydana gelmiştir.

Buna göre bu dönemin ilk krizi 2001 yılının Şubat ayında başlamış ve söz konusu kriz 2001 yılının ikinci çeyreğinin başı olan Nisan'da sona ermiştir. EMP modeline göre 2001 yılının Temmuz ayında yeni bir kriz durumu sinyalleri tırmanışa geçmiş ve bu yılda ikinci krizi başlamıştır. Söz konusu kriz 2001 yılının Ekim ayında zirveye çıkmış ve bu aydan sonra inişe geçerek 2002 yılının ilk çeyreğinde (Şubat sonunda ya da Mart ayında) etkisini tamamen kaybetmiştir.

Bu noktada model özellikle Şubat 2001 krizini belirgin bir şekilde tahmin ederken, endeksin etkisinin Mart 2001'de de devam ettirmesi spekülasyon şüphesinin bu ayda da devam ettiğine işaret ediyor olup; Nisan kararlarıyla başlayan ikinci krizin ise finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkisinin ise 2001 Temmuz ayında başladığını göstermektedir.

6. KRİZ DÖNEMİ: Modele göre 2002 yılının Şubat ayından 2004 yılının Nisan ayına kadar herhangi bir kriz tespit edilememiştir. 2004 yılının Nisan ayında başlayan kriz ise tıpkı 2000 ve 2001 krizleri gibi seyir göstermiş; ani oluşan bu kriz 2004 yılının Temmuz ayında zirveye çıkarak, yine ani bir şekilde düşüşe geçmiş ve 2004 yılının Kasım ayında piyasalarda neden olduğu olumsuz etki tamamen ortadan kalkmıştır.

7.KRİZ DÖNEMİ: EMP modeline göre 2005 döneminde içinde bulunulan kriz, modelde oluşturulan kriz tanımı ile mükemmel bir şekilde örtüşmektedir. Modelimiz anormal hareketleri (dönemsel sermaye yoğunluğu, sermaye hareketlerindeki dönemsellik, kurlardaki değişim, vb.) yakalamak üzere kurulduğu için 2004-2005 yılları arasındaki GSYİH'deki büyümeyi ve net hata noktasındaki şişmeyi kriz olarak algılamıştır. Bir başka deyişle karşılıksız para girişinin olması, kurların düşmesi ve GSYİH'nin artması modelimiz tarafından pozitif bir kriz olarak yakalanmıştır.

8.KRİZ DÖNEMİ: Modele göre 2005 yılının Kasım ayından itibaren öncü göstergeler kriz sinyali vermemekte, bu durum 2006 yılı boyunca aynı şekilde devam

etmektedir. Ne var ki 2007 yılının Şubat ayında başlayan kriz sinyallere artarak aynı yılın Nisan ayında zirve yapmış; 2007 yılının üçüncü çeyreğinin sonunda (Eylül ayında) kriz durumu düşüşe geçerek 2007 yılının Kasım ayında kriz durumu tamamen ortadan kalkmıştır.

9.KRİZ DÖNEMİ: EMP Modeline göre 2007 yılı Eylül ayından itibaren sağlanan bu istikrar 2008 yılının Ekim ayında başlayan kriz sinyalleriyle yeniden bozulmuştur. Model bu krizin, 2008 yılının Ekim ayında başladığını, 2009 yılının Ocak ayının ilk günlerinde zirveye yükseldiğini, zirvede yaklaşık altı ay devam ettikten sonra nihayet 2009 yılı Haziran ayında düşüşe geçtiğini göstermektedir. Pek çok açıdan 2007 yılında yaşanan krizle aynı şekilde ve sürede devam eden bu kriz 2009 yılının Eylül ayında sona ererek yaklaşık 13 ay sürmüştür.

10. ve 11. KRİZ DÖNEMLERİ: Modelimiz 2010 yılında iki kriz kaydetmiştir. Bunlardan ilki yılın ilk çeyreğinde (2010 Şubat ayında) başlayıp aynı yılın Nisan ayında zirveye çıkar çıkmaz düşüşe geçmiş ve söz konusu kriz 2010 yılının üçüncü çeyreğinin hemen başında (Temmuz ayında) sona ermiştir.

Ayrıca 2010 yılının ilk krizi 1998, 2000, 2001 ve 2004 yıllarında yaşanan krizlerin bir benzeridir. Aynı sürelerde başlayan ve inişe geçen bu krizin etkileri de az olmakla birlikte daha sonra ortaya çıkan krizlerde kriz yani durgunluk döneminin uzun olmasından önce ilk ani ortaya çıkan ve düşen kriz olması açısından dikkat çekicidir.

2010 yılının ikinci krizi ise; 2010 yılında yaşanan ilk krizin bitişiyle birlikte hemen başlamış, 2010 yılının Eylül ayında zirveye çıkarak ülkede o tarihe kadar yaşanan krizlere oranla daha uzun süre zirvede kalmıştır (yaklaşık 8 ay). Nihayet 2011 yılının Nisan ayı gibi düşüşe geçen bu kriz 2011 yılının Temmuz ayında tamamen ortadan kalkmıştır.

12.KRİZ DÖNEMİ: 2011 yılının Ekim ayında EMP Modeli Türkiye'nin en uzun süreli finansal krizinin sinyallerini vermeye başlamıştır. Söz konusu kriz 2011 yılının Aralık ayında zirveye çıkarak 2012 yılı süresince (12 ay) zirvede devam etmiştir. Nihayet 2013 yılı Ocak ayında sona eren bu kriz, böylece yaklaşık 16 ay sürmüştür.

Sonuç olarak EMP modeliyle yapılan kriz tahminlerine göre bu tez araştırması kapsamında literatürde incelenen ulusal, bölgesel ve küresel düzeydeki kriz tahminleriyle birebir uyuşan dönemsel tahminler yapıldığını söylemek mümkündür.

5.4. KRİZ DÖNEMLERİNDE SERMAYE HAREKETLERİNİN ANALİZİ

İstikrarlı büyüyen, doğrudan yatırımlara her zaman güven veren, arbitraj peşinde koşan portföy yatırımcılarına kısa dönemde kar vaat eden ekonomilere yönelen uluslararası sermaye akımları kriz dönemlerinde (kriz öncesi, kriz esnasında ve kriz sonrasında) normal dönemlere göre farklı hareket edebilmektedir.

Ancak, kriz-kargaşa dönemlerinde bu işaretler tersine dönebilir. Örneğin ülkemiz ekonomisinde işler yolunda giderken, yabancıların ülkeye daha fazla yatırım yapması (Türkiye'ye yabancı sermaye girişi L^+); beklenirken; ekonomide yaşanan olumlu gelişmelerle daha da zenginleşen ve güçlenen yerli yatırımcıların küresel pazarlara açılarak yurt dışında yatırım yapmaları (yerli sermaye çıkışı A^-) gerçekleşmesi beklenir.

Bu anlamda krizlerin oluşum ve gelişiminde sermaye hareketlerinin rolü belirleyici olmuş mudur? İşte bu araştırma kapsamında söz konusu soruya net bir şekilde yanıt verebilmek amacıyla, Türkiye'nin ödemeler dengesinin sermaye hareketleri kalemlerini dörtlü ayrıştırdıktan sonra bunları hareketlerini kriz öncesi, kriz esnasında ve kriz sonrası dönemlerde ayrı ayrı incelenmeye çalışılmıştır.

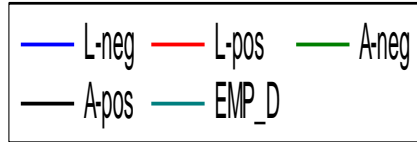
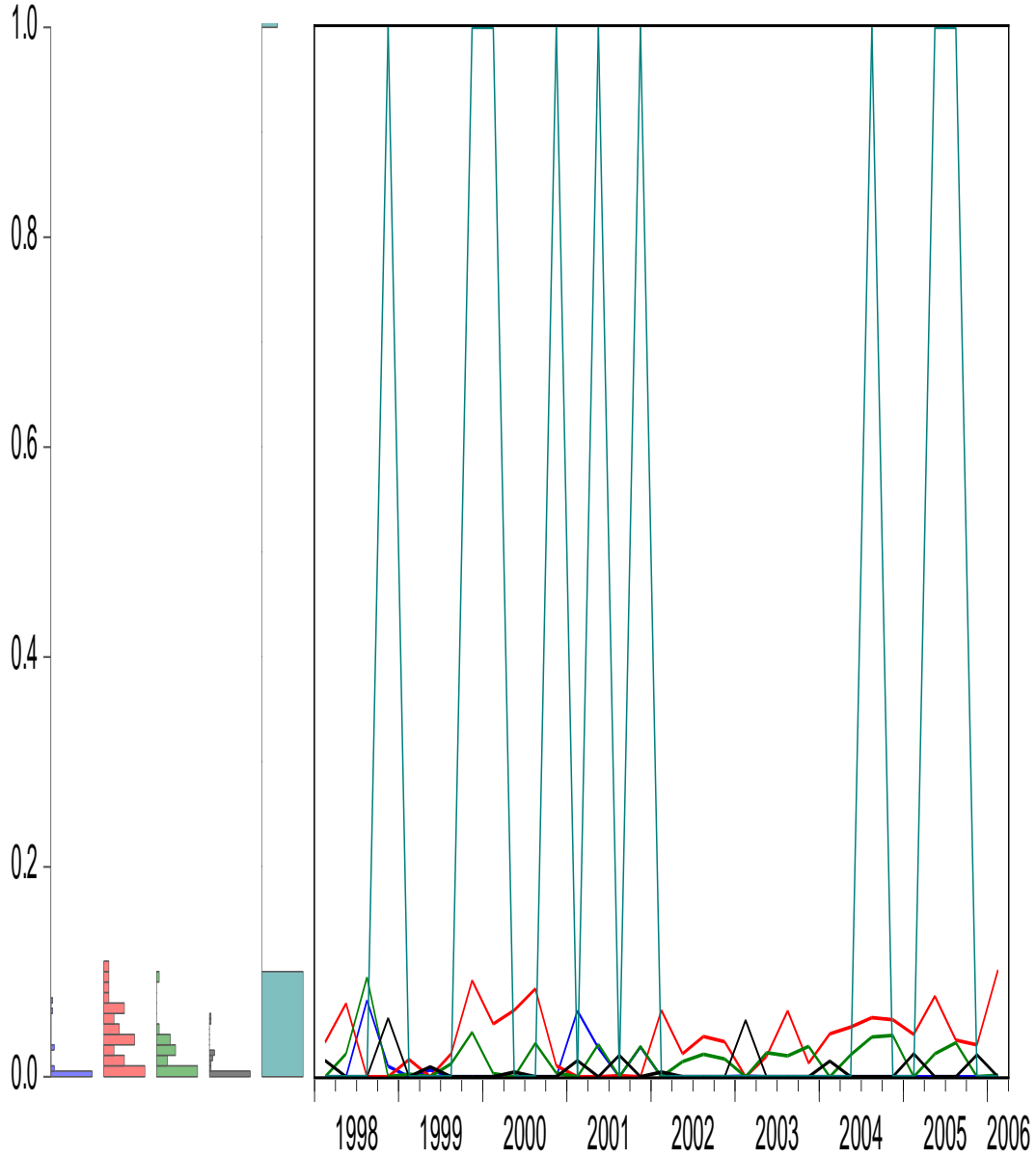
Böylece ülkemizin ödemeler dengesinin sermaye hesabının dökümü, ana kalemlerindeki değişimleri izleyecek biçimde dörtlü ayrıştırılması ile krizi tetikleyen, derinleştiren veya frenleyen sermaye hareketlerinin neler olduğu ve kimden (yerli mi yabancı mı) kaynaklandığı da anlaşılacaktır.

Araştırma kapsamında geliştirilen EMP modeliyle tespit edilen kriz ve kriz dönemlerinde sermaye hareketlerini detaylı bir şekilde incelemek üzere EMP grafiği ile dörtlü ayrıştırmaya dayanan sermaye hareketleri şekilleri birleştirilmiştir.

Ayrıca bu şekiller birleştirildikten sonra yine aynı şekilde daha ayrıntılı gözlemlene yapabilmek için 1998-2005 ve 2006-2013 şeklinde söz konusu şekiller ikiye bölünmüştür. Bu şekillerden ilki aşağıdaki gibidir:

Şekil 18. Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri

(Dörtlü Ayrıştırma Yöntemiyle-1998-2005)



- L-neg : Yükümlülüklerden Özel Sektör Çıkışları (L^-)
L-pos : Yükümlülüklerle Özel Sektör Girişleri (L^+)
A-neg : Varlıklardan Özel Sektör Çıkışları (A^-)
A-pos : Varlıklara Özel Sektör Girişleri (A^+)

EMP modeli baz alınan 1998-2013 tarihleri arasında Türkiye’de 12 bağımsız kriz tespit etmiştir. Bu krizlerin başlangıcı, bitişi ve devam ettiği dönemlerde sermaye hareketleri dörtlü ayrıştırma yöntemiyle karşılaştırılması sonucunda elde edilen ve yukarıdaki şekilde gösterilen bulgular aşağıdaki başlıklar altında incelenmiştir.

5.4.1. 1998 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

1998 yılında Rusya’da başlayan ve bölgesel etkileri olan krizin Türkiye’ye yansımaları EMP modeline göre 1998 yılının üçüncü çeyreğinde başlamıştır. Bu dönemde tırmanışa geçen kriz aynı yılın Aralık ayında zirveye yükselmesiyle birlikte inişe geçmeye başlamış ve nihayet 1999 yılının ilk çeyreğinde bitmiştir.

1998’in üçüncü çeyreğinde Türkiye’de hissedilmeye başlayan bu krizin sermaye akımları üzerindeki etkisine bakıldığında; 1997 yılından sonra 1998’in ikinci çeyreğine kadar durağan seyreden yabancı sermaye çıkışlarının (L^- ; yükümlülüklerden özel sektör çıkışlarının) söz konusu krizle birlikte aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaştığı görülmektedir.

1998 yılının ilk çeyreğinde yükselişe geçen yerli yatırımcıların çıkışları ise (A^- ; varlıklardan özel çıkışlar) krizle aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaşmıştır. Aynı şekilde 1998 yılının ikinci çeyreğinde artışa geçen yerleşiklerin girişlerindeki artışlar (A^+ ; varlıklardan özel girişler), bu yılın son çeyreğinde zirveye çıkmıştır. İlginçtir ki 1998 yılının son iki çeyreğinde dip noktada seyreden yabancı sermaye girişlerinde (L^+) 1999 yılının başında artış başlamıştır. Buna karşılık aynı dönemde yerleşiklerin sermaye geri dönüşleri azalmaya başlamıştır.

Bu bulgu Rusya’da baş gösteren krizle birlikte ülkemizdeki yabancı yatırımcıların ülkemizden çıkışıyla oluşan finansal boşluğun, aynı dönemde yurt dışına önceden çıkmış olan yerli yatırımcıların ülkeye geri dönmesiyle dolduğunu göstermektedir. Bununla birlikte yerli yatırımcıların geri dönüşlerinin ülkeden çıkan yabancı sermaye karşısında yetersiz oranda kalması ise ülkemizde 1998 yılının sonunda bir krizin oluşmasına neden olduğu söylemek mümkündür.

Yine söz konusu dönemde sermaye hareketlerine dörtlü ayrıştırmaya göre bakıldığında Rusya krizinin olumsuz etkilerinin Türkiye’de hissedilmeye başladığı 1998 yılının üçüncü çeyreğinde ülkeye gelen yabancı sermaye akımlarında (L^+) ciddi oranda azalmalar yaşanırken; aynı şekilde yerli sermaye geri dönüşlerinin (A^+) de aynı tarihte

azaldığı görülmektedir. Yabancı sermaye girişlerinin yerli yatırımcıların geri dönüşleriyle paralel hareket ettikleri bu dönem 1998 yılının üçüncü çeyreği süresince devam etmiştir.

Bu bulguya göre 1998 krizi başlayarak tırmanışa geçtiğinde yerli ve yabancı sermaye girişlerinde azalmaların başladığını söylemek mümkündür. Ayrıca bu durumun EMP modelinde yer alan nominal kurların ve faiz değişkeninin 1998 yılında istikrarlı bir şekilde neden artış gösterirken bu yılın sonunda neden inişe geçtiğini de göstermektedir.

Dolayısıyla hem yabancı sermaye girişlerinin hem de yerli sermaye geri dönüşlerinin (L^+ ve A^+) benzer şekilde 1998 krizinin tırmanışa geçtiği, krizle birlikte ikisinin de aynı şekilde düşüşe geçtiği ve bu nedenle kriz döneminde yerli-yabancı sermaye girişlerinin benzer şekilde hareket ettiği söylenebilir.

Oysa ikili ayrıştırmaya dayanan standart metodolojiye göre 1998 yılının başında ülkemizde net sermaye girişleri artışa geçmiş; bu artışlar 1998 yılının ikinci çeyreğinin sonunda zirveye çıkmış; aynı yılın Ağustos ayında başlayan hızlı düşüşler 1998 sonunda sıfırın altına gerileyerek aynı yılın sonunda en düşük seviyelere (negatif düşüşte en yüksek düzeye) gerilemiştir. Dörtlü ayrıştırmaya göre ise kriz tırmanışa geçerken benzer hareket eden yerli ve yabancı sermaye akımları, kriz düşüşe geçtiğinde farklı hareket etmektedirler.

5.4.2. 1999 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

EMP Modeline göre tespit edilen ikinci kriz dönemi 1999 yılının Ağustos ayında meydana gelmiş ve bu kriz etkisini 8-9 ay boyunca sürdürerek, ancak 2000 yılının ikinci çeyreğinin sonunda etkisini kaybetmiştir. Tez kapsamında da ulusal kriz olarak incelenen bu dönemde herkesin bildiği üzere 17 Ağustos 1999 tarihinde Büyük Marmara Depremi yaşanmıştır.

1999 yılının ilk iki çeyrek döneminde ve üçüncü çeyreğin ortasına kadar yabancıların sermaye çıkışlarıyla (L^-) yerli yatırımcıların ülkeye geri dönüşleri (A^+) benzer şekilde hareket etmiştir. Ancak 1999 yılında meydana gelen ve etkisi oldukça uzun süren bu kriz döneminde, sermaye akımlarını dörtlü ayrıştırarak hareketlerine bakıldığında; 1999 yılının ilk çeyreğinde yerli sermaye girişlerinde (A^+) artışlar yaşanırken krizle birlikte yerleşiklerin ülkeye geri dönüşlerinin azalarak krizle birlikte dibe çakıldığı görülmektedir.

Yine aynı dönemde yabancı sermaye girişleri (L^+) son derece yüksek bir şekilde artmıştır. Ayrıca yabancı sermaye girişlerinin (L^+) en yüksek orana ulaştığı 1999 yılının

son çeyreğinde ise bunlara göre daha düşük miktarlarda olmakla birlikte yerli sermaye çıkışları yaşanmıştır (A^-).

Bu bulgulara göre; 1999 depremiyle ortaya çıkan kriz döneminde yerleşik sermayenin boşaltmak zorunda kaldığı yatırım alanları yabancı yatırımcılar tarafından aynı asimetride doldurulmuştur. Ayrıca yabancı sermayenin bu hareketinin, zaten 1999 yılı başından itibaren tırmanışa geçen faizlerin 1999 yılının Ağustos ayında zirveye çıkmasından kaynaklanmış olabileceğini söylemek mümkündür.

Öte yandan 1999 yılında yaşanan bu krizde sadece yabancı sermaye hareketlerini, sadece girişlere ve çıkışlara göre değerlendiren standart metodoloji, kriz döneminde ülkeye yabancı sermaye girişlerinin devam ettiğini, krizde ise bu girişlerin düştüğünü ve krizin bitişiyle birlikte arttığını göstermektedir. Dolayısıyla 1999 yılında yaşanan krizin sermaye hareketleri üzerinde kayda değer bir etkisinin olmadığı yorumunu yapmak gerekir.

Oysa dörtlü ayrıştırma bulgularından anlaşıldığı üzere 1999 yılında meydana gelen ulusal kriz bu yılsonunda yerli yatırımların ülkeye geri dönüşlerini bıçak gibi kesmiş ve yerleşiklerin piyasalardan çıkışlarını arttırmıştır. Bu tespit şunu gösteriyor ki, 1999 depremiyle ülkemizdeki ulusal sermaye sahipleri çok ciddi bir darbe almış; buna karşılık yabancı sermaye birikimleri zayıflayan ulusal ekonomiye yüksek düzeylerde giriş yaparak finansal piyasalarda oldukça güçlü ve karlı yatırımlar yapmışlardır.

Bu durum 1999 yılında yaşanan Büyük Marmara Depremiyle birlikte yabancı yatırımcıların ülkemizde yaşanan krizden yerli yatırımcılara göre daha fazla yararlandıklarını göstermektedir.

5.4.3. 2000 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

Türkiye’de 1999 yılında yaşanan krizin ulusal sermaye birikimleri ile ülkemizin finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkisi 2000 yılının Mayıs ayında henüz kaybolmuşken; bu yılın Ağustos ayında kriz göstergeleri yeniden sinyal vermeye başlamıştır.

EMP modelinin kaydettiği bu üçüncü kriz 2000 yılının Ekim Kasım ayında tırmanışa geçmiş, 2000 yılının Aralık ayında zirveye çıkar çıkmaz aynı ay içinde hızlı bir şekilde düşüşe geçerek 2001 yılının Ocak ayının sonunda tamamen etkisini kaybetmiştir.

Modelin tespit ettiği 2000 yılındaki bu krizden önce ülkemize gelen yabancı sermaye akımlarındaki (L^+ ; yükümlülüklerden özel girişler) yükseliş; kriz tırmanışa

geçince düşüğe geçmiştir. Ancak birkaç ay sonra yabancı sermaye girişleri yeniden yükselerek, incelenen 1998-2005 döneminde en yüksek orana ulaşmıştır.

Söz konusu kriz dönemine girmeden önce inişte olan yerli sermaye çıkışları ise (A^- ; varlıklardan özel çıkışlar), yaşanan bu krizle birlikte yeniden artmış ve aynı düzeyde krize paralel olarak bu artış devam etmiştir. Dolayısıyla 2000 yılının Aralık ayında zirveye yükselen kriz durumunda yabancı sermaye girişleri artarken; yerli yatırımcıların çıkışları artmıştır. Bu durum kriz devam ederken yabancı sermayenin ülkeye gelmeye devam etmesi açısından ilginçtir.

Bunun en temel sebebi ise söz konusu tarihte piyasada döviz sıkıntısının baş göstererek kur farklılığının yabancıların lehine yüksek oranlara çıkması, faiz oranlarının yükselmesi ve arbitraj peşinde koşan portföy türü yatırımcılara ülkeye gelmeleri halinde çok yüksek oranlarda gelir elde edeceğine inanması olduğunu söylemek mümkündür.

Nitekim şekil 18’de görüldüğü üzere 2000 yılındaki kriz süresince ve bu krizin zirveye yükseldiğinde yabancı sermaye çıkışları hiç yaşanmazken (mavi renkle gösterilen L^- 0 düzeyinde kriz süresince kalmış); kriz ortaya çıkarken yükselişe geçen yerli sermaye girişleri (A^+ ; siyah renkli çizgi) krizin zirveye çıkmasıyla birlikte düşüğe geçmiştir. Oysa standart metodolojiye göre sermaye hareketleri 2000 yılının neredeyse tamamında sürekli düşüştür.

5.4.4. 2001 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

Araştırma kapsamında önerilen EMP modeliyle 2001 yılında iki tane kriz meydana geldiği tespit edilmiştir. Her iki krizde 2000 yılında yaşanan krize oldukça benzer sürelerde ve şekilde yaşanmıştır (ani yükseliş ve ani düşüş).

Bu dönemin ilk krizi 2001 yılının Şubat ayında başlamış ve söz konusu kriz 2001 yılının ikinci çeyreğinin başı olan Nisan’da sona ermiştir. Belirtilen her iki kriz döneminde benzer şekilde krizler tırmanırken yabancı sermaye çıkışlarının artması (L^-); durağan seyreden yerleşik sermayenin geri dönüşleri (A^+) ile ülkeden çıkışlarının artmaya başlamasına neden olmuştur (A^-).

Buna karşılık şekil 18’de L^+ ile (kırmızı renkte) gösterilen yabancıların sermaye girişleri her iki kriz döneminde sıfır ve sıfıra yakın düzeyde yerinde saymıştır. Bu durum 2001 yılında yaşanan her iki krizde yerli sermayenin hareketlenmesine neden olurken, yabancı sermayenin ülkemizdeki pozisyonunu korumasına neden olmuştur.

Özellikle 2001 yılının ilk krizinin zirveye çıktığı Şubat sonu Mart başından itibaren krizin düşüşe geçmesiyle yerli sermaye girişleri (A^+) azalmaya buna karşılık yerli sermayeden çıkışlarda (A^-) artışlar başlamıştır. Yabancı sermaye girişleri ve çıkışları ise (L^+ ve L^-) krizin zirveye yükselerek düşüşe geçmesiyle birlikte sıfır düzeydeki stabil konumunu devam ettirmiştir.

Ayrıca 2001 yılında yaşanan ilk krizde yabancı sermaye girişleri ve çıkışları durağan bir çizgide hareketsiz kalırken, yerli sermaye akımları daha oynaklaşmıştır. Standart metodoloji ise 2001 yılı Şubat (krizin başlangıcı), Mart (krizin zirvesi) ve Nisan ayında (krizin düşüşü ve bitişi) düşüşte olan yabancı sermaye girişlerinin yavaş yavaş artış eğiliminde olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla ikili ayrıştırmaya göre yabancı sermaye girişleri azda olsa 2001 krizinde yükseliştir ve gerek yerli gerekse yabancı sermaye çıkışları bu krizde ve birinci krizin hemen akabinde meydana gelen ikinci krizde hiç yaşanmamıştır.

EMP modeline göre 2001 yılının Temmuz ayında yeni bir kriz durumu sinyalleri tırmanışa geçmiş olduğu ve 2001 yılında ikinci krizin başladığı görülmektedir. Söz konusu kriz 2001 yılının Ekim ayında zirveye çıkmış ve bu aydan sonra inişe geçerek 2002 yılının ilk çeyreğinde (Şubat sonunda ya da Mart ayında) etkisini tamamen kaybetmiştir.

2001 yılında yaşanan bu ikinci krizin tırmanışa geçtiği tarihte sıfır düzeyinde yerinde seyreden yabancı sermaye girişleri (L^+) adeta sihirli bir değnek değmişçesine krizin zirvede olduğu Ekim Kasım ayında yükselişe geçerek, krizin tamamen ortadan kalktığı 2002 yılının Şubat ayında son birkaç yılın zirvesine çıkmıştır. Daha açık bir ifadeyle ülkemize yabancı sermaye girişleri ile krizin bitmesi aynı paralel çizgide ve zaman diliminde gerçekleşmiştir.

Yerli sermaye girişleri (A^+) ise bu kriz sona ererken sıfır düzeyine gerilerken, yerli sermaye çıkışları (A^-) yükselişe geçmektedir. Ayrıca EMP modeline göre kurlardaki en önemli düşüşler 2001 yılının birinci kriz döneminde; faizlerdeki en önemli düşüşler ise 2001 yılının Ağustos ayında (ikinci krizin başlangıcında) olduğunu göstermektedir. (Bkz. Şekil 18). Bu bulgular 2001 krizinin hem neden meydana geldiği hem de nasıl sona erdiği konusunda bazı sonuçlara işaret etmektedir.

Tüm bunlar birlikte değerlendirildiğinde, yüksek kar ve arbitraj beklentisiyle Türkiye'ye gelen yabancı sermaye, düşük faiz oranı ve kur nedeniyle finansal piyasalara girişlerini durdurmuştur. Ancak aynı yıl içinde devletin faizleri yükselterek, döviz kurunu dalgalanmaya bırakması ile birlikte yerleşiklerin krizle birlikte boşalttıkları alanları

yabancı sermaye girişleri aniden doldurmaya başlamış bu durum krizin sona ermesine neden olmuştur. Ancak bu durumun yerli sermayenin oldukça zayıflamasına ve ülkemizin sıcak para niteliğinde ülkeye gelen kısa dönemli yabancı sermayeden kaynaklanan yatırımsızlık şokuyla sarsılmasına neden olduğu söylenebilir.

5.4.5. 2002-2003 Yıllarında Sermaye Hareketleri (Krizsiz Dönem 1)

EMP modeli 2002 yılının Şubat ayından 2004 yılının Mayıs ayına kadar geçen 27 ay içinde Türkiye’de herhangi bir kriz dönemi tespit etmemiştir. Kriz yaşanmayan bu dönemde yerleşiklerin girişlerindeki artışlar (A^+) 2002 yılı içinde sıfır düzeyinde satabil hareket ederken; aynı yılın son çeyreğinden itibaren artış kaydederek 2003 yılının Ocak-Şubat ayında zirveye çıkmıştır.

Aynı dönemde ise yabancı sermaye girişleri (L^+) 2002 yılındaki düşüşünü devam ettirmiş; 2003 yılının Ocak-Şubat ayında yabancı sermaye girişleri tamamen durmuştur; ancak bu durum aynı aylar içinde yeniden artışa kendini bırakmıştır. Söz konusu artış 2003 yılının Kasım ayına kadar devam ederek zirveye çıktıktan sonra inişe geçmiştir.

Krizsiz geçen söz konusu dönemde 2002 yılının başında artmaya başlayan yerli sermaye çıkışları (A^-) yine artarak devam etmiş, yerli sermayenin yurt dışına çıkışları 2002 yılının yaz mevsiminde zirveyi gördükten sonra düşüşe geçmiştir. Yerli sermaye çıkışlarındaki düşüşler 2003 yılının Şubat ayında sıfır noktasına ulaşmıştır. Bu ay sonunda tıpkı yabancı sermaye girişlerindeki artışlar gibi yeniden yerli sermayenin çıkışları artmaya başlayarak bu durum 2003 yılının sonuna kadar dalgalı bir şekilde devam etmiştir.

Krizsiz dönemde yabancı sermaye çıkışlarına (L^- ; şekilde mavi renkle gösterilen yükümlülüklerden özel çıkışlar) bakıldığında çok ilginç bir durum dikkat çekmektedir. Ülkemizden yabancı sermaye çıkışları 2001 yılının son çeyreğinde sıfır düzeyine geldikten sonra 2008 yılına kadar böylece devam etmiştir.

Modelin tespit ettiği dönemde yabancı sermaye ülkemizden ayrılmayı hiç tercih etmemiştir. Bu durum aynı zamanda ülkemizde krizin oluşmamasında önemli bir etken olabileceğini düşündürmektedir.

Bu krizsiz dönemle ilgili ayrı bir konuda ödemeler dengesi net hata noksan kalemindeki önemli artıştan kaynaklanmış olması mümkündür. Zira o yıla gelene kadar ödemeler dengesi finans hesaplamalarında net hata noksan kalemi 1998 yılında -713 milyon dolar, 1999 yılında -1,30 milyar dolar, 2000 yılında -2,66 milyar dolar ve 2001 yılında -2,127 milyar dolar açığı göstermektedir.

Oysa net hata noksan kaleminde görülen açıktaki büyüme 2002 yılında -758 milyon dolara gerilemiş ve 2003 yılında bir anda +4,49 milyar dolara yükselmiştir. Bu yükselişin 2002 yılında başlayan, 2003 yılında zirve yapan bir kayıtdışı sermaye girişinden kaynaklanmış olması mümkündür. Çünkü net hata noksan kaleminin yaklaşık dört buçuk milyar dolar fazla verdiği 2003 yılında toplam finans hesapları 3,07 milyar doları gösterirken, bu tutarın içinde yer alan doğrudan yatırım kalemi 1,22 milyar doları ve portföy türü yatırımlar kelemi ise 2,47 milyar doları göstermektedir.

Modelin tespit ettiği birinci krizsiz dönemde ödemeler dengesi net hata noksan kalemi o yıllara kadar hiç görülmemiş oranda pozitif yönde fazla vermiş, eksi 2-2,5 milyar dolarla ifade edilen bu kalem 2003 yılında bir anda dört buçuk milyar dolara yükselerek ülkede finansal piyasalarda kriz yaşanmasını engellemiştir. Siyasal gelişmelere bakıldığında, ilgili dönemde iktidarda tek partinin bulunması da finans kesimine ve finansal hareketlere olumlu yansımıştır.

Sonuç olarak elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kriz olmaması için; yerli sermaye sürekli yurt dışına çıkararak yeni yatırımlar yapmalı; yabancı sermaye ülkemize artarak giriş yapmaya devam etmeli; yerleşiklerin geri dönüşleri minimum düzeyde kalmalı ve hepsinden önemlisi yabancı sermaye ülkeyi aniden terk etmemelidir.

5.4.6. 2004 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

EMP modeli 2004 yılının Nisan ayında başlayan yeni bir kriz tespit etmiştir. Bu kriz dönemi tıpkı 2000 ve 2001 krizleri gibi seyir göstermiş; ani oluşan kriz yine ani bir şekilde düşüşle aynı yılının Kasım ayında sona ermiştir.

Bu kriz döneminde dörtlü ayrıştırma yöntemiyle sermaye hareketlerine bakıldığında; krizin tırmanışa geçmesiyle birlikte yerli sermaye çıkışlarının (A⁻) yükselişe geçtiği; kriz zirveye çıktığı 2004 yılı Temmuz ayında küçük bir duraklama yaşadktan sonra çıkışların artarak devam ettiği (Eylül ayına kadar) şekilde görülmektedir.

Aynı tarihlerde yabancıların sermaye girişleri (L⁺) krize pek aldırılmamış; krizden önceki dönemde girişlerde yaşanan azalma aksine kriz tırmanırken yabancı sermaye girişleri de yükselmiş, kriz zirveye ulaştığında bile bu yükseliş devam etmiştir. Tıpkı yerleşiklerin çıkışları gibi yabancı sermaye girişlerindeki bu yükseliş 2004 yılının Eylül ayında durmuş ve böylece gerilemeye başlamıştır.

Öte yandan 2003 yılının son çeyreğinde artışa geçen yerli sermaye girişleri (A⁺) krizinden önce azalarak sıfır düzeyine düşmüştür. 2004 yılında yaşanan kriz sürecinde ise

yerleşiklerin geri dönüşleri sıfır düzeyinde seyretmiştir. Bu bulgu modelin tespit ettiği 2004 yılı krizinin yerli sermayenin kriz öncesindeki aynı şiddette geri dönüşünün artması ve azalmasından kaynaklanmış olabileceğine işaret etmektedir. Çünkü diğer üç brüt sermaye kaleminde 2004 krizi öncesinde, kriz esnasında ve hatta kriz sonrasında anlamlı bir değişim olmamıştır.

Nitekim literatürde pek anılmayan ancak modelin tespit ettiği 2004 kriz döneminde net sermaye hareketlerine standart metodolojiyle bakıldığında (Şekil 18); net sermaye girişlerindeki istikrarlı yükselişin 2004 yılında devam ettiği; 2004 kriz dönemi süresince bu yükselişin yaklaşık üç dört ay yerinde saydığı ve ondan sonra düşüşe geçtiği görülmektedir.

Standart metodolojiyle yapılan hesaplama göre kriz öncesinde artmaya devam eden net sermaye girişleri modelin tespit ettiği 2004 yılı krizinin zirvesindeyken sadece durmuş; krizden çıkılmasıyla birlikte düşüşe geçmiştir. 2004 yılında kriz oluşmasında yabancı sermayenin giriş ve çıkışlarının hiçbir etkisi bulunmamaktadır.

Bu durum standart metodolojinin yabancı sermaye giriş ve çıkışlarına bağlı olarak hesaplanan mutlak yatırımsızlık değerinin göz ardı etmesinden kaynaklandığını söylemek mümkündür. Dolayısıyla dörtlü ayrıştırma yöntemiyle kriz sermaye hareketleri arasındaki neden sonuç ilişkisi daha doğru gözlemlenebilmektedir.

5.4.7. 2005 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

EMP modeline göre ülkemizde 2005 yılının ilk çeyreğinde (Şubat ayında) yeni bir kriz başlamış; bu yılın Nisan ayında kriz zirveye çıkarak yaklaşık 6 ay devam etmiştir. Krizden çıkmaya başlanması ise ancak 2005 yılının Eylül ayında söz konusu olmuş ve bu kriz 2005 yılının Kasım ayında tamamen etkisini kaybetmiştir.

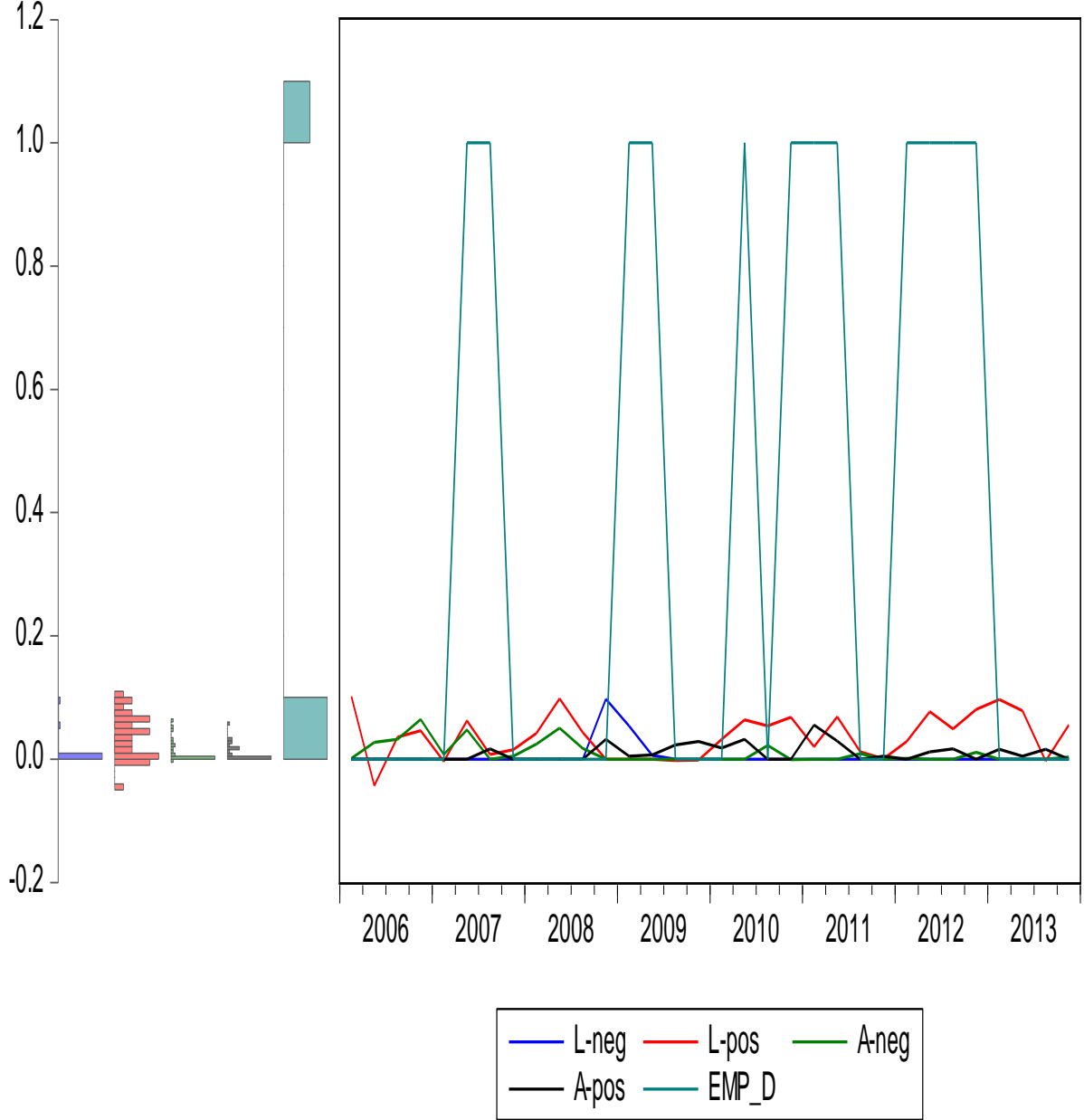
2005 yılının yukarıda tanımlanan kriz dönemlerinde, yabancı sermayenin girişlerinde (L^+) ciddi artışlar yaşanmış, adeta krizin ortaya çıkmasıyla aynı dönemde ülkeye çok ciddi miktarda yabancı sermaye girişleri yaşanmıştır. Kriz zirvedeyken aynı şekilde azalmaya başlayan yabancı sermaye girişleri, krizin düşüşe geçtiği 2005 yılının Eylül ayında durmuş; bu yılın sonunda ise daha yavaş düzeyde gerilemiştir.

Yerli sermaye çıkışları ise (A^-) 2005 krizi başlarken artmış, kriz zirveye ulaştığında ise aynı hızla olması da artmaya devam ettikten sonra kriz zirvede 6 ay boyunca devam ettiği sürecin tahminen Temmuz veya Ağustos ayında düşmeye

başlamıştır. Bu düşüş aynı krizin son bulduğu 2005 yılının Kasım ayında sıfır düzeyine gerilemiştir.

Yerleşiklerin girişlerinde (A⁺) ise krizin düşüşe geçmesiyle birlikte yükseliş kaydedilmiş; bu yükseliş 2005 yılının Kasım veya Aralık ayında aynı hızla sıfır düzeyine yerli sermaye girişlerinin düşmesiyle sonuçlanmıştır. Aynı dönemde daha önce belirtildiği üzere yabancı sermaye çıkışları (L⁻) sıfır düzeyinde stabil durumunu koruyarak hiç hareket göstermemiştir.

Şekil 19. Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri
(Dörtlü Ayrıştırma Yöntemiyle - 2006-2013)



L-neg : Yükümlülüklerden Özel Sektör Çıkışları (L^-)
L-pos : Yükümlülüklerle Özel Sektör Girişleri (L^+)
A-neg : Varlıklardan Özel Sektör Çıkışları (A^-)
A-pos : Varlıklara Özel Sektör Girişleri (A^+)
EMP_D : EMP Modeline göre Kriz Dönemleri

5.4.8. 2006 Yılında Sermaye Hareketleri (Krizsiz Dönem 2)

EMP Modeli 2006 yılı boyunca kriz yaşanmadığını göstermektedir. 2005 yılı Kasım ayı ile 2007 yılı Ocak ayı arasında geçen yaklaşık 14 aylık bu dönemde ülkemizde kriz yokken brüt sermaye hareketlerine bakılması yerinde olacaktır.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere 2006 yılının ilk çeyreğinde zirveye yükselen yabancı sermaye girişleri (L^+) aynı yılın ikinci çeyreğinde hızlı bir şekilde azalmaya başlayarak bu düşüşler önceki yıllarda hiç olmadığı kadar sıfırın altında devam etmiştir.

Ülkemize yabancı sermaye girişlerindeki azalmalar baz alınan 1999-2013 yılları arasında en düşük seviyesine 2006 yılının Nisan ve Mayıs ayında ulaştıktan sonra Mayıs sonundan itibaren yeniden aynı hızla yükselmeye başlamıştır. Negatiften pozitifte ancak 2006 yılının Temmuz ayında geçmeye başlayan bu yükseliş, nihayet 2006 yılının Aralık ayında bu yılın zirvesine bir önceki yılın ise yarı oranına ulaşmıştır.

Yerleşiklerden çıkışlar (A^-) ise kriz yaşanmayan 2006 yılında güçlü bir şekilde yükselerek bu dönemde yerli sermayenin yurt dışına açıldığını göstermiştir. Söz konusu yerli sermaye çıkışları değişen ivmede yıl boyunca devam ederek, nihayet 2006 yılının sonunda (Aralık ayında) düşme trendine girmiştir. 2006 yılı boyunca yabancı sermaye çıkışları (L^-) ve yerli sermaye girişleri (A^+) sıfır düzeyinde istikrarlı kalarak hiç hareket göstermemiştir.

Söz konusu bulgu, 2006 yılının ocak ayında yabancıların yatırımlarında ani bir yükseliş gerçekleşirken yerinde sayan yerli yatırımcılar, bu yılın ikinci çeyreğinde yabancı yatırımcıların piyasaya girişlerinin azalmasıyla birlikte ortaya çıkan boşluğu doldurmak yerine onlarda aynı şekilde ulusal piyasadan çekilerek yurt dışına açılmayı tercih ettiklerini göstermektedir.

Tüm bu açıklamalara ek olarak modelin kriz olmadığını tespit ettiği bu ikinci dönemde yeniden net hata noksan kalemi verilerine bakmak yerinde olacaktır. Bu anlamda ödemler dengesi finans hesaplamalarında net hata noksan kalemi 2003 yılında bir anda 4,49 milyar dolara yükseldikten sonra 2004 yılında 838 milyon dolara gerilemiş ancak 2005 yılında 1,96 milyar dolara yeniden çıkmıştır.

İlginçtir ki 2006 yılında yeniden -228 milyon dolara gerileyen bu gösterge önceki krizsiz dönemde negatiften bir anda yaklaşık dört buçuk milyarlık bir artışla pozitifte dönüşürken, modelin kriz tespit etmediği 2006 yılında pozitiften negatife dönmüştür. Bu durum net hata noksan kalemindeki değişimin krizsiz dönemin yaşanmasında tek başına yeterli olmadığını bir işareti olarak görülmüştür.

Ne var ki modelin kriz yaşanmayan yıl olarak tespit ettiği 2006 yılında doğrudan yatırımlar 2005 yılında 8,97 milyar dolarken, yaklaşık iki kat artarak 19,26 milyar dolara yükselmesinin ayrıca spekülasyon nitelikte olan ve daha çok ekonomide büyümeden çok cari açığı kısa vadeli kapatmaya yarayan portföy türü yatırımlar ise 2005 yılında 13,44 milyar dolardan 2006 yılında 7,42 milyar dolara gerilemiştir. Bu durum finans hesabının toplamda 2005 yılında 19,489 milyar dolardan 32,06 milyar dolara yükselerek ülkede kriz oluşumunu engellediği değerlendirilmektedir.

5.4.9. 2007 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

EMP modeli 2007 yılının Şubat ayında başlayan kriz sinyallerini algılamış, bu sinyallerin aynı yılın Nisan ayında zirve yapmasından hareketle yeni bir kriz tespit etmiştir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinin sonunda (Eylül ayında) bu krizden çıkılmaya başlanmış ve söz konusu kriz 2007 yılının Kasım ayında sona ermiştir.

Modelin tespit ettiği bu krizin başlangıç döneminde yerli sermaye girişlerinin (A⁺) sıfır düzeyinde stabil durumdayken, krizin zirveye ulaştığı Nisan ayında artmaya başlamıştır. Yerleşiklerin krizin zirve yapmasıyla birlikte artışa geçen ülkeye geri dönüşleri (yerli sermayenin girişlerindeki artışlar) ancak 2007 yılının Temmuz ayında azalmaya başlamış ve bu azalış yılın son çeyreğinde yeniden sıfır düzeyine düşmüştür.

Bu kriz başlarken yükselmeye başlayan yabancı sermaye girişleri (L⁺) ve yerli sermaye çıkışları (A⁻) ise aynı şekilde krizin zirveye çıktığı 2007 yılının Nisan ayında yükseldikleri hızla düşmeye başlamıştır. Bu azalmalar (düşmeler) 2007 yılının Ağustos ayı gibi durmuş; (Ancak yerli sermaye çıkışları sıfır düzeyinde yabancı sermaye girişleri ise birim seviyede durmuştur) ve bu aydan itibaren her ikisi de yeniden artmaya başlamıştır. Yabancıların çıkışlarında (L⁻) ise hiçbir değişim olmamış dipteki stabil durumu bu yılda da devam etmiştir.

Söz konusu bulgular, yabancı sermaye girişleriyle yerli sermaye çıkışlarının 2007 yılında paralel hareket ettiklerini; krizle birlikte sadece yerleşiklerin ülkeye geri dönen sermaye birikimlerinde azalmaların kaydedildiğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla 2007 yılında hem yerli hem de yabancı sermaye ülkeye bol miktarda giriş yapmış; ülkede piyasaların doyuma ulaşmasıyla birlikte yerleşik yatırımcılar güçlü bir şekilde yurt dışında yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmeye başlamıştır.

Oysa standart metodolojiye göre ülkemize net sermaye girişleri 2007 yılının başında keskin şekilde azalmaya başlamış; bu azalma EMP modelinin tespit ettiği kriz

zirve döneminde sıfırın altına düşmüş ve krizden çıkılmasıyla birlikte yeniden sermaye girişleri 2007 yılının sonuna doğru artmıştır. (Bkz. Şekil 19).

Dolayısıyla standart metodolojiye göre net sermaye hareketlerine bakarak ülkemizde 2007 yılındaki krize yabancı sermayenin ülkemizden çıkması neden olmuştur şeklinde bir yorum yapılırken; dörtlü ayrıştırmaya göre bu krizin sermaye akımlarından kaynaklandığını değerlendirmenin çok gerçekçi olmadığını söylemek mümkündür.

5.4.10. 2008-2009 Yıllarında Kriz ve Sermaye Hareketleri

EMP modeli 2008 yılının Ekim ayında başlayan, 2009 yılının Ocak ayının ilk günlerinde zirveye yükselen, zirvede yaklaşık altı ay devam ettikten sonra nihayet 2009 yılı Haziran ayında düşüşe geçmiştir. Pek çok açıdan 2007 yılında yaşanan krizle aynı şekilde ve sürede devam eden bu kriz 2009 yılının Eylül ayında sona ererek yaklaşık 13 ay sürmüştür.

Öncelikle belirtmelidir ki, araştırma kapsamında geliştirilen EMP modelinin tespit ettiği bu kriz, ABD’de 2007 yılı sonunda başlayan, 2008-2009 yılında devam eden Mortgage küresel krizinin finansal piyasalarda krize neden olduğunu tespit etmesi açısından oldukça önemlidir. Çünkü modelimiz 2008-2009 yılında yaşanan küresel krizin etkisiyle ülkemizde yaklaşık 13 ay süren bir kriz tespit etmiştir.

Söz konusu kriz döneminde yabancı sermaye girişlerindeki (L^+) azalmalar krizle birlikte sıfır düzeyinin altına düşecek kadar gerilemiş; kriz süresince ise sıfırın altında seyretmiştir. Bu durum en son 2006 yılının ikinci çeyreğinde yaşanmıştır.

Söz konusu dönemde en dikkat çeken gelişme yabancı sermaye çıkışlarında (L^-) görülmüştür. Çünkü en son 2001 yılının son çeyreğinde sıfır düzeyine geriledikten sonra yaklaşık yedi buçuk yıldır ülkemizden kayda değer düzeyde çıkış yapmayan yabancı sermaye çıkışları, bu krizin başlamasıyla birlikte artmıştır. Bu durum 2008-2009 yılında yabancı sermayenin ülkelerine geri dönmeye başladıkları göstermektedir.

Bir önceki yıldaki yabancı sermaye girişleriyle eş değerde ülkemizden ayrılan yabancı sermaye birikimlerinin bu hareketi, ülkemizde 2008-2009 yılında ciddi anlamda bir krizin baş göstermesine neden olduğunu söylemek mümkündür.

Ayrıca küresel kriz tüm dünyayı sarmaladığı esnada ülkemizden yabancı sermaye ayrılırken; yerleşiklerin ülkemize girişleri (A^+) ciddi şekilde artmıştır. Yerli sermayenin çıkışları (A^-) ise bu dönemde sıfır düzeyinde stabil kalmıştır. Bu bulguların, ABD’de başlayan sonrasında Avrupa’ya ve gelişmiş diğer ülke ekonomilerine sıçrayan küresel

krizin iyice hissedildiği 2009 yılında ülkemizden çıkan yabancı sermaye akımlarının boşalttığı yatırım alanlarının aynı düzeyde olmasa da, ülkeye geri dönen yerli sermaye birikimleri tarafından doldurulduğu şeklinde yorumlanması mümkündür.

Oysa standart yöntem bu tarihlerde ülkemize giren yabancı sermayenin 2008 yılının üçüncü çeyreğinde 2008-2013 yılları arasındaki en yüksek düzeye ulaştığını; bu yükseklikten küresel krizle birlikte yine aynı dönemin en dip noktaya düştüğü bu yüzden ülkemizde ciddi anlamda kriz yaşandığını göstermektedir.

Küresel krizin başladığı 2007 yılında net hata noksan kalemi 517 milyon dolar fazla verirken, 2008 yılında 2,91 milyar dolara fırlamış, 2009 yılında ise 3,08 milyar dolar tutarına ulaşmıştır. Bütün dünyada gelişmiş ekonomiler yatırımlarını ülkelerine geri çağırırken Türkiye’de net hata noksan kaleminde böylesine yüksek bir oranda fazlalık yaşanması oldukça dikkat çekicidir (TCMB, 2014).

Oysa Türkiye’nin ödemeler dengesi finans hesabı 2007 yılında 37,27 milyar dolar, 2008 yılında sadece yaklaşık 250 milyon dolar artarak 37,52 milyar dolara çıkarken, 2009 yılında bir anda 9,09 milyar dolara gerilemiştir.

Ayrıca 2007 yılında 19,94 milyar dolar olan doğrudan yatırımlar, 2008 yılında 17,21 milyar dolara gerilerken, 2009 yılında 7,078 milyar dolara düşmüştür. Aynı şekilde ülkemize giriş yapan sıcak parayı gösteren portföy türü yatırımlar 2007 yılında 833 milyon dolar düzeyindeyken, 2008 yılında -5,01 milyar dolara ve 2009 yılında negatiften pozitif dönüşmekle birlikte 227 milyon dolarda kalmıştır.

Sonuç olarak 2008-2009 Mortgage küresel krizi ülkemizden yabancı sermayenin çıkmasına, yabancı sermaye girişlerinin sıfır noktasında seyretmesine, buna karşılık daha önceden yurt dışına çıkmış olan yerli yatırımcıların ülkeye geri dönmesine neden olmuş ve bu sayede söz konusu küresel kriz ülkemiz ekonomisini teğet geçmiştir.

5.4.11. 2010 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

2009 yılının Eylül ayında sona eren krizden yaklaşık beş ay sonra EMP modeli 2010 yılı Şubat ayında yeni bir krizin başladığını tespit etmiştir. Bu ayda başlayan kriz 2010 yılı Nisan ayında zirveye ulaşır ulaşmaz, aynı tarihte düşüşe geçiyor ve söz konusu kriz 2010 yılının Temmuz ayında sona ermiştir.

Başlama, devam etme ve düşüşe geçme yönleriyle 1998, 2000, 2001 ve 2004 yıllarında yaşanan krizlere bir benzeri olan bu krizin sona erdiği Temmuz ayında EMP

modeli bu krizden çok daha güçlü ve uzun süreli ikinci bir krizin başladığını tahmin etmektedir.

Öncelikle 2010 yılının Şubat ayında başlayan bu yılın ilk krizindeki brüt sermaye hareketlerine bakıldığında; kriz tırmanıştayken küresel krizin etkisiyle sıfırın altına düşecek düzeyde gerileyen yabancı sermaye girişlerinin (L^+) bu krizle birlikte yeniden yükselişe geçtiği söylenebilir. Ancak bu yükselişin 2010 yılı Nisan ayında durduğu, krizin etkisiyle bir iki ay azaldıktan sonra krizin bitmesiyle yeniden yükseldiği anlaşılmıştır.

Dolayısıyla hem 2010 yılında yaşanan ilk krize yabancı sermaye girişlerindeki artışın neden olabileceğini hem de bu krizin zirveye çıktığı Nisan ayında ülkemize yabancı sermayenin girişlerinin durduğunu söylemek mümkündür. Nitekim aynı kriz döneminde bir süredir artarak devam eden yerli sermaye girişleri (A^+) düşüşe geçerken; uzun bir süreden beri sıfır düzeyinde stabil duran yerli sermaye çıkışları ise (A^-) artmaya başlamıştır. Yabancıların çıkışlarında (L^-) ise herhangi bir değişiklik olmamış yıl boyunca sıfır düzeyinde stabil kalmıştır.

2010 yılında yaşanan ikinci kriz ise; 2010 yılının Eylül ayında zirveye çıkarak ülkede o tarihe kadar yaşanan krizlere oranla daha uzun süre zirvede kalmıştır (yaklaşık 8 ay). Nihayet 2011 yılının Nisan ayı gibi düşüşe geçen bu kriz 2011 yılının Temmuz ayında tamamen ortadan kalkmıştır.

2010 yılında yaşanan bu kısa süreli krizin bitişiyle birlikte hemen başlayan ikinci krizin tırmanışa geçtiği 2010 yılının Eylül ayında tüm brüt sermaye kalemlerinde azalma ve düşüş yaşanmıştır. Örneğin yabancı sermaye girişleri (L^+) azalmış; yerli sermaye girişleri sıfır düzeyine düşerek yaklaşık üç ay bu düzeyde kalmış; uzun bir aradan sonra başlayan yerli sermaye çıkışları (A^-) sıfır düzeyine krizin zirve yapmasıyla düşmüş ve zaten sıfır düzeyinde stabil olan yabancı sermaye çıkışları (L^-) aynı şekilde kalmıştır.

Ancak bu krizin zirvede olduğu 8 aylık dönemin ilk üç ayında sıfır düzeyinde kalan yerli sermaye girişleri (A^+) kriz devam ederken 1999 yılından 2013 yılına kadar geçen dönemde hiç olmadığı kadar güçlü bir şekilde yaşanmaya başlamıştır. Bu girişler 2011 yılının Şubat ayında zirveye ulaşmasından üç ay sonra söz konusu kriz de etkisini kaybetmeye başlamıştır.

Hatta bu dönemde yerli sermayenin ülkeye geri dönüşleri ilk defa yabancı sermaye girişleriyle (L^+) benzer düzeyde gerçekleşmiştir. Ayrıca bu kriz döneminde yabancı sermayenin girişlerinin artması ve azalması yerli sermaye geri dönüşlerinin artması ve azalmasıyla tam zıt yönde gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak şekilde siyah çizgiyle (A+) kırmızı çizgi (L+) 2010 yılının son ayından ve 2011 yılının Şubat ayı arasında kalan dönemde tam ters yönde hareket ederek; paralel bir dörtgen meydan getirmiştir. (Bkz. Şekil 19).

Bu bulguya göre 2010 yılının ikinci kriz döneminde ülkenin ekonomisini rahatlatan yerli sermayenin geri dönüşleri olduğunu söylemek mümkündür. Bu nedenle modelin tespit ettiği kriz finansal piyasalarda çok olumsuz bir etkiye neden olmamış; yerli sermaye dönüşleri bu krizden de ülke ekonomisinin yara almadan kurtulmasını sağlamıştır.

Bu durumun net hata noksan kaleminden ülkeye giriş yaptığını söylemek zordur. Zira 2009 yılında 3,078 milyar dolara yükselen net hata noksan kalemi 2010 yılında sadece 928 milyon dolarlık fazla vermiştir. Ülkedeki finansal piyasaları rahatlatarak modelin kriz olarak tespit ettiği bu dönemde reel durumda kriz yaşanmamasının sebebinin ne olduğunu anlamak için ödemeler dengesi finans hesaplamalarındaki kalemlere yeniden bakmak yerinde olacaktır.

Küresel krizin olumsuz etkilerinin devam ettiği 2009 yılında 9,089 milyar dolar düzeyinde gerçekleşen toplam sermaye akımları finans hesabı kalemi 2010 yılında 44,54 milyar dolara yükselmiştir. Bu yükselişte doğrudan yatırımlar 2009 yılında 7,078 milyar dolar düzeyinden 2010 yılında 7,59 milyar dolara çıkarak sadece 500 milyon dolarlık katkı sunarken; portföy yatırımları 2009 yılında 227 milyon dolardan 2010 yılında yaklaşık 64 kat artarak 16,07 milyar dolara yükselerek katkı sağlamıştır.

Görüldüğü üzere 2010 yılında Türkiye spekülasyon hamle yapma olasılığı yüksek olan portföy türü yatırımlara kapısını öyle bir açmış ki, neredeyse cari açığını kapatma ve finansal piyasaları rahatlatma işini tamamen sıcak paraya bağlamıştır. Oysa bir anda ülkeye gelebilen ve bir anda ülkeden çıkabilen portföy türü sermaye akımlarındaki artış reel piyasalarda ve Türkiye ekonomisinde kriz yaşanmasını engellerken EMP modeli bu dönemi kriz dönemi olarak tanımlamıştır. Dolayısıyla tek başına portföy türü yatırımlardaki büyük oranlardaki artışların kriz oluşumunu engelleyemediğini söylemek mümkündür.

5.4.12. 2011 Yılında Kriz ve Sermaye Hareketleri

2011 yılının Ekim ayında EMP Modeli Türkiye'nin en uzun süre devam eden finansal krizinin sinyallerini vermeye başlamıştır. Söz konusu kriz 2011 yılının Ekim ayında tırmanışa geçmiş; aynı yılın Aralık ayında zirveye çıkarak, 2012 yılı süresince (12 ay) zirvede devam etmiştir. İncelenen 1998-2013 yılı arasındaki dönemin en uzun krizi

olan bu kriz ancak 2013 yılı Ocak ayında sona ermiştir. Böylece söz konusu kriz yaklaşık 16 ay sürmüştür.

Öncelikle krizin tırmanışa geçtiği döneme bakıldığında, yabancı sermaye girişlerinin (L^+) krizle birlikte yükselişe geçtiği, krizin şiddetinin artmasıyla birlikte yabancı sermaye girişlerinin de arttığı ve krizin zirveye yükseldiği 2011 yılı Aralık ayında Yabancı sermaye girişlerinin yükselişinin durarak inişe geçtiği görülmektedir.² Ancak yabancı sermaye girişlerindeki bu azalmalar kriz zirvedeyken 2012 yılının Mayıs–Haziran ayında durmuş ve Haziran ayından sonra yeniden yabancı sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır.

Düşüşle aynı hızda gerçekleşen bu yükseliş ise kriz yine zirvedeyken daha düşük hızda olmakla birlikte 2012 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Ülkemize gelen yabancı sermaye girişindeki artışlar 2012 yılının sonunda (Aralık ayında) zirveye ulaşmış, 2013 yılı başından itibaren düşüşe geçerek, adeta 2013 yılının Haziran ayında (Gezi olayları) sıfırın altına gerilemiştir. Bu bulgu EMP modelinin tahmin ettiği bu krizin yabancı sermaye girişleriyle paralel şekilde oluştuğunu; yabancı sermaye girişlerinin durmasıyla birlikte ise krizin bittiğini göstermektedir.

Krizin başladığı, sürdüğü ve bittiği dönemlerde yabancı sermaye çıkışı (L^-) kayda değer derecede yaşanmamış; buna karşılık yerlilerin çıkışlarında (A^-) aynı oranda artış ve azalış yaşanmıştır. Yerleşiklerin geri dönüşleri ise krizin başlangıç evresinde yabancı sermaye girişleriyle benzer şekilde artarken, krizin zirveye ulaşmasıyla düşüşe geçmiş; 2012 yılın sonunda sıfır düzeydeki yerli yatırım girişleri 2013 yılında inişli çıkışlı hareket sergileyerek, yabancı sermaye girişlerinin zıttı yönde hareket göstermiştir.

Ancak yabancı sermaye girişlerindeki artış ve azalışlarla bu dalgalı yerli sermaye dönüşleri kıyas kabul edilmeyecek düzeyde yaşanmıştır. 2013 yılı gezi eylemlerinde ise yerli sermaye girişleri artarken bir anda durmuş ve bu yılın sonunda sıfır düzeyine kadar gerilemiştir.

Öte yandan 2011, 2012 ve 2013 yıllarında Türkiye'nin ödemeler dengesi finans hesaplarındaki net hata noksan, doğrudan yatırım ile portföy türü yatırımlardaki dikkat çeken değişimlere modelin bulguları çerçevesinde bakmak yerinde olacaktır. Bu anlamda en dikkat çekici gelişme 2011 yılında net hata noksan kaleminde yaşanmıştır.

² Oysa 2011 yılında ödemeler dengesi net hata noksan kalemi kendi rekorunu kırarak 9,14 milyar dolara yükselmiştir. Aynı yıl ise doğrudan yatırımlar 13,82 milyar dolar, portföy tütu yatırımlar ise 21,989 milyar dolar olarak gerçekleşirken finans toplamı 2011 yılında 65,97 milyar dolar çıkmıştır.

2010 yılında 928 milyon dolar fazla veren net hata noksan kalemi 2011 yılında 9,14 milyar dolara yükselerek kendi rekorunu kırmıştır. 2012 yılında 1,056 milyar dolara düşen bu kalem 2013 yılında 3,07 milyar dolara yükselmiştir. Görüldüğü üzere özellikle 2011 yılında ülkeye giriş yapan kaynağı belirsiz yatırımlar ülke ekonomisinin ödemeler dengesi hesaplamalarında en önemli kalemi oluşturur hale gelmiştir.

2011 yılında finans hesapları yaklaşık 66 milyar dolarlık büyüklüğe ulaşırken bu hesapta doğrudan yatırımlar yaklaşık 14 milyar dolara ve portföy türü yatırımlar ise 22 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. 2012 yılında ise yaklaşık 41 milyar dolara yükselen portföy türü yatırımlar karşısında doğrudan yatırımların miktarı oldukça düşük kalmış ve 9 milyar dolara gerilemiştir. 2013 yılında finans hesapları 62,3 milyar dolar, portföy yatırımları yaklaşık 24 milyar dolar ve doğrudan yatırımlar yaklaşık 10 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Görüldüğü üzere EMP modeli 2012 ve 2013 yıllarında ekonomimizi rahatlatması beklenen çok yüksek düzeyde yabancı sermaye girişi yaşanmasına rağmen son yirmi yılın en uzun krizi bu yıllarda yaşanmıştır. Dolayısıyla ülkemize portföy türü yatırımlar ile net hata noksan kalemleri altında giriş yapan yabancı yatırımlar kriz oluşmasını engellemektedir. Özellikle bu tür sermaye kalemlerinde 2013 yılının başından itibaren yaşanan azalmalar, nihayetinde gezi eylemleriyle birlikte düşen doğrudan yatırımlar ekonomide yeni krizlerin başladığının bir habercisi olduğunu söylemek mümkündür.

5.4.13. EMP Modeli ile Tespit Edilen Kriz Dönemlerinde Brüt Sermaye Hareketleri

Brüt sermaye hareketlerinin EMP modeli ile tespit edilen kriz dönemlerinde hareketleri özet halde aşağıda sunulmuştur. Varlık ve yükümlülükteki artış / azalış kısımları krizin oluşum dönemindeki hareketlere göre raporlanmıştır.

Krizler	1998.3Ç-1999.1Ç	1999.3Ç-2000.2Ç	2000.3Ç-2001.1Ç
Süre	6 ay	9 ay	4 ay
Zirve Ayı	1998 Aralık	2000 Ocak	2000 Aralık
Bilinen Kriz	Rusya Krizinin Yayılması	Marmara Depremi	TR'ye özgü likidite krizi
İkili Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	Net sermaye hareketleri genel olarak düşme trendindedir.	Net sermaye hareketleri yükseliş göstermektedir.	Net sermaye hareketleri önce artış ardından düşüş göstermektedir.

Dörtlü Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	A+ :ciddi azalış A-: ciddi artış L+ : ciddi azalış L-: ciddi artış	A+ :azalış A-: artış L+ : ciddi artış	A-: artış L+ : artış L-: artış (kriz sonu)
Açıklama	Kriz tırmanışa geçerken benzer hareket eden yerli ve yabancı sermaye akımları, kriz düşüşe geçtiğinde farklı hareket etmektedir.	Ulusal sermaye sahipleri çok ciddi bir darbe almış; Yabancı sermaye sahipleri zayıflayan ulusal ekonomiye yüksek düzeylerde giriş yaparak finansal piyasalarda oldukça güçlü ve karlı yatırımlar yapmışlardır.	Döviz sıkıntısının baş göstererek kur farklılığının yabancıların lehine yüksek oranlara çıkması, faiz oranlarının yükselmesi ve arbitraj peşinde koşan portföy türü yatırımlar girmiştir.

Krizler	2001.1Ç-2001.2Ç	2001.3Ç-2002.1Ç	2004.2Ç-2004.4Ç.
Süre	3 ay	8 ay	9 ay
Zirve Ayı	2001 Mart	2001 Ekim	2004 Temmuz
Bilinen Kriz	Siyasi ve Bankacılık Krizi	Siyasi İstikrarsızlık	
İkili Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	Yabancı sermaye girişleri bir miktar yükselmiştir	Net sermaye girişleri aralık ayında minimum seviyedir.	Kriz oluşmasında yabancı sermayenin giriş ve çıkışlarının hiçbir etkisi yoktur.
Dörtlü Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	A+ : azalış A: artış L+ : durağan L: durağan	A+ :ciddi azalış A: ciddi artış L+ : ciddi artış	A+ :ciddi azalış A:ciddi artış L+ : artış
Açıklama		Döviz kurunu dalgalanmaya bırakması ile birlikte yerleşiklerin krizle birlikte boşalttıkları alanları yabancı sermaye girişleri doldurmuştur	Ulusal sermaye sahipleri çok ciddi bir darbe almış; Yabancı sermaye birikimleri zayıflayan ulusal ekonomiye yüksek düzeylerde giriş yaparak finansal piyasalarda oldukça güçlü ve karlı yatırımlar yapmışlardır

Krizler	2005.1Ç-2005.4Ç	2007.1Ç-2007.4Ç	2008.4Ç-2009.3Ç
Süre	6 ay	10 ay	13 ay
Zirve Ayı	2005 Nisan	2007 Nisan	2009 Ocak
Bilinen Kriz	Pozitif Ayrışma		ABD Mortgage Krizi
İkili Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri		Net sermaye hareketlerine göre 2007 yılında sermaye çıkışı söz konusudur.	Ülkemizde ciddi anlamda kriz yaşandığını göstermektedir.
Dörtlü Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	A: artış L+ : artış	A+ : artış A: artış L+ : artış L: durağan	A+ :ciddi artış A: durağan L+ : ciddi azalış L: artış
Açıklama		2007 yılında hem yerli hem de yabancı sermaye ülkeye bol miktarda giriş yapmış	2008-2009 Mortgage küresel krizi ülkemizden yabancı sermayenin çıkmasına, yabancı sermaye girişlerinin sıfır noktasında seyretmesine, buna karşılık daha önceden yurt dışına çıkmış olan yerli yatırımcıların ülkeye geri dönmesine neden olmuştur

Krizler	2010.1Ç-2010.3Ç.	2010.4Ç-2011.3Ç.	2011.4Ç-2013.1Ç.
Süre	6 ay	8 ay	16 ay
Zirve Ayı	2010 Nisan	2010 Eylül	2011 Aralık
Bilinen Kriz	ABD Mortgage Krizinin Yayılması		
İkili Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	Kriz oluşmasında yabancı sermayenin giriş ve çıkışlarının hiçbir etkisi yoktur.		
Dörtlü Ayrıma Göre Sermaye Hareketlerinin Özellikleri	A ⁺ : azalış A ⁻ : artış L ⁺ : artış L ⁻ : durağan	A ⁺ : önce azalış, iyileşme döneminde ciddi artış. L ⁺ : azalış A ⁻ : artış L ⁻ : durağan	L ⁺ : artış L ⁻ : durağan
Açıklama		İyileşme döneminde yabancı sermayenin girişlerinin artması ve azalması yerli sermaye geri dönüşlerinin artması ve azalmasıyla tam zıt yönde gerçekleşmiştir.	EMP modeli 2012 ve 2013 yıllarında ekonomimizi rahatlatması beklenen çok yüksek düzeyde yabancı sermaye girişi yaşanmasına rağmen son yirmi yılın en uzun krizi bu yıllarda yaşanmıştır.

SONUÇ ve ÖNERİLER

Bu araştırmanın temel amacı, Türkiye’de 1998-2013 Yılları arasında yaşanan krizlerde, ödemeler dengesi finans kaleminde yer alan sermaye akımlarının hareketlerini tespit ederek, bu hareketlere neden olan makroekonomik ve finansal dinamikleri incelemektir.

Araştırmanın birinci bölümünde, küreselleşen dünyada finansal kriz kavramı, ikinci bölümünde, uluslararası sermaye akımları ve yaklaşımları teorik olarak incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise günümüz ekonomik konjonktüründe gelişmiş ülkelerden çıkarak küresel düzeyde dolaşıma giren uluslararası sermaye akımlarının bölgesel dağılımları, fonksiyonları ve hareketleri istatistiksel verilere göre incelenmiştir. Araştırmanın dördüncü bölümünde ise kriz ve sermaye arasındaki ilişkiyi konu alan teorik ve ampirik literatür taranarak araştırmanın yöntemi ve araştırma kapsamında kullanılan analiz modelleri tanımlanmıştır.

Yöntem bölümünde tanımlanan araştırma modellerinin ilki ödemeler dengesi finans hesaplamalarında yer alan sermaye akımlarının hareketlerini, dörtlü ayrıştırma yöntemiyle analiz eden bir modeldir. Araştırma kapsamında ikinci aşamada sinyal yaklaşımı kapsamında spekülasyon atak modeline dayanan EMP modeli ile 1998-2013 yılları arasında Türkiye’de yaşanan kriz dönemleri tahmin edilmiştir. Üçüncü aşamada kriz değişkenlerinin aralarındaki etkileşimin şiddetini, süresini ve yönünü ortaya koyan ARDL sınır ve eşbütünleşim analizleri yapılmıştır. Araştırma kapsamında son olarak ARDL modelinde analiz edilen değişkenlerin kriz oluşumundaki etkisini doğrulayan Lojistik analiz modeli önerilmiş ve uygulanmıştır.

Araştırma kapsamında önerilen model ve analizler sonucunda ulaşılan nicel bulguları, tezin teorik kısımlarında elde edilen bulgular ışığında başlık altında sınıflandırarak yorumlamak ve önerilerde bulunmak mümkündür:

✓ **Kriz Dönemlerinde Sermaye Hareketleri (1998-2013)**

Bu tez araştırması sonucunda kriz dönemlerinde sermaye hareketleri Türkiye’de yaşanan krizler bölgesel, ulusal ve küresel düzeyde gruplandırılarak incelenmiştir. Bu anlamda bölgesel kriz olarak 1998 yılında Rusya’da yaşanan kriz; ulusal kriz olarak 17 Aralık 1999 yılı Büyük Marmara Depremi sonrası yaşanan kriz, 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz ile 2001 yılı Şubat ayında yaşanan döviz krizi ile aynı yılın Nisan ayında yaşanan bankacılık krizi incelenmiştir. Küresel krize örnek olarak ise 2007-2008 yılında

ABD’de başlayan 2008 ve 2009 yıllarında Avrupa ekonomilerinden tüm dünyaya yayılan küresel mortgage krizi dönemlerinde sermaye hareketleri incelenmiştir.

✓ Bölgesel Krizlerde Sermaye Hareketleri

Araştırma kapsamında bölgesel krize örnek olarak Rusya krizi gösterilmiştir. Teorik bölümde incelendiği üzere 1998 yılında Rusya’da meydana gelen kriz bu ülkeden yabancı yatırımların çıkışını başlatmış ve bu gelişmeler Rusya ekonomisinde bir yandan mali sektörün küçülmesine, diğer yandan da kamu kesiminin yüksek borçlanma gereğinden dolayı, ülkedeki reel faizlerin yükselerek bölgesel nitelikte bir krize neden olmuştur. Söz konusu bölgesel kriz, dış finansman iklimini olumsuz etkileyerek Türkiye ekonomisi için çeşitli sıkıntılara yol açmıştır.

Araştırma sonucunda 1998 yılında Rusya’da ortaya çıkan ve bölgesel etkileri olan bu krizin, Türkiye’de aynı yılın üçüncü çeyreğinde başlayan bir krize neden olduğu ve bu krizin Türkiye’deki etkisinin 1998 yılının Aralık ayında zirveye yükseldiği, inişe geçmeye başladığı ve nihayet 1999 yılının ilk çeyreğinde bittiği gözlenmiştir.

1998’in üçüncü çeyreğinde Türkiye’de hissedilmeye başlayan Rusya krizinin sermaye akımları üzerindeki etkisine bakıldığında; 1997 yılından sonra 1998’in ikinci çeyreğine kadar durağan seyreden yabancı sermaye çıkışlarının (L^- ; yükümlülüklerden özel sektör çıkışlarının) söz konusu krizle birlikte aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaştığı görülmüştür.

1998 yılının ilk çeyreğinde yükselişe geçen yerli yatırımcıların çıkışları ise (A^- ; varlıklardan özel çıkışlar) krizle aynı yılın üçüncü çeyreğinde zirveye ulaşmıştır. Aynı şekilde 1998 yılının ikinci çeyreğinde artışa geçen yerli yatırımcı girişlerindeki artışlar (A^+ ; varlıklardan özel girişler), bu yılın son çeyreğinde zirveye çıkmıştır. İlginçtir ki 1998 yılının son iki çeyreğinde dip noktada seyreden yabancı sermaye girişleri (L^+) 1999 yılının başında artmaya başlamıştır. Buna karşılık aynı dönemde yerleşiklerin sermaye geri dönüşleri azalmaya başlamıştır.

Araştırma sonucunda Rusya’da baş gösteren krizle birlikte ülkemizdeki yabancı yatırımcıların ülkemizden çıkışıyla oluşan finansal boşluğun, aynı dönemde yurt dışına önceden çıkmış olan yerli yatırımcıların ülkeye geri dönmesiyle doldurulmaya çalışıldığı anlaşılmıştır. Bununla birlikte yerli yatırımcıların geri dönüşlerinin ülkeden çıkan yabancı sermaye karşısında yetersiz oranda kalması ise ülkemizde 1998 yılının sonunda modelin tespit ettiği krizin oluşmasına neden olduğunu söylemek mümkündür.

✓ Ulusal Krizlerde Sermaye Hareketleri

Araştırma kapsamında ilk olarak 17 Ağustos Büyük Marmara Depremi döneminde sermaye hareketleri incelenmiştir. Rusya krizini izleyerek borsalardan kaçan sermaye 1999 yılında Türkiye'yi de kapsamına almış, borsa tarihsel bir dibe vuruşu yaşamıştır.

Aslında 23 Haziran 1999 tarihinde BDDK'nın kurulması finansal piyasalar açısından olumlu yönde gelişme olarak görülürken, hemen arkasından 17 Ağustos 1999 tarihinde büyük Marmara depreminin yaşanması ülke ekonomisini çok ciddi sarsmıştır. Bu sarsıntı nedeniyle Türkiye 1999 yılının Aralık ayında IMF ile döviz kuru temelli bir istikrar programı antlaşması yapmak zorunda kalmış ve böylece Türkiye 1999 yılını $-7,3$ büyüme oranı ve $53,2$ 'lik enflasyon oranıyla kapatmıştır.

Araştırma kapsamında geliştirilen EMP Modeli 1999 yılının Ağustos ayında Türkiye'de bir krizin başladığını ve bu kriz etkisini 8-9 ay boyunca sürdürerek, ancak 2000 yılının ikinci çeyreğinin sonunda ortadan kaybolduğunu tespit etmiştir. Araştırma sonucunda kriz öncesi dönem olan 1999 yılının ilk iki çeyrek döneminde ve üçüncü çeyreğin ortasına kadar yabancıların sermaye çıkışlarıyla (L^-) yerli yatırımcıların ülkeye geri dönüşlerinin (A^+) yaşandığı görülmüştür.

Ancak 1999 yılında meydana gelen, etkisi uzun süren bu kriz döneminde, yerli sermaye girişlerindeki (A^+) artışların krizle birlikte dibe çakıldığı; aynı kriz döneminde yabancı sermayenin ülkeye girişlerinin (L^+) son derece yüksek bir şekilde arttığı ve bunlara göre daha düşük miktarlarda olmakla birlikte yerli sermaye çıkışlarının (A^-) yaşandığı tespit edilmiştir.

Bu bulgulara göre; 1999 depremiyle ortaya çıkan kriz döneminde yerleşik sermayenin boşaltmak zorunda kaldığı yatırım alanlarının yabancı yatırımcılar tarafından aynı asimetride doldurduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca yabancı sermayenin bu hareketinin zaten 1999 yılı başından itibaren tırmanışa geçen faizlerin 1999 yılının Ağustos ayında zirveye çıkmasıyla arttığını söylemek mümkündür.

Bu tespit şunu gösteriyor ki, 1999 depremiyle ülkemizdeki ulusal sermaye sahipleri çok ciddi bir darbe almış; buna karşılık yabancı sermaye birikimleri zayıflayan ulusal ekonomiye yüksek düzeylerde giriş yaparak finansal piyasalarda oldukça güçlü ve karlı yatırımlar yapmışlardır.

Araştırma kapsamında ulusal kriz olarak nitelenen 2000 Kasım krizinde sermaye hareketlerine bakmadan önce bu krizi kısaca hatırlatmak yerinde olacaktır. Daha önce detaylı bir şekilde anlatıldığı üzere 2000 yılı Kasım ayında Türkiye'de bir kriz yaşanmıştır.

Yaşanan bu krizin IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ve yanlış belirlenen enflasyonla mücadele programından kaynaklandığı ifade edilmiştir.

Ayrıca bu dönemde sabit kurun savunulması pahasına faizlerin yükselmesine hükümet tarafından göz yumulmuş; Merkez Bankası IMF programı ve hedefleri uyarınca piyasaya tam zamanında likidite vermemiş, bu olumsuz ortamda yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış, bankaların açık pozisyonlarını kapatma telaşıyla döviz talepleri daha da artmış, piyasada likidite sıkıntısı kriz boyutuna gelmiştir

Panik havasını dağıtmak isteyen Merkez Bankası sonuçta piyasaya döviz sürmek zorunda kalmış, böylece 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan Merkez Bankası brüt döviz rezervi 1 Aralık 2000 tarihinde 18 milyar 942 milyon dolara inmiştir.

Bununla birlikte Kasım 2000’de yaşanan likidite krizinin nedeninin, sadece finansal piyasaların nakit talebine cevap veremeyişi ile değil, aynı zamanda bu dönemdeki likidite talebinde olağanüstü nitelikteki artışlar olduğu ileri sürülmüştür. Ancak bu dönemde özellikle portföy yatırımlarında yaşanan tüm spekülatif saldırılara rağmen döviz fiyatlarındaki dengesiz değişimlerden ürken halkın her şeye rağmen TL’den dövize geçmemesi Kasım krizinin bir sonraki yılda yaşanan krizler gibi derinleşmesini önlemiştir.

Teorik bölümde detaylı bir şekilde incelenen bu dönemde EMP modeli de bir kriz tespit etmiştir. Modele göre 2000 yılının Ekim Kasım ayında tırmanışa geçen bu kriz 2000 yılının Aralık ayında zirveye çıkar çıkmaz aynı ay içinde hızlı bir şekilde düşüşe geçerek 2001 yılının Ocak ayı sonunda tamamen etkisini kaybetmiştir.

Modelin tespit ettiği 2000 yılındaki bu krizden önce ülkemize gelen yabancı sermaye akımlarındaki (L^+ ; yükümlülüklerden özel girişler) yükseliş; kriz tırmanışa geçer geçmez düşüşe geçmiş, ancak birkaç ay sonra yabancı sermaye girişleri yeniden yükselerek, incelenen 1998-2005 döneminde en yüksek seviyeye ulaşmıştır.

Araştırma sonucunda görülmüştür ki, 2000 yılındaki kriz başlamadan önce yaşanan yabancı sermaye çıkışları kriz zirveye yükseldiğinde tamamen durmuş; ancak kriz ortaya çıktığında yükselişe geçen yerli sermaye girişleri (A^+ ; siyah renkli çizgi) krizin zirveye çıkmasıyla birlikte düşüşe geçmiştir. Ayrıca kriz dönemine girmeden önce düşüşte olan yerli sermaye çıkışları ise (A^- ; varlıklardan özel çıkışlar), yaşanan bu krizle birlikte yeniden artmış ve aynı düzeyde krize paralel olarak bu artış devam etmiştir.

Dolayısıyla 2000 yılının Aralık ayında zirveye yükselen kriz durumunda yabancı sermaye girişleri artarken; yerli yatırımcıların çıkışları da buna paralel olarak artmıştır. Bu

durum kriz devam ederken yabancı sermayenin ülkeye gelmeye devam etmesi ve kriz döneminde yerli sermayenin yurt dışına açılması açısından ilginçtir.

Bu bulgulara göre 2000 yılı Kasım krizi öncesinde Türkiye'deki piyasada döviz sıkıntısının baş göstererek kur farklılığının yabancıların lehine yüksek oranlara çıkması, faiz oranlarının yükselmesi ve arbitraj peşinde koşan portföy türü yatırımcılara ülkeye gelmeleri halinde çok yüksek oranlarda gelir elde edeceğine inanması gibi nedenlerle yabancı sermaye girişleri artmıştır. Yerli yatırımcıların yurt dışına açılması ise dövizin ülkede çok cazip ve karlı hale gelmesi nedeniyle yurt dışı geliri bulma gayretinden kaynaklanmış olabileceği değerlendirilmektedir.

Araştırma kapsamında 2001 yılında ulusal kriz olarak incelenen dönemde iki ulusal kriz meydana gelmiştir. Bu krizlerden ilki 19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışma bahanesiyle başlamış, 22 Şubat 2001 tarihinde, sabit döviz kuru uygulaması planlandığı gibi yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçilince ülkedeki döviz fiyatları TL karşısında adeta rekor kırmıştır.

Özellikle 2000 yılı Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan yerli yatırımcılar bu sefer yoğun bir şekilde dövize yönelince Merkez Bankası çok ciddi rakamlarda döviz satışı yapmak zorunda kalmış ve krize müdahalede geç kalan Merkez Bankası bir gün içinde 5 milyar doların üzerinde döviz rezervini kaybetmiştir.

Böylece ülkede yeni bir döviz krizi başlamış, daha sonra bu döviz krizi banka krizine dönüşerek Türkiye'de 2001 yılında, "para" ve "bankacılık" krizinin aynı anda yaşandığı ikiz krizin meydana gelmesine neden olmuştur. İkinci krizle birlikte bankacılık sektöründe ortaya çıkan çeşitli olumsuzluklar nedeniyle 20 banka TMSF'ye devredilmiş, 8 bankanın faaliyetine son verilerek tasfiye edilmiş ve 11 banka birleşmesi gerçekleşmiştir.

Teorik bölümde ayrıntılı bir şekilde incelenen 2001 yılında araştırma kapsamında önerilen EMP modeli de iki tane kriz tespit etmiştir. Bu dönemin ilk krizi 2001 yılının Şubat ayında başlamış ve söz konusu kriz 2001 yılının ikinci çeyreğinin başı olan Nisan'da sona ermiştir. Bu kriz tırmanırken ülkemizdeki yabancı sermaye çıkışları (L^-) ile durağan seyreden yerleşik sermayenin geri dönüşleri (A^+) artmıştır.

Aynı şekilde kriz tırmanışa geçtiğinde ülkeden yerli sermaye çıkışları (A^-) artmaya başlamış; buna karşılık yabancıların sermaye girişleri (L^+) her iki kriz döneminde sıfır ve sıfıra yakın düzeyde yerinde saymıştır.

İlk krizin zirveye çıktığı Şubat sonu Mart başından itibaren krizin düşüşe geçmesiyle yerli sermaye girişleri (A^+) azalmaya buna karşılık yerli sermayeden çıkışlarda

ise (A^-) artışlar başlamıştır. Yabancı sermayeden girişleri ve çıkışları ise (L^+ ve L^-) krizin zirveye yükselerek düşüşe geçmesiyle birlikte sıfır düzeydeki istikrarlı konumunu devam ettirmiştir.

Bu bulgular ülkemizde 2001 yılında yaşanan ilk krizin yerli sermaye akımlarının hareketlenmesine neden olurken, yabancı sermayenin ülkemizdeki pozisyonunu korumasına neden olduğunu göstermektedir.

EMP modelinin 2001 yılının Temmuz ayında yakaladığı ikinci krize ilişkin sinyaller tırmanışa geçtiğinde tarihte sıfır düzeyinde yerinde seyreden yabancı sermaye girişleri (L^+) adeta sihirli bir değnek değmişçesine krizin zirvede olduğu Ekim Kasım ayında yükselişe geçtiği tespit edilmiştir. Bu yükseliş krizin tamamen ortadan kalktığı 2002 yılının Şubat ayından sonra ise son birkaç yılın zirvesine çıkmış, böylece ülkemize yabancı sermaye girişleri ile krizin bitmesi aynı paralel çizgide ve zaman diliminde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde yerli sermaye girişleri (A^+) ise bu kriz sona ererken sıfır düzeyine gerilemiş, yerli sermaye çıkışları ise (A^-) yükselişe geçmiştir.

Bu bulgular 2001 yılının ilk krizinden sonra yüksek kar ve arbitraj beklentisiyle yoğun bir şekilde Türkiye'ye gelen yabancı sermayenin kriz sonrasında alınan kararlardan hoşlanmayarak finansal piyasalara girişlerini durdurdıklarını göstermektedir. Ancak aynı yıl içinde devletin faizleri yükselterek, döviz kurunu dalgalanmaya bırakması ile birlikte yabancı sermaye girişlerinin yeniden başladığına işaret etmektedir.

✓ **Küresel Krizde Sermaye Hareketleri**

2007-2008 yılında ABD'deki ikiz açıklar, aşırı likidite ve risk iştahında artış eşik altı krediler, konut ve emtia fiyatlarındaki balonlar, derecelendirme kurumlarının yetersizliği, çok başlı denetim sistemi ve düzenleme eksiklikleri bir küresel krizin meydana gelmesine neden olmuştur.

ABD'nin dünya ekonomisi içindeki payının önemli oluşu ve ABD'nin tüm dünya ile entegre olmuş bir finansal sisteminin bulunması söz konusu krizin küresel kriz haline dönüşmesinin en temel sebebi olmuş, bu nedenle hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde bu kriz çeşitli olumsuzluklara neden olmuştur.

Türk ekonomisi üzerinde küresel krizin olumsuz etkileri 2008 yılının son çeyreği ile hissedilmeye başlanmış, ihracat dış talebinde gerileme, yabancı sermaye girişlerinde azalmalar ve yabancı finans işletmelerinin ülkeden çıkışları başlamıştır. Ancak söz konusu küresel kriz Türkiye'deki finans ve bankacılık sektöründe kırılmalı aşırı arttıracak

etkiler yaratmamış ve ülkemizde yeni bir bankacılık krizi yaşanmamıştır. Oysa araştırma modeli bu krizin ülkemizi etkilediğini göstermiştir.

Şöyle ki, EMP modeli 2007 yılının Şubat ayında kriz sinyallerini algılamaya başlamış, bu sinyallerin aynı yılın Nisan ayında zirve yapmasından hareketle yeni bir kriz tespit etmiştir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinin sonunda (Eylül ayında) bu krizden çıkılmaya başlanmış ve söz konusu kriz 2007 yılının Kasım ayında sona ermiştir.

Modelin tespit ettiği bu krizin başlangıç döneminde yerli sermaye girişlerinin (A^+) sıfır düzeyinde istikrarlı durumdayken, krizin zirveye ulaştığı Nisan ayında artmaya başladığı, krizin zirve yapmasıyla birlikte yerli sermayenin girişlerindeki artışların zirveye çıktığı, ancak krizin bittiği 2007 yılının Temmuz ayında azalmaya başladığı ve bu azalış yılın son çeyreğinde yeniden sıfır düzeyine düştüğü görülmüştür.

Bu kriz başlarken yükselmeye başlayan yabancı sermaye girişleri (L^+) ve yerli sermaye çıkışları (A^-) ise aynı şekilde krizin zirveye çıktığı 2007 yılının Nisan ayında hızla azalmaya başlamıştır. Bu azalmalar (düşmeler) krizin düşüşe geçmeye başladığı 2007 yılının Ağustos ayı gibi durmuş; bu aydan itibaren her ikisi de yeniden artmaya başlamıştır. Yabancıların çıkışlarında (L^-) ise hiçbir değişim olmamış dipteki istikrarlı durumu bu yılda da devam etmiştir.

Söz konusu bulgular, yabancı sermaye girişleriyle yerli sermaye çıkışlarının 2007 yılında paralel hareket ettiklerini; krizle birlikte sadece yerleşiklerin ülkeye geri dönen sermaye birikimlerinde azalmaların kaydedildiğini söylemek mümkündür. Dolayısıyla 2007 yılındaki krizden önce hem yerli hem de yabancı sermaye ülkeye bol miktarda giriş yapmış; aynı yılda krizin başlaması ve ülkede piyasaların doyuma ulaşmasıyla birlikte yerleşik yatırımcılar güçlü bir şekilde yurt dışında yatırım yapmayı tercih etmeye başladığı görülmeye başlamıştır.

Oysa standart metodolojiye göre ülkemize net sermaye girişleri 2007 yılının başında keskin şekilde azalmaya başlamış; bu azalma EMP modelinin tespit ettiği kriz zirve döneminde sıfırın altına düşmüş ve krizden çıkılmasıyla birlikte yeniden sermaye girişleri 2007 yılının sonuna doğru artmıştır.

Küresel krizin etkilerinin Türkiye’de hissedilmeye başladığı dönemde EMP modeli 2008 yılının Ekim ayında başlayan, 2009 yılının Ocak ayının ilk günlerinde zirveye yükselen, zirvede yaklaşık altı ay devam ettikten sonra nihayet 2009 yılı Haziran ayında düşüşe geçen bir kriz tespit etmiştir. Pek çok açıdan 2007 yılında yaşanan krizle aynı

şekilde ve sürede devam eden bu kriz 2009 yılının Eylül ayında sona ererek yaklaşık 13 ay sürmüştür.

Söz konusu kriz döneminde yabancı sermaye girişlerindeki (L^+) azalmalar krizle birlikte sıfır düzeyinin altına düşecek kadar gerilemiş; tüm kriz süresince ise sıfırın altında seyretmiştir. Söz konusu dönemde en dikkat çeken gelişme yabancı sermaye çıkışlarında (L^-) görülmüştür. Çünkü en son 2001 yılının son çeyreğinde sıfır düzeyine geriledikten sonra yaklaşık yedi buçuk yıldır ülkemizden kayda değer düzeyde çıkış yapmayan yabancı sermaye çıkışları, bu krizin başlamasıyla birlikte artmıştır. Bu durum 2008-2009 yılında yabancı sermayenin ülkelerine geri dönmeye başladıkları göstermektedir.

Bir önceki yıldaki yabancı sermaye girişleriyle eş değerde ülkemizden ayrılan yabancı sermaye birikimlerinin bu hareketi, ülkemizde 2008-2009 yılında ciddi anlamda bir krizin baş göstermesine neden olduğunu söylemek mümkündür.

Ayrıca küresel kriz tüm dünyayı sarmaladığı esnada ülkemizden yabancı sermaye ayrılırken; yerleşiklerin ülkemize girişleri (A^+) ciddi şekilde artmıştır. Yerli sermayenin çıkışları (A^-) ise bu dönemde sıfır düzeyinde istikrarlı kalmıştır.

Bu bulguların, ABD’de başlayan sonrasında Avrupa’ya ve gelişmiş diğer ülke ekonomilerine sıçrayan küresel krizin iyicene hissedildiği 2009 yılında ülkemizden çıkan yabancı sermaye akımlarının boşalttığı yatırım alanlarının aynı düzeyde olmasa da, ülkeye geri dönen yerli sermaye birikimleri tarafından doldurulduğu şeklinde yorumlanması mümkündür.

Öte yandan küresel krizin başladığı 2007 yılında ülkemizdeki ödemler dengesi hesaplamalarında kullanılan net hata noksan kalemi 517 milyon dolar fazla verirken, 2008 yılında bu kalem 2,912 milyar dolara fırlamış; 2009 yılında ise net hata noksan kalemi 3,078 milyar doları görmüştür. Oysa küresel kriz nedeniyle bütün dünyada gelişmiş ekonomiler yatırımlarını ülkelere geri çağırırken Türkiye’de net hata noksan kaleminde böylesine yüksek bir oranda artış yaşanması da söz konusu küresel krizin ülkemizi teğet geçmesi konusunda açıklayıcı olduğu değerlendirilmektedir (TCMB, 2014).

Nitekim aynı dönemde Türkiye’nin ödemeler dengesi finans hesabı 2007 yılında 37,272 milyar dolar; 2008 yılında sadece yaklaşık 250 milyon dolar artarak 37,521 milyar dolara çıkarken, 2009 yılında bir anda 9,089 milyar dolara gerilemiştir. Ayrıca 2007 yılında 19.941 milyar dolar olan doğrudan yatırımlar, 2008 yılında 17.213 milyar dolara gerilerken, 2009 yılında 7.076 milyar dolara düşmüştür. Aynı şekilde ülkemize giriş yapan sıcak parayı gösteren portföy türü yatırımlar 2007 yılında 833 milyon dolar

düzeindeyken, 2008 yılında -5,014 milyar dolara ve 2009 yılında negatiften pozitifeye dönüşmekle birlikte 227 milyon dolarda kalmıştır.

Doğrudan yatırımlar ve portföy türü yatırımlar böylesine azalırken net hata noksan kalemindeki yüksek artışlar reel piyasalarda küresel krizin olumsuz etkilerini azaltmıştır.

✓ **Krizsiz Dönemlerde Sermaye Hareketleri**

Araştırma kapsamında incelenen 1998-2013 yılları arasında EMP modeli iki tane krizsiz dönem tespit etmiştir. Modelin tespit ettiği krizsiz dönemin ilki 2002 yılının Şubat ayından 2004 yılının Mayıs ayına kadar geçen 27 aylık dönemde yaşanmıştır

Kriz yaşanmayan bu dönemde yerleşiklerin girişlerindeki artışlar (A^+) 2002 yılı içinde sıfır düzeyinde satabil hareket ederken; aynı yılın son çeyreğinden itibaren artış kaydederek 2003 yılının Ocak-Şubat ayında zirveye çıkmıştır. Aynı dönemde ise yabancı sermaye girişleri (L^+) 2002 yılındaki düşüşünü devam ettirmiş; 2003 yılının Ocak-Şubat ayında yabancı sermaye girişleri tamamen durmuş; ancak bu durum aynı aylar içinde yeniden artışa kendini bırakmıştır. Söz konusu artış 2003 yılının Kasım ayına kadar devam ederek zirveye çıktıktan sonra inişe geçmiştir.

Krizsiz geçen söz konusu dönemde 2002 yılının başında artmaya başlayan yerli sermaye çıkışları (A^-) yine artarak devam etmiş, yerli sermayenin yurt dışına çıkışları ise 2002 yılının yaz mevsiminde zirveyi gördükten sonra düşüşe geçmiştir. Yerli sermaye çıkışlarındaki düşüşler 2003 yılının Şubat ayında ise sıfır noktasına ulaşmıştır. Bu ay sonunda tıpkı yabancı sermaye girişlerindeki artışlar gibi yeniden yerli sermayenin çıkışları artmaya başlayarak bu durum 2003 yılının sonuna kadar dalgalı bir şekilde devam etmiştir.

İlk krizsiz dönemde yabancı sermaye çıkışlarına (L^- ; şekilde mavi renkle gösterilen yükümlülüklerden özel çıkışlar) bakıldığında çok ilginç bir durum dikkat çekmektedir. O da şudur ki ülkemizden yabancı sermaye çıkışları 2001 yılının son çeyreğinde sıfır düzeyine geldikten sonra 2008 yılına kadar böylece devam etmiştir. Modelin tespit ettiği krizsiz dönemde yabancı sermaye ülkemizden ayrılmayı hiç tercih etmemiştir. Bu bulgu ülkemizde krizin oluşmamasında yabancı sermayenin ülkemizden çıkış yapmamasının önemli bir etken olduğunu düşündürmektedir.

Ancak bu krizsiz dönemin yaşanmasında ödemeler dengesi net hata noksan kalemindeki önemli artışında etkisinin olabileceği değerlendirilmektedir. Zira o yıla gelene kadar ödemeler dengesi finans hesaplamalarında net hata noksan kalemi 1998 yılında -713 milyon dolar, 1999 yılında -1,30 milyar dolar, 2000 yılında -2,66 milyar dolar ve 2001

yılında -2,13 milyar dolar açığı gösterirken; önce bu açık 2002 yılında -758 milyon dolara gerilemiş ve 2003 yılında bir anda +4,49 milyar dolara yükselmiştir.

Bu yükseliş 2002 yılında başlayan, 2003 yılında zirve yapan bir kayıt dışı sermaye girişinden kaynaklanmış olması pek mümkündür. Çünkü net hata noksan kaleminin yaklaşık dört buçuk milyar dolar fazla verdiği 2003 yılında toplam finans hesapları 3,07 milyar doları gösterirken, bu tutarın içinde yer alan doğrudan yatırım kalemi 1,2 milyar doları ve portföy türü yatırımlar kelemi ise 2,4 milyar doları göstermiştir.

Modelin tespit ettiği ikinci krizsiz dönem ise 2005 yılı Kasım ayı ile 2007 yılı Ocak Ayı arasında geçen yaklaşık 14-15 aylık dönemde yaşanmıştır. Ülkemizde kriz yokken brüt sermaye hareketlerine bakıldığında 2006 yılının ilk çeyreğinde zirveye yükselen yabancı sermaye girişlerinin (L^+) aynı yılın ikinci çeyreğinde hızlı bir şekilde azaldığı görülmüştür.

Ülkemize yabancı sermaye girişlerindeki azalmalar baz alınan 1999-2013 yılları arasında en düşük seviyesine 2006 yılının Nisan ve Mayıs ayında ulaştıktan sonra Mayıs sonundan itibaren yeniden aynı hızla yükselmeye başlamıştır. Negatiften pozitifte ancak 2006 yılının Temmuz ayında geçmeye başlayan bu yükseliş, nihayet 2006 yılının Aralık ayında bu yılın zirvesine bir önceki yılın ise yarı oranına ulaşmıştır.

Yerleşiklerden çıkışlar (A^-) ise kriz yaşanmayan 2006 yılında güçlü bir şekilde yükselerek bu dönemde yerli sermayenin yurt dışına açıldığını göstermiştir. Söz konusu yerli sermaye çıkışları değişen ivmede yıl boyunca devam ederek, nihayet 2006 yılının sonunda (Aralık ayında) düşme trendine girmiştir. 2006 yılı boyunca yabancı sermaye çıkışları (L^-) ve yerli sermaye girişleri (A^+) sıfır düzeyinde istikrarlı kalarak hiç hareket göstermemiştir.

EMP modelinin kriz olmadığını tespit ettiği bu ikinci dönemde net hata noksan kalemi verilerine bakıldığında bu kemlin bir önceki yıla göre 2005 yılında 1,9 milyar dolara yükseldiği, 2006 yılında ise yeniden -228 milyon dolara gerilediği görülmektedir. Bu gösterge önceki krizsiz dönemde negatiften bir anda yaklaşık dört buçuk milyarlık bir artışla pozitifte dönüşürken, modelin yine kriz tespit etmediği 2006 yılında pozitiften negatife dönmüştür. Bu durum net hata noksan kalemindeki değişimin krizsiz dönemin yaşanmasında tek başına yeterli olmadığını bir işareti olarak görülmüştür.

Ne var ki modelin kriz yaşanmayan yıl olarak tespit ettiği 2006 yılında doğrudan yatırımlar 2005 yılında 8,9 milyar dolarken, yaklaşık iki kat artarak 19,2 milyar dolara yükselmiş; ayrıca spekülasyon nitelikte olan ve daha çok ekonomide büyümeden çok cari

açığı kısa vadeli kapatmaya yarayan portföy türü yatırımlar ise 2005 yılında 13,4 milyar dolardan 2006 yılında 7,4 milyar dolara gerilemiştir. Bu durum finans hesabının toplamda 2005 yılında 19.485 milyar dolardan 32.064 milyar dolara yükselerek ülkede kriz oluşumunu engellediği olarak değerlendirilmektedir.

Elde edilen bulgulara göre, ülkemizde kriz olmaması için; yerli sermaye sürekli yurt dışına çıkararak yeni yatırımlar yapmalı; yabancı sermaye ülkemize özellikle doğrudan sermaye şeklinde artarak giriş yapmaya devam etmeli; yerleşiklerin geri dönüşleri minimum düzeyde kalmalı ve hepsinden önemlisi yabancı sermaye ülkeyi aniden terk etmemelidir.

✓ **Gelecekteki Araştırmalara ve Ekonomi Politikalarına Yönelik Öneriler**

Öncelikle belirtmelidir ki, bu tez araştırmasına 2013 yılında başladığında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından ödemeler dengesi sermaye ve finans hesaplamaları net sermaye hareketlerindeki giriş ve çıkışlara göre yapılmaktaydı. Bu durum tez araştırması süresince önemli veri toplama ve yorumlama zorluğuna neden olmuştur.

2014 yılında Merkez bankası IMF sistematiğine uyum sağlamak amacıyla ödemeler dengesi sermaye ve finans hesapları brüt sermaye kalemlerine ilişkin veri sistematiğini varlıklar ile yükümlülükler çizgisinde yerli ve yabancı yatırım giriş-çıkışlarına göre revize etmiştir. Böylece teze aynı sistematik içinde düzenli olarak kamuoyuna sunulan brüt sermaye kalemlerine bakılarak uluslararası akımlarının yönünü ve hareketlerini yorumlamak daha kolay hale gelmiştir.

Bu olumlu gelişmeyi dikkate alarak Türkiye'deki sermaye hareketlerini inceleyen araştırmaların kesinlikle net sermaye akımlarına göre değil brüt sermaye kalemlerine göre hareketleri incelenmesi yerinde olacaktır.

Gelecekteki araştırmalara yönelik diğer önemli bir unsur da Türkiye'deki sermaye hareketlerinin net sermaye hesaplamalarına göre yorumlamanın özellikle kriz dönemlerinde yerli yabancı sermaye giriş ve çıkışlarını anlama açısından son derece yanıltıcı olabileceğidir. Özellikle net sermaye akımlarının hareketlerini yerli yabancı ve giriş-çıkış yönlü dördü ayrıştırma yapmadan kriz dönemlerinde sermaye hareketlerinin neden giriş ya da çıkış davranışının sergilediğinin anlaşılmasının da güç olduğu değerlendirilmektedir.

Bu tez araştırması kapsamında doğrudan yatırımlar, portföy türü yatırımlar ve diğer yatırımların toplamı analizlere dahil edilerek yorumlanmıştır. Gelecekteki araştırmalar için özellikle bu iki sermaye çeşidinin de birbirlerinden ayrıştırılarak karşılaştırmalı olarak analiz edilmesi önerilmektedir. Böylece varlıklardaki değişimler ile yükümlülüklerdeki değişimler sadece giriş ve çıkışa ya da yerli ve yabancı oluşuna göre değil portföy, doğrudan yatırımlar ve diğer yatırımlar olmasına göre de daha kapsamlı incelenebilecektir.

Araştırma kapsamında Türkiye'deki politika yapıcılara ve ekonomiyi yönetenlere de öneriler sunmak mümkündür. Bunlardan ilki küreselleşen dünyada artık yerli-yabancı sermaye nitelemesi anlamını yitirmiş, bir ülkede işler yolunda giderken yatırımcılar daha fazla kar elde edebilmek amacıyla yurt dışındaki piyasalara yönelimler göstermeye başlamıştır. Bu çerçevede gelişmiş ülkelere göre son derece düşük miktarda yurt dışında yatırımları olan Türk yatırımcılarının sayısını ve yatırım tutarlarını artırma yönünde teşvik edilmesi gerekmektedir. Zira kriz dönemlerinde yabancı sermayenin ani çıkışlarıyla oluşan bu boşluğun, yerli yatırımcıların dışarıdaki yatırımlarının ülkeye geri dönüşüyle kapatması krizden çabuk çıkma olasılığını arttırmaktadır. Ayrıca bu sayede ülkeye sürekli döviz girişi sağlanmakta olup, rezervlerdeki büyümeyle kriz ortamında devletin eli güçlenmektedir.

Diğer bir öneri de cari açığın finansmanı ile ilgilidir. Artık tüm dünya ekonomileri birbirine entegre olmuş, finans piyasaları şeffaflaşmış ve tüm uluslararası sermaye hareketleri -ister yasal ister yasa dışı olsun- çok rahatlıkla tespit edilir hale gelmiştir. Bu çerçevede ambargo altındaki ülkelerle yapılan (Öncelikle İran, şimdilerde ise Kuzey Irak ve Rusya) dış ticarete dayalı sermaye hareketleri, ödemler dengesinde net hata noksan kaleminde önemli farklılıklara neden olmaya başlamıştır.

Türkiye açısından aslında pek de sürdürülebilir olmayan net hata noksan kaleminde gizlenen sermaye hareketleri sürekli yükselmekte, 2003 ve 2011 yıllarında olduğu üzere bazen ülkeye gelen doğrudan yatırımların birkaç katı miktarlara kadar çıkabilmektedir. Ödemeler dengesi net hata noksan kalemindeki bu artış cari açığın kapatılmasına, bütçede dış finansman dengesinin sağlanmasında ve sadece hâlihazırda günü kurtararak finansal piyasalarda meydana gelen krizin günlük yaşantıya yansımamasını sağlamaktadır. Ancak bu tür sermaye akımlarının ekonomik büyüme ve gelişmeye doğrudan katkısının olmaması ve geleceğinin belirsizliği göz ardı edilmemelidir.

Ayrıca araştırma kapsamında görülmüştür ki, 2007 yılından günümüze kadar ülkemizde cari açığın finansmanında artan ivmeyle spekülasyon nitelikteki portföy türü yatırımlardan yararlanılmakta, özellikle 2010 yılından sonra doğrudan yatırımlar büyük

oranda azalma eğilimi göstermektedir. Bu durum oldukça endişe vericidir. Sıcak para olarak aniden ülkeye giriş yapan portföy türü yatırımlar aynı şekilde ekonomiden çıkış yapma yeteneğine sahiptir. Nitekim araştırma kapsamında incelenen krizlerde bu tür spekülative atakların hem krize neden olduğu bazen de yaşanan krizleri derinleştirdiği görülmüştür.

Sonuç olarak, EMP modeli kriz tahmininde ve krizleri gelecekte yapılacak detaylı çalışmalar ile kriz dönemlerindeki spekülative nitelikteki sermaye hareketlerine odaklanılmalı, ani sermaye çıkışlarıyla yaşanan krizlerin derinleşmemesi için alınması gereken önlemler araştırılmalıdır. Türkiye'nin ulusal ve uluslararası yatırımcılar tarafından her zaman tercih edilen bir yatırım ülkesine dönüşebilmesi için bilgiyi esas alan bir anlayışla ekonomimizin yönetilmesi, yerli ve yabancı yatırımcıların istihdama sürekli katkı sağlayabilecekleri yatırım ortamının sağlanması yönünde çalışmalar yapılmalıdır.

KAYNAKLAR

- Abiad, A., Oomes, N. Ve Ueda, K. 2008. The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital? *Journal of Development Economics*, 87(2), 270-82.
- Adelman, I. ve Yeldan, E. 2000. The Minimal Conditions for a Financial Crisis : A Multiregional Intertemporal CGE Model of the Asian Crisis. *World Development*, 28(6), 1087-1100.
- Afşar, M. 2004. Doğrudan Yabancı Yatırımlar Ve Bankacılık Sektörü. *Ege Akademik Bakış Dergisi*. 4(1) 85-101, 12 Aralık 2014, « <http://eab.ege.edu.tr/pdf/4/C4-S1-2-%20M9.pdf>»
- Aghion, P., Bachetta, P. ve Banerjee, A. 2004. A balance-sheet approach to currency crises. *Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 173-222.
- Ağır, H. 2010. *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon Ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*. Yayın No:8, Ankara: BDDK Kitapları.
- Ajami, R.A., Cool, K. ve Goddard, G.J. 2006. *International Business: Theory And Practice*. 2. Baskı, Newyork:M.E Sharpe.
- Akar, C. ve Çiçek, S. 2007. Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Merkezileşmesi. *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, Yıl:, 23(12), 165-184.
- Akdi, Y. 2003. *Zaman Serileri Analizi (Birim Kökler ve Kointegrasyon)*. Ankara: Bıçaklar Kitabevi.
- Akdiş, M. 2006. *Global Finansal Sistem, Finansal Krizler Ve Türkiye*. İstanbul: Beta Basım.
- Akkaya, Ş. ve Pazarlıoğlu, M.V. 2000. *Ekonometri II*. İzmir:Anadolu Matbaacılık.
- Aksoy, N. 2010. Türkiye’deki Yabancı Sermayeli Firmalar, Sorunları, Gelişme Perspektifleri (Dünü ve Bugünü)-II, *Ekonomik İstikrar, Büyüme ve Yabancı Sermaye Semineri* (8-12 Mayıs 2010). Ankara: TCMB. 53-164.
- Aktan, C.C. ve Şen, H. 2002. Ekonomik Kriz: Nedenler Ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi*, 1-6, 12 Aralık 2014, «http://www.canaktan.org/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/toplamkalite/aktan-sen-ekonomik-kriz.pdf»
- Aktan, C.C. ve Şen, H. 2001. Globalleşme. 1-30.12 Aralık 2014, «http://www.canaktan.org/canaktan_personal/canaktanarastirmalari/degisim/aktan-sen-globallesme.pdf»

- Aktan, O. 2000. Bölgesel Bütünleşmeler. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 29-37.
- Akyüz, Y. ve Cornford, A. 2003. Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System. *UNCTAD Discussion Paper*, 56.
- Akyüz, Y. ve Boratav, K. 2002. The Making of the Turkish Financial Crisis. *UNCTAD Discussion Papers*, No.158, April, 15-17. 19 Aralık 2014, «<http://www.econturk.org/Turkisheconomy/boratav.pdf>»
- Albayrak, A.S. 2006. *Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*. Ankara:Asil Yayın Dağıtım.
- Alfaro, L., Kalemli, Ö.S. ve Valosovych, V. 2005. *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*. In Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences (S. Edwards, Ed.). Chicago: University of Chicago Press.
- Alper, E. ve Önüş, Z. 2001. Finansal Küreselleşme, Demokrasi Açığı ve Yükselen Piyasalarda Yaşanan Sürekli Krizler. *Doğu Batı Dergisi*, 4(17), 203-225.
- Alper, E. 2004. Prediction of Currency Crises: Case of Turkey. *Review of Middle East Economy Finance*, 2(2), 87-107.
- Altıntaş, H. ve Ayriçay, Y. 2009. Türkiye’de Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisinin Sınır Testi Yaklaşımıyla Analizi: 1987-2007. (27-29 Mayıs 2009). *Ekonometri ve İstatistik Sempozyumu*, İstanbul.
- Angkinand, A.P. ve Sawanggoenyuang, W. Ve Wihlborg, C., 2010. Financial Liberalization And Banking Crises:A Cross-Country Analysis. *International Review Of Finance*, 263-292.17 Aralık 2014, «<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2443.2010.01114.x/pdf>»
- Apak, S. ve Uçak, A. 2007. Ekonomik Büyümenin Anlamlılığı ve Gelişmişlik: Türkiye Ekonomisi Üzerine Bir İnceleme. *MUFAD Dergisi*, 34(4), 57-65.
- Arestis, P. ve Caner, A. 2005. *Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence*. (Ed.: Phillip Arestis ve Malcolm Sawyer). Financial Liberalization: Beyond Orthodox Concerns. England: Palgrave Macmillan.
- Arslan, M.Oğuz, 2010. Küresel Keynesçilik Ve Küresel Ekonomik Kriz. Ege *Akademik Bakış*. 10(4), 1231-1244. 15 Ekim 2014, «<http://www.onlinedergi.com/eab/arsiv/arsivDetay.aspx?yil=2010&periyot=4>»
- Aslan, N. 2003. *Uluslararası Özel Sermaye Akımları: Portföy Yatırımları ve Sıcak Para Hareketleri*. 2.Baskı, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aslantaş, M. ve Odyakmaz, N. 1998. Para Krizleri. *Dünya Ekonomileri Bülteni*, 14(4), 74-87.

- Aysan, A.F. ve Ceyhan, Ş.P. 2008. Globalization of Turkey's Banking Sector: Determinants of Foreign Bank Penetration in Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, ISSN 1450-2887 Issue 15. 14 Ekim 2014, «<http://www.eurojournals.com/irjfe%2015%20ahmet.pdf>»
- Baldwin, R. ve Martin, P. 1999. Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences. *NBER Working Paper*. No. 6904.
- Barışık, S. ve Şarkgüneşi, A. 2009. Yabancı Sermaye Hareketlerinin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), 19-33. 14 Ekim 2014, «<http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200905009019033.pdf>»
- Barro, R. J, Mankiw, G. N. ve Sala-i-Martin, X. 1992. Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth. *NBER Working Paper*, No. 4206.
- Bartram, S.M. ve Dufey, G. 2001. International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework. *Financial Markets, Institution & Instruments*, 10(3), 80-86. August 2001, New York, 14 Ekim 2014, «<http://www.scribd.com/doc/8072664/international-portfolio-investmenttheory-evidence-and-institutional-framework>»
- Bastı, E. 2006. *Kriz Teorileri Çerçevesinde 2001 Türkiye Finansal Krizi*. Yayın No: 191. Ankara : Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.
- Bates J. 1999. International Capital Flows: Foreign Investment and Trade. *Progressive Policy Institute*, April 1999. 14 Ekim 2014, «http://www.ppionline.org/ppi_ci.cfm?knlgAreaID=108&subsecID=900009&contentID=1423.»
- Batmaz, N. ve Tunca, H. 2004. *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları ve Türkiye (1923– 2003)*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Bayomi T. ve Gagnon, J. 1996. Taxation and Inflation: A New Explanation for Capital Flows. *Journal of Monetary Economics*. 138(2), 303-330.
- Bayoumi ve; Bayoumi, Tamim ve MacDonald, A.S. 1995. Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers Across Industrial Countries. *IMF Working Paper*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- BDDK, 2008. *Finansal Piyasalar Raporu*, Sayı 12, Aralık 2008. 14 Ekim 2014, «http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABD MORT GAGE05082008x.pdf»
- BDDK 2010. Krizden İstikrara Türkiye Tecrübesi, *Çalışma Tebliği*, 13-29. 14 Ekim 2014, «http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Diger_Raporlar/15279C89 14BD.pdf»

- Beckmann, D., Menkhoff, L. ve Sawischlewski, K. 2006. Robust Lesson About Practical Early Warning Systems. *Journal of Policy Modeling*, 28(3),163-193.
- Bende, N., Ford, A.J.; Santoso, B. ve Şen, S. 2003. The interaction between FDI, output and the spillover variables: Co-integration and VAR analyses for APEC, 1965-99. *Applied Economics Letters*, 10(3), 165-172.
- Berg, V. J., Cveelon, B. ve Urbain, J.P. 2008. A Cautious Note on the Use of Panel models to Predict Financial Crises,” *Economics Letters*, 101, 80-83.
- Berg, A., ve Pattillo, C. 1999. Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative. *Journal of International Money and Finance*, 18(4), 561-586.
- Berksoy, T. ve Saltoğlu, B. 2011. *Türkiye Ekonomisinde Sermaye Hareketleri*. İstanbul: Mega Ajans Basımevi.
- Bernanke, B.S. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-76.
- Besanger, S. Guest, S.R. ve McDonald, I. 2000. Demografic Change in Asia: The Impact on Optimal National Saving, Investment, and the Current Account. *IMF Working Paper*, WP/00/115: 3-5
- Biggs, B. 2006. *Hedgehogging*. New Jersey: Wiley Publishing
- Birinci, Y. 2001. Finansal Krizler ve Uluslararası Finansal Piyasaların Yeni Mimarisi. *Yeni Türkiye Dergisi.*, 7 (42), 41-47.
- Blomstrom, M. ve Kokko, A. 1997. Regional Integration and Foreign Direct Investment. *NBER Working Paper*, No. 6019.
- Boratav, K. 2002. *Türkiye İktisat Tarihi*. İstanbul:İmge Yayınevi.
- Boratav, K. 2001. 2000-2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. *İşletme ve Finans Dergisi*, 16(186), 14 Ekim 2014, «http://bilkent.edu.tr/~yeldanbs/Yazilar_Uye/Boratav_agu01»
- Boratav, K. 2009. *Bir Krizin Kısa Hikâyesi*, Ankara: Arkadaş Yayımevi.
- Bulut, E. 1999. Tayland Ekonomisi Ve Kriz. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 10(34), Sonbahar, 55-73.14 Ekim 2014, «<http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/ciltler/10/34/3.pdf>».
- Boratav, 2012 Boratav, K.: 2012, Plutonomi Belgeleri Birgün Gazetesi
- Bordo, M., Cavallo, A. ve Meissner, C. M. 2010. Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization. *Journal of Development Economics*, 91(2), 227–241.

- Bosworth, P.B. ve Collins, S.M. 1999. Capital Flows to Developing Economies. *Brookings Papers on Economic Activity*, No.1, 143-180.
- Bozkurt, H. 2007. *Zaman Serileri Analizi*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Braunstein, E. 2006. Foreign Direct Investment, Development And Gender Equity: A Review Of Research And Policy". *United Nations Research Institute For Social Development*, 14
Ekim2014. «[http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/\(httpAuxPages\)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/\\$file/OP12-web.pdf](http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/(httpAuxPages)/5159E5733338C836C12571390033F5E2/$file/OP12-web.pdf)»
- Broner, F.A, Didier, T., Erce, A. ve Schmukler, S. L. .2011. Gross Capital Flows: Dynamics and Crises. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 5768.
- Buch, C. 1999. Capital Mobility and EU Enlargement. *Weltwirtschaftliches Archiv*. 135(4), ss.629-656.
- Burkart, O. ve Coudert, C. 2002. Leading Indicators of Currency Crises in Emerging Economies. *World Bank Policy Research Working Paper*, No:3441.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. ve Rebelo, S. 2004. Government Guarantees and Self-Fulfilling Speculative Attacks. *Journal of Economic Theory*, 119(1), 31-63.
- Bussiere, M. ve Fratzscher, M. 2006. :956 Towards a New Early Warning System of Financial Crises, *Journal of International Money and Finance*, 25(3). 953-973.
- Caballero, R. J. ve Krishnamurthy, A. 2001. International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises. *Journal of Monetary Economics*, 48(3), 513-48.
- Caballero, R.J, Cowan, K., Kearns, J. ve Krishnamurthy, A. 2010. The "Other" Imbalance and the Financial Crisis.,VOXEU 14 January 2010, *Journal of Monetary Economics* 48(3), 513-548.
- 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. ve Reinhart, C.M., 1996. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects. *Journal of Economic Perspectives*, 19 Niasan 2014, «<http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubfilesWP-302.pdf>»
- Calvo, Guillermo, Izquierdo, Alejandro, and Mejia, Luis-Fernando (1995), "Systemic sudden stops: The relevance of balance-sheet effects and financial integration," NBER Working Paper 14026.
- Candelon, B., Dumitrescu, E.I. ve Hurlin, C. 2010. How to Evaluate and Early Warning System? Towards a Unified Statistical Framework for Assessing Financial Crises Forecasting Methods. *Working Paper*, Maastricht University.

- Candemir, A. 2009. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler. *Ege Akademik Bakış*. 9(2), 659-675. 19 Nisan 2014, «<http://asosindex.com/journal-articlefulltext?id=8157&part=1>»
- Carkovic, M. ve Levine, R. 2005. Does foreign direct investment accelerate economic growth? in: Moran, H., Graham, E.M. (eds), Does foreign direct investment promote development? *Institute for International Economics*, Washington, D.C.
- Cerra, V. ve Saxena. S.C. 2002. Contagion, Monsoons and Domestic Turmoil in Indonesia's Currency Crisis. *Review of International Economics* 10(1):36-44.
- Chinn, M. ve Ito, H. 2006. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 61(1), 163-192.
- Cooper, R.N. 1999. *The Asian Crises: Causes and Consequences, Financial Market and Development: The Crisis in Emerging Markets*. Ed. By. Alison Harwood, Robert E. Litan Michael Pomerleano, Brookings Institution Press.
- Corbo, V. ve Hernandez, L. 1996. Macroeconomic Adjustment To Capital Inflows: Latin American Style Versus East Asian Style. *World Bank Research Observer*, 133-150. 19 Nisan 2014, «<http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/1377.html>».
- Cowan, K., De Gregorio, J., Micco, A. ve Neilson, C. 2008. Financial Diversification, Sudden Stops, and Sudden Starts. *In Current Account and External Financing* (K. Cowan, S. Edwards, R. Valdés, & N. Loayza, Eds.). Central Bank of Chile.
- Cuadros, A., Orts, V. ve Alguacil, M. 2004. Openness and growth: re-examining foreign direct investment, trade and output linkages in Latin America. *Journal of Development Studies*, 26, 167-92.
- Çarıkçı, Çarıkçı, Emin. 2008. 22 Kasım 2000 Likidite Krizi ve OECD Raporu, *Küresel Kriz Makale*, 19 Nisan 2014, «<http://www.ekodialog.com/Makaleler/22-kasim-2000-likidite-krizi.html>»
- Çelik, K. 2008. *Makro İktisada Giriş*, Trabzon: Murathan Yayınevi.
- Çepni, E. ve Köse, N. 2006. Assessing the Currency Crises in Turkey. *Central Bank Review*, 19 Nisan 2014, «<http://www.tcmb.gov.tr/research/review>»
- Çeviş, İ. 2005. *Para Krizlerine Ampirik Yaklaşım*. SPK, Yayın No:187, Ankara.
- Çolak, Ö.F. 2001. Finansal Kriz Ve Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Programı Üzerine Bir Eleştiri. *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*. 3(2), 15- 30. 19 Nisan 2014, «http://dergi.iibf.gazi.edu.tr/dergi_v1/3/2/2.pdf»
- Dadush, U., Dasgupta, D. ve Ratha, D. 2000. The Role Short Term Debt In Recent Crises. *Finance & Development*, December, 53-59.

- Danişoğlu, Ç.A. 2007. Para Krizleri: Türkiye’de Yaşanmış Krizlerin Değerlendirilmesi. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 1(2), 1-11.
- Davis, E. P. ve Karim, D. 2008. Comparing Early Warning Systems for Banking Crises. *Journal of Financial Stability*, 4(1) 89-120.
- Delice, G. 2003. Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi *İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi Dergisi*, 20(1) 57-81.
- Delice, G. ve Tutar, E. 2006. *Uluslararası Sermaye Akımlarının Bileşimi ve Finansal Krizler, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, (Der.:Halil Seyidoğlu ve Rifat Yıldız), İstanbul: Arıkan Basın Yayım Dağıtım.
- Demir, F.vd. 2007. Volatility of short term capital flows and socio-political instability in developing countries: A review, MPRA, Paper No. 6835, posted 22 January 2008, 19 Nisan 2014, «http://mpra.ub.uni-muenchen.de/6835/2/MPra_paper_6835.pdf»
- Demir, M. ve Sever, E. 2009. Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Nedenleri, Etkileri Ve Sermaye Hareketliliğinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir İnceleme. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*. 8(29), 214-239. 19 Nisan 2014,«<http://asosindex.com/journal-article-fulltext?id=562&part=1>»
- Demirgüç, K. ve Detragiache, E, 1998. The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries, *IMF Staff Papers*, 45(1), 81- 109.
- Dickey, D.A. ve Fuller, W.A. 1979. Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(1). 427-431.
- Djankov, S. ve Hoekman, B. 2000. Foreign investment and productivity growth in Czech enterprises. *The World Bank Economic Review*, 14(1), 49-64.
- Doğan, S. 2009. *Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Dooley, M. P. 2000. A Model of Crises in Emerging Markets. *Economic Journal*, 110(460), 256-272.
- Dorsey, T. 2008. A Capital Story, *Finance & Development*, 45(2), 41-48, 19 Nisan 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/pdf/dorsey.pdf>»
- Dorukkaya, Ş. ve Yılmaz, H. 1999: Liberalizasyon Politikaları Aşırı Borçlanma Sendromu ve Arkasından Yaşanan Finansal Krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri). *Yaklaşım Dergisi*, Sayı:75, Mart, 5-17.
- DPT, 1999. Rusya Krizi ve Türkiye Üzerine Muhtemel Etkileri. DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 19 Nisan 2014, «<http://ekutup.dpt.gov.tr/dunya/rusya.pdf>»

- Duman, K. 2004. Finansal Krizlere Karşı Politika Tercihleri. *Akdeniz İİBF Dergisi*. (8), 2004, 38-61. 19 Nisan 2014, «http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTTIP%2CTMUH%2CTSOS%2CTHUK&c=google&ano=46199_4a8fbaf36ff2a35928b4497925173227»
- Durmuş, S. 2010. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar. *Kafkas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı:5, Bahar 32-36.
- Dutz, M., Melek, U. ve Yılmaz, K., 2003. Turkey's Foreign Direct Investment Challenges: Competition, *The rule of law and EU Accession*, 19 Nisan 2014, «<http://www.cie.bilkent.edu.tr/fdi.pdf>»
- Eatwell, J. 1996. International Capital Liberalization: The Impact on World Development, CEPA Working Paper Series I, 19 Nisan 2014, «<http://www.newschool.edu/cepa>»
- Edison, H.J. 2001. International Financial Integration and Economic Growth. *Journal of International Money and Finance*, 21, 749-776.
- Edison, H.J. 2000. Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System. Federal Reserve Board of Governors, *International Finance Discussion Papers*, No. 675, 56-74.
- Edwards, S. 2001. Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention. *NBER Working Papers*, No. 8529, October.
- Eğilmez, M. 2009. *Küresel Finans Krizi, Piyasa Sisteminin Eleştirisi*. 3.Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. 2001. *Krizleri Nasıl Çıkardık?* 11.Baskı. İstanbul:Creative Yayıncılık.
- Eğilmez, M. ve Kumcu, E. 2007. *Ekonomi Politikası Teori Ve Türkiye Uygulaması*. 13.Basım. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eichengreen, Barry, J. Mussa, M. ve Dell'Ariccia, G. 1998. Capital Account liberalization, International Monetary Fund, Washington DC.
- Eichengreen, B., Rose, A.ve Wyplosz, C. 1996. Contagious Currency Crises. *NBER Working Paper No. 5681*.
- Eichengreen, B., Rose, A. ve Wyplosz, C. 1995. Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy*, 8(3), 205-224.
- Emirkadı, Ö. 2005. Gelişmekte Olan Ülkeler Ve Parasal Kriz Teorileri Üzerine Bazı Değerlendirmeler. *Sosyoekonomi*. Temmuz-Aralık, 2, 35-62. «<http://asosindex.com/journal-article-fulltext?id=2881&part=1>»
- Engel, C. ve Hamilton, D. J. 1990. Long Swings in the Dollar: Are They in the Data, and Do the Markets Know It?," *American Economic Review*, 80, 689-713.

- Engin, B. 2007. Gelişmiş Ve Yükselen Piyasalarda 1990 Sonrası Görülen Finansal Krizler Ve Dünya Ekonomisi Üzerindeki Etkileri”.İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. 2, 35-60.
- Erataş, F. ve Öztekin, D. 2010. Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Belirleyicileri: Türkiye Örneği”. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 2(2), 23 Mayıs 2014, «http://www.sobiad.org/eJOURNALS/dergi_EBD/arsiv/2010_2/07filiz_eratas.pdf»
- Eren, A. ve Süslü, B. 2001. Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye'de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi. *Yeni Türkiye*, 41(7), 662-674.
- Ertan,1998:8 Oktay, Ertan. 5 Nisan Kararlarının Değerlendirilmesi-Merkez Bankası&Para-Banka Ve Döviz Sorunu. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*. 8(12), 7-40. 23 Mayıs 2014, «<http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/ciltler/5/12/3.pdf>»
- Faucette, J., Rothenberg, C. ve Warnock, F. 2005. Outflows-induced Sudden Stops. *Journal of Policy Reform*, 8(2), 119-130.
- Fedderke, J.W. ve Romm, A.T. 2006. Growth impact and determinants of foreign direct investment into South Africa, 1956–2003. *Economic Modelling*. 23, 738-760.
- Feltenstein, A., Rochon, C. ve Shamloo, M. 2010. Doğu Asya’da Yüksek Büyüme ve Düşük Tüketim: Finansal Krizlerden Kaçınarak Yaşam Standardını Artırmak. *Journal of Development Economics*, Sayı: 91, 208-217.
- Fleming, M. 1962. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, No:9.
- Forbes, K., ve Warnock, F. 2012. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*. 18(2), 405-234.
- Frankel, J.A. ve Rose, A.K. 1996. Currency Crashes In Emerging Markets: Empirical Indicators, *CEPR Discussion Papers*, No: DP-1349. 351-364.
- Fratzscher, M. 1999. What Causes Currency Crises: Sunspots, Contagion or Fundamentals? European University Institute Department of Economics *Working Papers*, No. 99/39.
- Ghai, D., (1995), “Yapısal Uyum, Küresel Bütünleşme ve Sosyal Demokrasi” içinde R. Prendergast ve F. Stewart (ed), (Çev: İ., Eser), Piyasa Güçleri ve Küresel Kalkınma, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 39-69.
- Goldberg, 1994:413; Goldberg, L.S. 1994. Predicting exchange rate crises: Mexico revisited. *Journal of International Economics* 36, 413-430.
- Goldberg, J. 2003. *Behavioral Finance*. West Sussex: John Wiley & Sons.

- Goldfeld, S.M. ve Richard E. Q. 1973. A Markov Model for Switching Regressions. *Journal of Econometrics*, 1, 3-16.
- Gövdere, B., 2003. Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Belirleyicilerinin Günümüzdeki Geçerliliği, 23 Mayıs 2014, «<http://www.foreigntrade.gov.tr/ad/dtdergi/nisan2003/yab.ser.htm>»
- Granger, C. W. J. ve Machina, M. J. 2006. Forecasting and Decision Theory. *In Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 1 (G. Elliott, C. W. J. Granger & A. Timmermann, Eds.). Amsterdam: North-Holland.
- Grunberg, I. 1998. Double Jeopardy: Globalization, Liberalization and the Financial Squeeze. *World Development*. 26(4), 591-608.
- Guillermo, C., Reinhart, M. ve Vegh, R. 1995. Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics* 107(2), 379-408.
- Gujarati, D.N. 1999. *Temel Ekonometri*. Çev. Ü. Şenesen, G.G.Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Güloğlu, B. ve Altunoğlu, E. 2002. Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:27, Ekim, 23 Mayıs 2014, «<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/Finvekriz1.pdf>»
- Hamilton, J.D, 1988. Rational Expectations Econometric Analysis of Changes in Regime: An Investigation of the Term Structure of Interest Rates. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 385-423.
- Hamilton, J.D, 1989. A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica*, 57: 357-384.
- Hendricks, K. B. ve Singhal, V.R. 2005. An Empirical Analysis of the Effect of Supply Chain Disruptions on Long-Run Stock Price Performance and Equity Risk of the Firm. *Production and Operations Management*, 14(1), 35-52.
- Herzer, D., Klasen, S., Nowak, F. ve Lehmann, D. 2008. In search of FDI-led growth in developing countries: The way forward. *Economic Modelling* 25, 793-810.
- Hoggarth, G. ve Sterne, G. 1997. Capital Flows: Causes, Consequences and Policy Responses, London: *Centre for Central Banking Studies*, No:14, Bank of England, 23 Mayıs 2014, «<http://papers.nber.org/papers/w7364.pdf>»
- Hosmer, W. D. ve Lemeshow, S. 2000. *Applied Logistic Regression*. Second Edition, New York:John Wiley & Sons Inc.
- Houtcouer, Pierre-Cyrile, and Sicsic, Pierre (1998), “Threat of a capital levy, expected devaluation, and interest rates in France during the interwar period,” Bank of France working paper # 50.

- Hutchison, M. M. ve Noy, I. 2006. Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 79(1), 225-248.
- IIF, 1999. The Institute of International Finance, *Capital Flows Data*, 23 Aralık 2014, «<http://www.iif.com/press/press+13.php>»
- IMF, 1998. *World Economic Outlook*, Financial Turbulence ve the World Economy. 23 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1998/wp1011.pdf>»
- IMF, 2011. *World Economic Outlook*, Financial Turbulence ve the World Economy. 23 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp7017.pdf>»
- IMF, 2014. *World Economic Outlook*, Financial Turbulence ve the World Economy. 23 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1998/wp90108.pdf>»
- Işık, S ve Togay, S. 2002. Para kriz modellerinin Eleştirisi ve Uluslararası Para Sisteminin Düzenlenmesine Yönelik Keynesyen Öneriler. *İktisat, İşletme ve Finans*. 17(191), 11-35.
- Ito, T. 1999. Capital Flows in Asia. *NBER Working Paper*. No. 7134.
- İKU, 2010. Ödemeler Dengesi Net Hata ve Noksan Kaleminin Kaynakları (Finansmanı) Hakkında Rapor, *İstanbul Kültür Üniversitesi Ekonomi-Finans Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları*, Sayı: 2010/2, İstanbul.
- İlyas, A.İ. 1998. *Asya Krizi, Uzakdoğu Finans Krizinin Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri*. Yayın No: 1998-47, İstanbul: İTO Yayınları.
- İnandım, Ş. 2005. Kısa Vadeli Sermaye Hareketleriyle Reel Döviz Kuru Etkileşimi: Türkiye Örneği. Ankara: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Kasım 2005, 29 Aralık 2014, «<http://www.tcmb.gov.tr>».
- İnsel, A. ve Sungur, N., 2003. Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği, 1989:III-1999:IV., Kasım 2005, 29 Aralık 2014, «<http://www.tek.org.tr/tartisma/pdf/serhar0303.pdf>»
- Jahangir, A. 2000. Currency Crises: In Search of Common Elements, *IMF Working Paper* WP/00/67, 32-55, Kasım 2005, 29 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0067.pdf>»
- Janus, T. ve Riera, C.D. 2010. The Output Effects of Gross Foreign Investment Reversals. Working Paper, Bates College.
- Jeanne, O. ve Masson, P. 2000. Currency Crises, Sunspots and Markov-Switching Regimes. *Journal of International Economics*, 50(2):327-350.
- Johansen, S. 1988. Statistical Analysis of Cointegration Vectors. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12: 231-254.

- Johnson, A. 2006. The Effects Of Fdi Inflows On Host Country Economic Growth. January 2006, CESIS, *Electronic Working Paper Series*, Paper No. 58, 29 Aralık 2014, «<http://www.etsg.org/ETSG2005/papers/johnson.pdf>»
- Jordan, S. ve Fiona, S. 1998. Domestic Saving and Foreign Investment in Australia: Granger Causality Test. *International Economic Journal*, 12(4), 77-87.
- Kahler, M. 1998. *Capital Flows and Financial Crises*. New York: Cornell University Press.
- Kaminsky, G. ve Reinhart, C. 1996. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review* 89, 473-500
- Kaminsky, G.L., Lizondo, S., Reinhart, C.M., 1998. Leading Indicators of Currency Crises. *International Monetary Fund Staff Paper*, No:79(45),12-35.
- Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M., 1999. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review*. 89, 473-500.
- Kansu, A. 2006. *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri*, İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Kar, M. ve Kara, M.A. 2003. Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Hareketleri ve Krizler. *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 41(481), 10-32.
- Kar, M. Kara, M.A. ve Kaplan, M. 2004. Sermaye Hareketlerinin Makroekonomik Etkileri. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1). 70-84.
- Karaca, S.S. 2010. Uluslararası Sermaye Hareketleri Ve Kriz Sonrası Görünüm. *Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi*. 157-173. 29 Aralık 2014, «<http://asosindex.com/journal-articlefulltext?id=9097&part=1>»
- Karaçor, Z. ve Alptekin, V. 2006. Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Değerlendirilmesi: Türkiye Örneği. *Yönetim Ve Ekonomi Dergisi*. (13)2, 237-256, 30 Aralık 2014, «<http://asosindex.com/journal-articlefulltext?id=7873&part=1>»
- Karluk, R. 2001. Küresel Dünyada Ekonomik Kriz. *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(42), 1-14.
- Karluk, R, 2005. Türkiye’de Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye Katkısı. T.C. Merkez Bankası, 30 Aralık 2014, «<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/turkyabsermyat.doc>»
- Karluk, R. 2007. *Cumhuriyet’in İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşümü*. 10. Baskı, İstanbul: Beta Yayın.
- Karluk, R. 2009. *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Karluk, R. 2011. *Uluslararası Ekonomi*. Ankara: Turhan Kitabevi.

- Kaya, V. ve Yılmaz, Ö. 2003. Türkiye’de Doğrudan Yatırımın Belirleyicileri. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17 (3-4), 39-56.
- Kazgan, G. 2005. *Küreselleşme Ve Ulus-Devlet Yeni Ekonomik Düzen*. 4.Baskı. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kibritçioğlu, A. 2001. Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(41), 1-17. 30 Aralık 2014, «<http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/ytd-kibritcioglu.pdf>»
- Kindleberger, C.P. 2007. *Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi*. Çev. Halil Tunalı, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kittelman, K., Tıprak, M., Schweickert, R. ve De Souza, L.V. 2006. From Transition Crises to Macroeconomic Stability? Lessons from a Crises Early Warning System for Eastern European and CIS Countries? *Comparative Economic Studies*, 48(3), 410-434.
- Klein, M.W. 2007. Capital Account Liberalization and the Varieties of Growth Experience. Fletcher School: *Tufts University and NBER*. 30 Aralık 2014, «http://fletcher.tufts.edu/faculty/klein/pdf/Klein_CapAcctLib2007.pdf»
- Klein, M.W. ve Olivei, P.G. 2008. Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth. Working Paper: *NBER Working Paper*, Yayın No. 7384.
- Knedlik, T. ve Scheufele, R. 2008. Forecasting Currency Crises: Which Methods Signalled the South African Crisis of June 2006? *South African Journal of Economics*, 76(3), 367-383.
- Kokko, A. 2002. *FDI And The Structure Of Home Country Production, Foreign Direct Investment*, London&Newyork: Routledge.
- Kont, B., 1998, “Sermaye Girişleri ve Makroekonomik Etkileri: Türkiye Deneyimi (1990-1996)”, içinde V., Serin (ed), İktisat Politikası, İstanbul:Alfa Basımevi, 685-739.
- Kraay, A. 2005. In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalizations, Unpublished Working Paper: *World Bank*, Washington, DC.
- Krolzig, H.M. 1997. Markov-switching Vector Autoregressions Modeling, Statistical Inference, and Application to Business Cycle Analysis, Springer, Berlin.
- Krueger, A. 2002. The Evolution of Emerging Market Capital Flows: Why We Need to Look Again at Sovereign Debt Restructuring, 30 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/np/speeches/2002/012102.htm>»
- Krugman, P. 1979. A Model of Balance of Payments Crises *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3) (Aug.,1979). 30 Aralık 2014, «http://www.columbia.edu/~rhc2/Spring2006/G6904/Papers/Krugman_79.pdf»

- Kumar, M. ve Pradhan, W. 2002. Predicting Emerging Market Currency Crashes. *Journal of Empirical Finance*, 10(4), 427-454.
- Kumhof, M. 2000. Fiscal Deficits and Current Account Deficits. *IMF Working Paper No. 09/237*. 191-199.
- Lane, P.R., Gian, M. ve Ferretti, M. 2007. The External Wealth of Nations Mark II. *Journal of International Economics* 73, 223-250.
- Lestano, L., Jacobs, J.K. ve Gerard, H. 2003. Indicators of Financial Crises do Work! An Early-Warning System for six Asian Countries. 30 Aralık 2014, «<http://129.3.20.41/eps/if/papers/0409/0409001.pdf>»
- Lim, E.G. 2001. Determinants of, and the Relation Between, Foreign Direct Investment and Growth: A Summary of the Recent Literature, *IMF Working Paper*, WP/01/175.
- Long, J.S. ve Freese, J. 2011. Regression Models for Categorical Dependent Variables Using Stata, College Station, TX: Stata Pres.
- López, Q.J. ve Large, E. 1999. Mexico's Financial Vulnerability: Then and Now. Economic Letter—Insights from the Federal Reserve Bank of Dallas, 1(6), June 2006, *Federal Reserve Bank of Dallas*, 30 Aralık 2014, «<http://www.dallasfed.org/research/eclett/2006/el0606.html#top>»
- Loungani, P. ve Razin, A. 2001. How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries? *Finance&Development*, June 2001, 38(2), 30 Aralık 2014, «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/loungani.htm>»
- Maechler, A.M. ve Ong, L.L. 2009. Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?, *IMF Working Paper*, WP/09/54, March 2009.
- Mariano, R., Güntekin, B., Özmucur, S., Sahbbirz, T. ve Alper, E. 2004. Prediction of Currency Crises: Case of Turkey. *Review of Middle East Economics and Finance*, 2(2), 87-100.
- Martinez, S. ve Peria, M. 2002. A Regime Switching Approach to Studying Speculative Attacks: A Focus on EMS Crises”, *Empirical Economics*, 27(2):299-334.
- Marwah, K. ve Klein, L. 1996. What are some prospects for India's joining the Asian growth process? in Asia Pacific Economic Co-operation: Theory and Practice, R. Hooley et al (eds), *Research in Asian Economic Studies*, 7, Part B, 419-439.
- Masca, M. 1999. Finansal Globalleşme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(2), 107-120.
- Mathieson D.J. ve Soares, R. 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.

- McKinnon, R.I., 1973. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: The Brooking Institution.
- Medvedev, A. 2001. International Investors, Contagion and Russian *Crisis*. *BOFIT Discussion Papers*, No. 6, Bank of Finland Institute for Economies in Transition.
- Mendoza, E. 2010. Sudden Stops, Financial Crises and Leverage, *American Economic Review* 100(5), 815-816.
- Merlevede, B. ve Schoors, K., 2004, “Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies”, CEPR Discussion Papers No: 2638.
- Mishkin, F.S. 2001. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, *NBER Working Paper Series*, 8087, January, Cambridge.
- Mody, A. ve Murshid, A.P. 2005. Growing up With Capital Flows. *Journal of International Economics*, 65(1), 249-266.
- Moosa, I., 2002. *Foreign Direct Investment*, Newyork: Palgrave, 2002.
- Neuhaus, M. 2006. *The Impact of FDI on Economic Growth*, Newyork:Physica Verlag.
- Moran, T.H. 1998. *Foreign Direct Investment and Development: the New Policy Agenda for Developing Countries and Economies in Transition*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Morisset, J. 2003. Does a Country Need Promotion Agency to Attract Foreign Direct Investment?. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3028.
- Motta, M. ve Norman, G., 1996, “Does Economic Integration Cause Foreign Direct Investment”, *International Economic Review*, 37, November, 757-783.
- Mouratidis, K. 2008. Evaluating Currency Crises: A Bayesian Markov Switching Model, *Journal of Macroeconomics*, 30, 1688-1711.
- Mundell, R. 1968. Capital Mobility and Stabilization Under Fixed and Floating Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, November 29.
- Murphy K. M, Shleifer, A. ve Vishny, R. W. 1989. Industrialization and the Big Push. *Journal of Political Economy*, 97(5), 1003-26.
- Narayan, S. 2004. Determinats of demand of Fiji’s exports: An empirical investigation. *The Developing Economics*, 18(1), 95-112
- Obstfeld, M. 1996. The Global Capital Market:Benefactor or Menace? National Bureau of *Economic Research Working Paper*, No.6559, Cambridge, Mass.

- OECD, 2001. Ekonomik Görünüm Raporları Datastream, Eurostat ve AB Komisyonu veri setleri OECD, New Horizons for Foreign Direct Investment, Statistics from A to Z - Beta version. 14 Kasım 2014. «http://www.oecd.org/document/0,3746,en_2649_201185_46462759_1_1_1_1,00.html»
- OECD, 2015. 14 Kasım 2014. «<http://www.oecd.com>»
- Oğuz, Ş. 2005. Reconsidering Globalization As The Internationalization Of Capital: Implications For Understanding State Restructuring, 14 Kasım 2014. «<http://www.cpsaacsp.ca/papers-2005/Oguz.pdf>»
- Onur, S. 2005. Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arasındaki İlişki. *Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1), 127-152.
- Orhan, M. 2006. *Krizinin Türk Toplumunu Üzerindeki Etkileri*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Ormanoğlu, B. 2004. *Yabancı Sermaye Yatırımlarına İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Uluslararası Tahkim*. Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu. Maliye Bakanlığı, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Outhwaite, W. ve Bottomore, T.B. 1995. *The Blackwell Dictionary of Twentieth-century, Social Thought*. Oxford: Blackwell.
- Örnek, İ. 2006. Yabancı Sermaye Akımlarının Yurt İçi Tasarruf ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63(2), 19 Kasım 2014. «<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/42/934/11648.pdf>»
- Özağ, F.E., 1994. Ev Sahibi Ülke Açısından Yabancı Sermaye Yatırımlarını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 5 (12), 63-77.
- Özatay ve Sak (2002) ÖZATAY, Fatih ve Güven Sak (2002). “Financial Liberalization in Turkey: Why Was the Impact on Growth Limited?”. *Emerging Markets Finance and Trade*, 38(5), ss. 6-22.
- Özatay, F. 2009. *Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Doğan Kitap.
- Özbilen, S. 1999. Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 29 (11), 171-185.
- Özcan, Ş.K., Papaioannou, E. ve Peydro, J.L. 2009. Financial Regulation, Financial Globalization and the Synchronization of the Economic Activity. *NBER Working Paper*, No:14887, 225-233.
- Özer, M. 1999. *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Eskişehir: Anadolu Üniv. Yay. Yayın No: 1096, 41-49.

- Özerol, H. 2009. *Kriz Geliyorum Der, Düünden Bugüne Türkiye’de ve Dünyada Finansal Krizler*, İstanbul: Elma Yayımevi.
- Özkan, F. G. ve Sutherland, A. 2003. A Currency Crisis Model with an Optimising Policymaker. *Journal of International Economics*, 44, 339-364, «http://www.york.ac.uk/depts/econ/res/indiv/ozkang_paper12.pdf»
- Pailwar, V.K. 2010. *Economic Environment Of Business*. New Delhi: PHI,
- Papanek, G.F. 1973. Aid, Foreign Private Investment, Saving and Growth in Less Developed Countries. *Journal of Political Economy*, 8, 121-128.
- Parasız, İ. 2002. *İktisadın ABC’si*. 5.Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parry, T.G. 1985. Internalisation as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Critique, *Review of World Economics*, 121(3) 564-565, «<http://www.springerlink.com/content/m7q41k725049k844/fulltext.pdf?page=1>»
- Pesaran, H. So, K.M. ve Shin, Yongcheol, 1997. Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels. *Journal of Econometrics*, 115, 53-74.
- Pesaran, H. ve Smith, R. 1998. Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationship. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289-326.
- Pesaran, H. Smith, R. ve Shin, Y. 2001. An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis”. (Editör: Steinar Storm). *Econometrics and Economic Theory in the 20th Century: the Ragnar Frisch Centennial Symposium*. Cambridge: Cambridge University Press, 371-413.
- Phillips, P. ve Perron, P. 1988. Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Prasad, E. and Wei, S.-J. (2005) The Chinese Approach to Capital Inflows: Patterns and Possible Explanations. *IMF Working Paper* No. 05/79.
- Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S.-J. ve Köse, M. A. (2003) The Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *IMF Occasional Paper*, No. 220.
- Quandt, R.E. 1958. The Estimation of Parameters of Linear Regression System Obeying Two Sperate Regimes. *Journal of the American Statistical Association*, 55, 873-880.
- Quinn, D.F. ve Toyoda, M.A. 2008. Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?. *The Review of Financial Studies*, 21(3), 1403-1449.
- Quinn, D.F. 1997. The Correlates of Changes in International Financial Regulation. *American Political Science Review*, 91(3), 531-551.

- Ramirez, M. D. 2006. Is foreign direct investment beneficial for Mexico? An empirical analysis, 1960-2001. *World Development*, 34(5), 802-817.
- Rand, J. ve Tarp, F. 2002. Business Cycles in Developing Countries: Are They Different? *World Development*, 30(12) 2073-2082.
- Razin, A. 2002. FDI Contribution to Capital Flows and Investment in Capacity. National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, No:9204, USA: Chicago Press.
- Razin, A., Sadka, E. ve Yuen, C.W. 1999. Excessive FDI under Asymmetric Information. *NBER Working Paper*, No:7400, 23 Kasım 2014, «http://www.nber.org/reporter/spring98/razin_spring98.html»
- Rodrik, D.ve Velasco, A. 1999. Short Term Capital Flow. *NBER Working Paper*, 7364: 352-23 Kasım 2014, «http://www.nber.org/reporter/april99/rodrikandvelascu_april99.html»
- Rothenberg A. D. ve Warnock, F.E. 2008. Sudden Flight and True Sudden Stops, Institute for International Integration Studies, *IIS Discussion Paper*, No. 187, November.
- Sachs, J. 1998. Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets. Capital Flows and Financial Crises (Ed.), Miles Kahler, *Cornell University Pres*, Ithaca New York, 243-262.
- Sayım, I. 2004. *Para Finans ve Kriz*. Ankara: Akçağ Yayınevi.
- Schmukler, S.L. 2008. The Benefits and Risks of Globalization: Challenges for Developing Countries. (Ed.: Joseph Stiglitz ve Jose Antonio Ocampo). *Capital Market Liberalization and Development*. Oxford: Oxford University Press, 48-73.
- Selimata, S. 2003. Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Hareketleri. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*. 32(6), 22-34.
- Serin, V. ve Bastı, E. 2001. Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlere Getirilen Teorik Açıklamalar ve Türkiye Örneği. *Yeni Türkiye Dergisi*, 7(42), 1218-1228.
- Seyidoğlu, H. 2007. *Uluslararası İktisat Teori, Politika Ve Uygulama*. 16.Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları.
- Smarzynska, B.K. 2007. Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages, *World Bank Policy Research Working Paper* 2923, October 2002, «<http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/1109.pdf>»
- Sornarajah, M. 2004. *The International Law on Foreign Investment*. Second Edition, Cambridge:Sage.
- Sönmez, S. 2003. Türkiye’de Finansal Serbestlik: İstikrarsızlık Faktörü mü? Kalkınmanın İtici Gücümü?. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(49), 210-224.

- Stiglitz, J.E. 2006. *Küreselleşme Büyük Hayal Kırıklığı*. Çev. Arzu Taşçıoğlu Ve Deniz Vural. 4.Basım. İstanbul: Plan B Yayıncılık.
- Şahin, H. 2007. *Türkiye Ekonomisi*. 9.Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Şen, A. 2006. Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14, 1-24.
- Şimşek, H.A. 2007. Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Maliye Politikaları: Teorik Bir Değerlendirme”. Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi. 13(1), 183-208. 30 Ekim 2014. «<http://iibf.sdu.edu.tr/dergi/files/2007-110.pdf>»
- Şişman, M. Parasal Kriz Teorileri Ve Gelişmekte Olan Ülkeler. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*. 21(1), 2006, 15-35. 30 Ekim 2014. «http://iibf.marmara.edu.tr/dosya/fakulte/iibfdergi_2006/02-PARASAL-KRIZTEORILERI-MEHMET-SISMAN.pdf»
- Taban Ş. 2011. Küresel Finans Krizi Öncesi ve Sonrası Dönemde Türkiye’de Ekonomik Büyümenin Dinamikleri. *Seta Analiz Dergisi*, 37, 4-31.
- Tang, T.C. 2007. Sustainability of balancing item of balance of payments accounts: fresh empirical evidence for G7 countries. *Applied Economics Letters*. 14 (4), 251-254.
- Tarı, R. 2007. *Ekonometri*, 6. Baskı, Kocaeli:Umuttepe Yayınları.
- TCEB (a), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=ABD&_afrLoop=177086709677142&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_1#!%40%40%3FcountryName%3DABD%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_1%26_afrLoop%3D177086709677142%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_146»
- TCEB (b), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Almanya&_afrLoop=178240948453779&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DAlmanya%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D178240948453779%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_722»
- TCEB (c), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=İngiltere&_afrLoop=178453363200472&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3D%25C4%25B0ngiltere%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D178453363200472%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_855»
- TCEB (d), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«<http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/oracle/webcenter/portalapp/pa>

ges/content/htmlViewerUlkeler.jsp?contentId=UCM%23dDocName%3AEK60254&countryName=%C4%B0talya&contentTitle=Genel%20Ekonomik%20Durum&_afrLoop=178589976260940&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_1114#!%40%40%3FcountryName%3D%25C4%25B0talya%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_1114%26_afrLoop%3D178589976260940%26contentId%3DUCM%2523dDocName%253AEK60254%26contentTitle%3DGenel%2BEkonomik%2BDurum%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrltate%3Dnbccowuhm_1164»

TCEB (e), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015, «http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Japonya&_afrLoop=179243953310574&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DJaponya%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D179243953310574%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_1205»

TCEB (f), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015, «http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/content/htmlViewerUlkeler.jsp?contentId=UCM%23dDocName%3AEK159943&countryName=%C3%87in%20Halk%20Cumhuriyeti&contentTitle=Do%26_afrLoop=179879637431857&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_1468#!%40%40%3FcountryName%3D%25C3%2587in%2BHalk%2BCumhuriyeti%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_1468%26_afrLoop%3D179879637431857%26contentId%3DUCM%2523dDocName%253AEK159943%26contentTitle%3DDo%25C4%259Frudan%2BYabanc%25C4%25B1%2BYat%25C4%25B1r%25C4%25B1mlar%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_1518.

TCEB (g), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015, «http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Hindistan&_afrLoop=180261490037398&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DHindistan%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D180261490037398%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_1559»

TCEB (h), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015, «http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Brezilya&_afrLoop=180913442331910&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DBrezilya%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D180913442331910%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_1696»

TCEB (i), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015, «http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/content/htmlViewerUlkeler.jsp?contentId=UCM%23dDocName%3AEK160811&countryName=Rusya%20Federasyonu&contentTitle=Do%26_afrLoop=181256822398913&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_1959#!%40%40%3FcountryName%3DRusya%2BFederasyonu%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_1959%26_afrLoop%3D181256822398913%26contentId%3DUCM%2523dDocName%253AEK

160811%26contentTitle%3DDo%25C4%259Frudan%2BYabanc%25C4%25B1%2BYat%25C4%25B1r%25C4%25B1mlar%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_2009»

TCEB (i), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=GüneyAfrikaCumhuriyeti&_afrLoop=181402281086496&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DG%25C3%25BCney%2BAfrika%2BCumhuriyeti%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D181402281086496%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_2050»

TCEB (k), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Endonezya&_afrLoop=182403450014764&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682»

TCEB (l), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Malezya&_afrLoop=182562524169000&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682#!%40%40%3FcountryName%3DMalezya%26_afrWindowId%3Dnbccowuhm_682%26_afrLoop%3D182562524169000%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3Dnbccowuhm_2312.»

TCEB (m), 2015. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı Resmi Web Sayfası. 28.01.2015,«http://www.ekonomi.gov.tr/portal/faces/home/disIliskiler/ulkeler/ulkeDetay?countryName=Arjantin&_afrLoop=182963932075678&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=nbccowuhm_682»

TCMB, 1999. 30 Ekim 2014.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/99turkce/99RAPOR2.html>,

TCMB, 2000. 30 Ekim 2014.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00turkce/00RAPOR4.html>,

TCMB, 2001. 30 Ekim 2014.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/01RAPOR3.html>,

TCMB, 2003. 30 Ekim 2014.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/03RAPOR2.html>,

TCMB, 2007. TCMB. Ödemeler Dengesi Raporu. 30 Ekim 2014.
«<http://www.tcmb.gov.tr>»

TCMB, 2010 TCMB Ekonomi Terimleri Sözlüğü, 30 Ekim 2014.
«<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm>»

- TCMB, 2013. Ödemeler Dengesi İstatistiklerine İlişkin Yöntemsel Açıklama. TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ödemeler Dengesi Müdürlüğü 30 Ekim 2014. «http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/kitap2/buyumeistikrar_yabser.doc»
- TCMB, 2014. Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://evds.tcmb.gov.tr>, «<http://www.tcmb.gov.tr/>»
- TDK, 2014. Türk Dil Kurumu, Güncel Türkçe Sözlük, «<http://www.tdk.org.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAAF6AA849816B2EF05A79F75456518CA>»
- Thanoon, A.M. ve Baharumshah, A.Z. 2005. Savings, Growth, and Foreign Capital in Malaysia, Emerging Markets in Financial Crisis: Capital Flows, Savings, *Dept and Banking Reform* (Aberdeen). 7-15.
- Tille, C. ve Wincoop, E.V. 2008. International Capital Flows under Dispersed Information: Theory and Evidence. *NBER Working Paper No.* 14390.
- Tutar, H. 2004. *Kriz ve Stres Yönetimi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tüz, V.M. 2010. *Kriz Döneminde İşletme Yönetimi*. Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları.
- Uçak, A. 2006. *Finansal Serbestleşmenin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Uludağ, O. 1998. 1990 Sonrası 2. Krizi Yaşayan Rusya-1, 16.10.1998, *O.T.O. Gazetesi*, 4.
- UNCTAD, 2009. World Investment Report 2009. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development, New York and Geneva: United Nations, 30 Ekim 2014. «<http://stats.unctad.org/FDI/tableViewer/tableView.aspx?ReportId=899>»
- Uygun, E. 2001. *Ekonometri: Yöntem ve Uygulama*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Uygun, E. 2003. Kalkınma Ortamı. *Ekonomik Yaklaşım*, 14(49), 44-58.
- Uzunoglu, S., Alkin, K., ve Gürlesel, C. F., 1995. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Makroekonomik Etkileri ve Türkiye, *İMKB Araştırma Yayınları*, No:6, İstanbul.
- Ünsal, M.E. 2009. *Makro İktisat*. 8.Baskı. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Üşür, İ. 2011. Kriz Bir 'Kavram'a Açıklama Notu. *Mülkiyeliler Birliği Dergisi*. 23(214), 38-45. 30 Ekim 2014. «http://www.mulkiyederigi.org/index.php?option=com_rokdownloads&view=file&Itemid=2&id=573:kriz-bir-qkavramqa-aciklama-notu-prof-dr»

- Vanessche E. 2004. The Impact of International Financial Integration on Industry Growth. *Center for Economic Studies Discussions Paper Series*, Paper No. 04.12. «<http://www.econ.kuleuven.be/ces/discussionpapers/default.htm>»
- Varlık, C. 2009. İkiz Krizler: Para Krizleri İle Bankacılık Krizleri Arasındaki Bağlantılar. *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 13(42),174-179, 30 Ekim 2014. «<http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/ciltler/13/42-43/9.pdf>»
- Velasco, A. 1987. Financial ve Balance of Payments Crises. *Journal of Development Economics*, 27, 263-293.
- Velde, D.W. ve Bezemer, D. 2004. Regional Integration and Foreign Direct Investment in Developing Countries. 30 Ekim 2014. «http://www.odi.org.uk/iedg/projects/ec_prep2.pdf»
- Vernon, R. 1966. International Investment And International Trade in The Product Life Cycle. *Quarterly Journal Of Economics*, 80(2), 30 Ekim 2014. «<http://www.jstor.org/stable/1880689?seq=2>»
- Vu, T.B. ve Noy, I. 2008. Sectoral analysis of foreign direct investment and growth in the developed countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 19(2), 402-413.
- Woodal, P. 1995. The World Economy: Financial Markets, *The Economist*. 7 Ekim 1995 A Survey.
- World Bank, 1997. Developing Countries Get More Private Investment Less Aid. Finance and Development, June, 1997. 30 Ekim 2014. «<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/06/pdf/worldbnk.pdf>»
- World Bank, 2006. World Bank Indicators. «<http://devdata.worldbank.org/wdi2006/contents/cover.htm>»
- Yamin, M. ve Nixson, F.I. 1988. Transnational corporations and the control of restrictive business practices: theoretical issues and- empirical evidence, *International Review of Applied Economics*, 1988, 3-6, 30 Ekim 2014. «<http://www.personal.mbs.ac.uk/myamin/pubs/1988-IRAE-Yamin-Nixsson-TNC-Control.pdf>»
- Yang, J. 2002. Direct and financial foreign investment: how do they differ in the benefits to the developing countries. The George Washington University Global Management Research *Working Paper*, No:02-10.
- Yang, B. 2008. FDI and growth: a varying relationship across regions and over time. *Applied Economics Letters*, 15, 105-108.

- Yao, S. ve Wei, K. 2007. Economic growth in the presence of FDI: The perspective of newly industrialising economies. *Journal of Comparative Economics*, 35, 211-234.
- Yapraklı, S. 2007. Ticari ve Finansal Dışa Açıklık ile Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Türkiye Üzerine Bir Uygulama. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 5, 67-89.
- Yay, T., Yay, G.G. ve Yılmaz, E. 2001. *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler Ve Finansal Düzenlemeler*. İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No.2001/47.
- Yazar, N. Ç., (2001), "Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Türkiye", İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Yeldan, E. 1995. *Türkiye'de Finansal Serbestleştirme Deneyimi*. Petrol İş Yıllığı, İstanbul. 203-219.
- Yeldan, E. 2002. Neoliberal Küreselleşme Odeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler. *Praksis Dergisi*, 7, Haziran, 19-34.
- Yeldan, E. 2011. *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi, Bölüşüm Birikim ve Büyüme*. 15.Baskı. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yentürk, N. ve Çimenoğlu, A. 2005. *Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Gelişimi Ve Türkiye Ekonomisinin Krizleri Üzerindeki Etkisinin Modellenmesi*. Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler, 2.Baskı, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 99-128.
- Yentürk, N. 1997. Finansal Serbestlik ve Makroekonomik Dengeler Üzerindeki Etkiler. *İktisat Dergisi*, Nisan-Mayıs, 55-64.
- Yentürk, N. 2005. *Körlerin Yürüyüşü, Türkiye Ekonomisi Ve 1990 Sonrası Krizler*. 2.Baskı. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Yıldırım, O. 2006. Kriz Deneyimlerinin Kavramsal Olarak Farklılaştırılması: Latin Tipi Kriz ve Asya Tipi Kriz Modelleri, Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri, *Makale Derlemesi*, Arkan Basım Yayım Dağıtım Ltd.
- Yılmaz, Ö., Kızıltan, A. ve Kaya, V. 2005. İktisadi Kriz Kuramları, Finansal Küreselleşme ve Para Krizleri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24, 78-83.
- Yönük, E. E. 1995. *Uluslararası Ksa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Makro Ekonomik Değişkenler Üzerindeki Etkileri; Üç Model ve Türkiye Uygulamalar*, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yükseler, Z. 1998. Makro Ekonomik Hesaplar ve Ödemeler Dengesi, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, 30 Ekim 2014, «<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/makro/yukselez>».

EKLER

Ek - 1. Türkiye’de Ödemeler Dengesi Hesapları 1984-2013 (CD İçinde)

Ek - 2. Standart Metodolojiye Göre Türkiye’de Net Sermaye Hareketleri (CD İçinde)

Ek - 3. Dörtlü Ayrıştırma ile Brüt Sermaye Hareketleri (GDP/FDI+Portfolyo+Oth. Inv.)

	L-NEG	L+POS	A-NEG	A+POS	Net Sermaye Hareketleri
1998Q1	0	0.03264935261603695	0	0.01514348451578708	0.01750586810024987
1998Q2	0	0.06938439045634118	0.02155722151367157	0	0.09094161197001275
1998Q3	0.07262285765560974	0	0.09463703526455896	0	0.02201417760894924
1998Q4	0.009964948871701284	0	0	0.05550244778540599	-0.06546739665710726
1999Q1	0	0.01639108325071161	0.002046886493747401	0	0.01843796974445902
1999Q2	0.006041949797782981	0	0	0.009202102402043456	-0.01524405219982644
1999Q3	0	0.02183938335858752	0.01235259239739113	0	0.03419197575597866
1999Q4	0	0.09165073295092416	0.04216061185468451	0	0.1338113448056087
2000Q1	0	0.04989674952198852	0.002967495219885278	0	0.05286424474187381
2000Q2	0	0.06318462762376844	0	0.004421394039532464	0.05876323358423598
2000Q3	0	0.08339839058371366	0.03169288974297382	0	0.1150912803266875
2000Q4	0	0.01030533790041604	0.003307704746923835	0	0.01361304264733987
2001Q1	0.06267502988814465	0	0	0.01505052324724456	-0.0777255531353892
2001Q2	0.02693553746469513	0	0.03075677022761256	0	0.003821232762917428
2001Q3	0	0.0009080439404677532	0	0.02017629340892983	-0.01926824946846208
2001Q4	0.0281391027342713	0	0.02844880983983718	0	0.0003097071055658791
2002Q1	0	0.0632363288649936	0	0.004041351687805582	0.05919497717718801
2002Q2	0	0.02171705873242587	0.01409371719639999	0	0.03581077592882587
2002Q3	0	0.03791469194312796	0.02105567815925618	0	0.05897037010238414
2002Q4	0	0.03325497110392791	0.01655402096189637	0	0.04980899206582428
2003Q1	4.669333374838519	0	0	0.05374402714439135	-0.05379072047813974
2003Q2	0	0.01944066889081099	0.02291417823359007	0	0.04235484712440106
2003Q3	0	0.06272933565083044	0.01991599073001159	0	0.08264532638084203
2003Q4	0	0.0129211606375871	0.0288011835449079	0	0.04172234418249499
2004Q1	0	0.04077765878573194	0	0.01481794216986573	0.02595971661586622
2004Q2	0	0.04710075130032749	0.02051627817376228	0	0.06761702947408978
2004Q3	0	0.0561808252175177	0.03776190377307557	0	0.09394272899059326
2004Q4	0	0.05407340745686611	0.03936482131970854	0	0.09343822877657464
2005Q1	0	0.03991102032337361	0	0.02189869473392653	0.01801232558944708
2005Q2	0	0.07672840512323385	0.02193588236808016	0	0.09866428749131401
2005Q3	0	0.03453557433010437	0.03209144309655133	0	0.06662701742665569
2005Q4	0	0.03029126213592233	0	0.02084406578165247	0.009447196354269864
2006Q1	0	0.1015537144561999	0.001476449483242681	0	0.1030301639394426
2006Q2	0	-0.04275562023905369	0.02693224747631139	0	-0.01582337276274231
2006Q3	0	0.03591360944915975	0.03220320640662926	0	0.06811681585578901
2006Q4	0	0.04611482926758373	0.06449245347459906	0	0.1106072827421828
2007Q1	0	-0.003998566031492154	0.007549016904282601	0	0.003550450872790447
2007Q2	0	0.06249031758326879	0.04744384198295894	0	0.1099341595662277
2007Q3	0	0.007683358378981046	0	0.0170027631004896	-0.009319404721508556
2007Q4	0	0.01506754039926537	0.004808789489127246	0	0.01987632988839262
2008Q1	0	0.04205823923582877	0.02409650955728711	0	0.06615474879311588
2008Q2	0	0.09799092878629655	0.05036965455612878	0	0.1483605833424253
2008Q3	0	0.04362436364368071	0.01731492846650703	0	0.06093929211018774
2008Q4	0.09715922654571497	0	0	0.03226041749555715	-0.1294196440412721
2009Q1	0.05365390139880229	0	0	0.005016242017103838	-0.05867014341590612

2009Q2	0.00647031665851936	0	0	0.006911628917494976	-0.01338194557601434
2009Q3	0	-0.002313783716901757	0	0.02272333580796833	-0.02503711952487008
2009Q4	0	-0.001882607646916936	0	0.02894509257134789	-0.03082770021826482
2010Q1	0	0.03200641290015277	0	0.01794914988411471	0.01405726301603806
2010Q2	0	0.06377533414617314	0	0.03187904023557018	0.03189629391060296
2010Q3	0	0.05376302818638874	0.02207321552910473	0	0.07583624371549346
2010Q4	0	0.06767489016559649	-0.0008995487346679125	0	0.06677534143092857
2011Q1	0	0.02015392676016217	0	0.05509011277449679	-0.03493618601433462
2011Q2	0	0.0685336853417606	0	0.02959029948523675	0.03894338585652385
2011Q3	0	0.01177456062713364	0.008755847768365154	0	0.0205304083954988
2011Q4	0	0.000830988822385644	0	0.004920757340401264	-0.004089768518015621
2012Q1	0	0.02858270907145158	0.001205232370879093	0	0.02978794144233067
2012Q2	0	0.07722116862225101	0	0.01162557626778914	0.06559559235446188
2012Q3	0	0.0486857386285836	0	0.01677122267132562	0.03191451595725798
2012Q4	0	0.08031065132440226	0.01123108875611509	0	0.09154174008051735
2013Q1	0	0.09666202067387511	0	0.01616424932331828	0.0804977713505568
2013Q2	0	0.07874207006915471	0	0.004962755519993904	0.07377931454916081
2013Q3	0	-0.003012108576239926	0	0.01622328695721904	-0.01923539553345896
2013Q4	0	0.05500421612505676	0.003382879039621596	0	0.05838709516467835

Ek - 4. Dörtlü Ayrıştırma ile Brüt Sermaye Hareketleri Analizi Tamamlayıcı Bulgular

	DL	DA	NI	L_POS	L_NEG	A_POS	A_NEG
Mean	0.029515	-0.004914	0.034429	0.035198	0.005683	0.008639	0.013553
Median	0.033895	-0.003138	0.035001	0.033895	0.000000	0.000000	0.003138
Maximum	0.101554	0.055502	0.148361	0.101554	0.097159	0.055502	0.094637
Minimum	-0.097159	-0.094637	-0.129420	-0.042756	0.000000	0.000000	-0.000900
Std. Dev.	0.042184	0.028065	0.053732	0.032209	0.018322	0.013976	0.018827
Skewness	-0.698743	-0.296013	-0.435319	0.165536	3.568286	1.911232	1.839249
Kurtosis	3.455033	3.675251	3.280109	2.269010	15.23347	6.310157	7.218781
Jarque-Bera	5.760062	2.150558	2.230587	1.717213	534.9022	68.18234	83.54525
Probability	0.056133	0.341203	0.327819	0.423752	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	1.888967	-0.314491	2.203458	2.252677	0.363710	0.552878	0.867369
Sum Sq. Dev.	0.112109	0.049622	0.181890	0.065357	0.021149	0.012305	0.022330
Observations	64	64	64	64	64	64	64

Ek - 5. EMP Değişkenleri ve EMP Eşik Değerlerine Göre Kriz Dönemleri

date	e	res	int	sigma_e_r	sigma_e_i	emp	emp_s	Krizler*
1998Q1	0,18919	0,078235	-0,03361	3,910487758	0,503075	-0,24818	0,783711	0
1998Q2	0,130378	0,151834	0,025327	3,910487758	0,503075	-0,36433	0,783711	0
1998Q3	0,075837	-0,02525	-0,14904	3,910487758	0,503075	-0,40825	0,783711	0
1998Q4	0,078095	-0,02743	0,112222	3,910487758	0,503075	0,624221	0,783711	1
1999Q1	0,163985	0,027666	-0,49301	3,910487758	0,503075	-1,8721	0,783711	0
1999Q2	0,158181	0,014031	-0,01897	3,910487758	0,503075	0,029148	0,783711	0
1999Q3	0,107292	0,082974	-0,06754	3,910487758	0,503075	-0,48128	0,783711	0
1999Q4	0,135711	0,02611	1,866182	3,910487758	0,503075	7,331291	0,783711	1
2000Q1	0,13185	-0,01375	0,701268	3,910487758	0,503075	2,927922	0,783711	1
2000Q2	0,083254	-0,0257	-0,60519	3,910487758	0,503075	-2,18285	0,783711	0
2000Q3	0,058503	-0,00286	-0,12895	3,910487758	0,503075	-0,43456	0,783711	0

2000Q4	0,053149	-0,02797	-0,05331	3,910487758	0,503075	-0,04592	0,783711	1
2001Q1	0,151518	0,116903	-0,02205	3,910487758	0,503075	-0,39185	0,783711	0
2001Q2	0,510896	-0,00566	-0,14776	3,910487758	0,503075	-0,0448	0,783711	1
2001Q3	0,178117	0,037483	-0,04965	3,910487758	0,503075	-0,16263	0,783711	0
2001Q4	0,095449	-0,02076	-0,03983	3,910487758	0,503075	0,020886	0,783711	1
2002Q1	-0,11037	0,010374	-0,01896	3,910487758	0,503075	-0,22507	0,783711	0
2002Q2	0,035803	0,100578	-0,06842	3,910487758	0,503075	-0,62508	0,783711	0
2002Q3	0,169548	0,045961	-0,18887	3,910487758	0,503075	-0,74876	0,783711	0
2002Q4	-0,01843	0,022336	-0,20608	3,910487758	0,503075	-0,91163	0,783711	0
2003Q1	0,02131	0,089556	-0,07465	3,910487758	0,503075	-0,62081	0,783711	0
2003Q2	-0,08174	0,014732	-0,0991	3,910487758	0,503075	-0,52687	0,783711	0
2003Q3	-0,08158	0,015975	-0,02182	3,910487758	0,503075	-0,22937	0,783711	0
2003Q4	0,035543	-0,02707	-0,07342	3,910487758	0,503075	-0,14572	0,783711	0
2004Q1	-0,07693	0,003677	-0,15045	3,910487758	0,503075	-0,67965	0,783711	0
2004Q2	0,089926	0,024164	-0,12161	3,910487758	0,503075	-0,4801	0,783711	0
2004Q3	0,016881	-0,04355	-0,02419	3,910487758	0,503075	0,092572	0,783711	1
2004Q4	-0,02207	0,035978	-0,04339	3,910487758	0,503075	-0,33243	0,783711	0
2005Q1	-1	0,031101	-0,02664	3,910487758	0,503075	-1,22579	0,783711	0
2005Q2	0,02821	-0,01854	0,031805	3,910487758	0,503075	0,225075	0,783711	1
2005Q3	-0,01706	0,073394	0,271685	3,910487758	0,503075	0,758355	0,783711	1
2005Q4	0,011633	0,073284	0,006201	3,910487758	0,503075	-0,2507	0,783711	0
2006Q1	-0,01806	0,047788	-0,01289	3,910487758	0,503075	-0,25532	0,783711	0
2006Q2	0,093373	0,025215	0	3,910487758	0,503075	-0,00523	0,783711	0
2006Q3	0,031089	0,004965	-0,00851	3,910487758	0,503075	-0,02162	0,783711	0
2006Q4	-0,02952	-0,01787	-0,05094	3,910487758	0,503075	-0,15885	0,783711	0
2007Q1	-0,03182	0,034862	-0,06273	3,910487758	0,503075	-0,41344	0,783711	0
2007Q2	-0,05023	-0,0027	0,014157	3,910487758	0,503075	0,015678	0,783711	1
2007Q3	-0,03841	0,025255	0,059645	3,910487758	0,503075	0,096074	0,783711	1
2007Q4	-0,0759	0,007723	-0,02036	3,910487758	0,503075	-0,18571	0,783711	0
2008Q1	0,009648	0,014054	-0,23472	3,910487758	0,503075	-0,96317	0,783711	0
2008Q2	0,050625	-0,02375	-0,23562	3,910487758	0,503075	-0,77791	0,783711	0
2008Q3	-0,04207	-0,00106	-0,15883	3,910487758	0,503075	-0,65903	0,783711	0
2008Q4	0,273147	-0,07115	-0,16398	3,910487758	0,503075	-0,08984	0,783711	0
2009Q1	0,075834	-0,0429	-0,03418	3,910487758	0,503075	0,109939	0,783711	1
2009Q2	-0,05106	-0,04158	0,006154	3,910487758	0,503075	0,135621	0,783711	1
2009Q3	-0,04585	0,01684	0,019878	3,910487758	0,503075	-0,03398	0,783711	0
2009Q4	-0,00824	0,008778	-0,0015	3,910487758	0,503075	-0,04843	0,783711	0
2010Q1	0,01366	0,000885	-0,07207	3,910487758	0,503075	-0,27164	0,783711	0
2010Q2	0,020078	0,050492	0,098706	3,910487758	0,503075	0,208615	0,783711	1
2010Q3	-0,01426	0,045103	-0,05891	3,910487758	0,503075	-0,42101	0,783711	0
2010Q4	-0,03463	0,018114	0,528951	3,910487758	0,503075	1,962997	0,783711	1
2011Q1	0,077496	0,026854	-0,03685	3,910487758	0,503075	-0,17161	0,783711	1
2011Q2	-0,00757	0,039461	0,031881	3,910487758	0,503075	-0,03721	0,783711	1
2011Q3	0,107368	-0,00772	-0,36663	3,910487758	0,503075	-1,29615	0,783711	0
2011Q4	0,061062	-0,03151	-0,17073	3,910487758	0,503075	-0,48336	0,783711	0
2012Q1	-0,0223	-0,02593	-0,02157	3,910487758	0,503075	-0,00525	0,783711	1
2012Q2	0,004202	0,001852	-0,02004	3,910487758	0,503075	-0,0814	0,783711	1
2012Q3	-0,0012	0,023933	0,251534	3,910487758	0,503075	0,888836	0,783711	1
2012Q4	-0,00538	0,04987	0,063725	3,910487758	0,503075	0,0488	0,783711	1
2013Q1	-0,00472	0,04422	-1	3,910487758	0,503075	-4,08813	0,783711	0
2013Q2	0,030147	0,077084	0,134454	3,910487758	0,503075	0,25449	0,783711	0
2013Q3	0,070725	-0,01048	0,024691	3,910487758	0,503075	0,208279	0,783711	0
2013Q4	0,0299	0,026208	0,060241	3,910487758	0,503075	0,162984	0,783711	0

*Kriz var 1 ve kriz olmayan dönemler 0 ile ifade edilmiştir.

Ek - 6. Krizi Tanımlayan ve Açıklayan Değişkenlerin ARDL Testi Bulguları

	BIST	BIST_VOL	BUYUME	ENF	GDP	GSYİH	INTDIFF	KURGR	M2GSYİH	M2TL	NETHATA	REZERVGR	YKREDI_GSYİH	XM
Mean	0.068932	0.127742	0.019774	0.046825	125340.0	22806632	0.253189	0.027644	0.210088	3.02E+08	0.028195	0.017980	0.008671	0.640696
Median	0.065467	0.001188	0.040396	0.027818	127675.5	23055716	0.120850	0.024760	0.184205	2.26E+08	0.009967	0.015354	0.005583	0.634607
Maximum	0.930533	1.907257	0.234264	0.178501	210217.0	32998647	1.754600	0.510896	0.435212	8.69E+08	0.687593	0.151834	0.030387	0.847539
Minimum	-0.319605	-0.473216	-0.202691	-0.003271	45152.00	14436129	0.047400	-0.999999	0.125812	10912098	-0.135529	-0.071151	0.000529	0.474344
Std. Dev.	0.205124	0.428281	0.118557	0.045130	56731.61	49499977	0.294676	0.162737	0.071552	2.46E+08	0.124466	0.041616	0.008401	0.072018
Skewness	1.326991	1.599942	0.093128	1.194531	0.077756	0.127320	2.675838	-3.508792	0.989270	0.651636	4.596439	0.697167	0.978801	0.479166
Kurtosis	6.842607	6.472021	1.740727	3.326836	1.440443	1.940662	12.27529	27.07219	3.376521	2.218036	24.46443	3.774587	2.806757	3.992263
Jarque-Bera	58.15801	59.45118	4.321228	15.50516	6.550408	3.165436	305.7905	1676.579	10.81704	6.159964	1453.948	6.784404	10.31880	5.074630
Probability	0.000000	0.000000	0.115254	0.000430	0.037809	0.205416	0.000000	0.000000	0.004478	0.045960	0.000000	0.033635	0.005745	0.079078
Sum	4.411660	8.175519	1.265558	2.996785	8021758.	1.46E+09	16.20410	1.769202	13.44563	1.93E+10	1.804499	1.150707	0.554951	41.00457
Sum Sq. Dev.	2.650767	11.55575	0.885515	0.128314	2.03E+11	1.54E+15	5.470552	1.668451	0.322544	3.83E+18	0.975983	0.109107	0.004446	0.326754
Observations	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64

Ek - 7. ARDL Analizine Göre Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Hareketleri (Bulgular GDP'ye oranlanmıştır)

date	emp	buyume	m2gsyih	kurgr	rezervgr	xm	nethata	bist	bist_vol	enf	intdiff	ykredi_gsyih	enf2
1998Q1	0	0.11417	0.231175558	0.189189649	0.078235281	0.5937	0.016392544	0.095715289	-0.07074029	0.00521249	0.7700	0.000529001	5.21E-05
1998Q2	0	0.0798608	0.2563973	0.130377915	0.151834105	0.5508	0.004697674	0.206968391	0.575212487	0.10405136	0.7913	0.00056132	0.001041
1998Q3	0	0.234264	0.304289295	0.075836901	-0.025245096	0.5746	0.005119183	-0.146531985	-0.213159279	0.136811042	0.6645	0.00053561	0.001368
1998Q4	1	-0.110119	0.262246951	0.078049702	-0.027434499	0.6341	0.015130296	-0.319604988	-0.260346468	0.13311922	0.7521	0.000585487	0.001331
1999Q1	0	-0.202691	0.23085248	0.163985213	0.02766594	0.8040	0.226006249	0.450111277	0.483635851	0.117889912	0.3587	0.00081934	0.001179
1999Q2	0	0.1234244	0.265549408	0.158181171	0.01403116	0.6100	0.008225446	0.534794612	0.507491366	0.108518882	0.3508	0.000797104	0.001085
1999Q3	0	0.1938518	0.318890704	0.107291965	0.082974383	0.6196	-0.0124	0.105590101	-0.217764729	0.136813312	0.3205	0.000727181	0.001368
1999Q4	1	-0.079383	0.284014882	0.135710701	0.026109593	0.6197	0.014975124	0.514787422	1.907257071	0.160275398	1.0113	0.000880077	0.001603
2000Q1	1	-0.14625	0.232778707	0.131850104	-0.013750464	0.5919	-0.012364395	0.930532595	0.948127594	0.112568054	1.7546	0.001181167	0.001126
2000Q2	0	0.1347903	0.264199483	0.083253631	-0.025695605	0.5018	0.037706618	-0.007088474	-0.110021344	0.051673319	0.6524	0.001171663	0.000517
2000Q3	0	0.2171705	0.315569917	0.058502655	-0.002863905	0.4743	0.011986196	-0.219082605	-0.350001672	0.073979668	0.5576	0.001325006	0.000704
2000Q4	1	-0.099413	0.278286388	0.083148729	-0.027974107	0.4879	-0.004537347	-0.089818026	0.264894939	0.091324574	0.5245	0.001424769	0.000913
2001Q1	0	-0.185419	0.252532959	0.151517715	0.116903149	0.6773	-0.00022805	-0.188844548	-0.284995357	0.101532381	0.5205	0.001876255	0.001015
2001Q2	1	0.0488487	0.335877181	0.510895547	-0.005660009	0.8147	-0.01942953	0.145936332	0.566283816	0.178500839	0.4477	0.001992653	0.001785
2001Q3	0	0.2150196	0.435212261	0.178116519	0.037483315	0.7390	0.008723222	-0.144317352	-0.430256805	0.109842304	0.4315	0.001740298	0.001098
2001Q4	1	-0.131554	0.37752356	0.095449009	-0.020761227	0.8022	0.026888567	0.135754546	0.885966132	0.132078117	0.4265	0.002181741	0.001321
2002Q1	0	-0.093498	0.279105346	-0.110373462	0.01037414	0.7599	0.018187204	0.141959985	-0.170499774	0.081039129	0.4227	0.002192552	0.000801
2002Q2	0	0.1127652	0.296233966	0.035802743	0.100577625	0.6836	0.005601377	-0.100944404	-0.268243835	0.031941423	0.3923	0.001983832	0.000319
2002Q3	0	0.2127419	0.377639865	0.169547605	0.045906633	0.6873	0.000763359	-0.118880081	0.10568643	0.070102212	0.3150	0.001628477	0.000701
2002Q4	0	-0.091872	0.30950828	-0.01842745	0.022335803	0.6818	-0.012586207	0.178919746	1.056078276	0.077347266	0.2491	0.001854852	0.000773
2003Q1	0	-0.118255	0.260186867	0.021309552	0.089559699	0.7215	0.011488452	-0.068463205	-0.473216475	0.078411993	0.2318	0.002235786	0.000784
2003Q2	0	0.0706938	0.245733858	-0.081738296	0.014731751	0.6872	0.031194862	0.031584704	0.429090686	0.034649825	0.2075	0.00224896	0.000346
2003Q3	0	0.2165655	0.262827322	-0.08158346	0.015975411	0.6602	0.068759293	0.067545804	-0.046063287	0.016602616	0.2050	0.001960972	0.000166
2003Q4	0	-0.083882	0.23800036	0.035542586	-0.027068153	0.6676	0.01026303	0.383564865	0.1073021157	0.038858315	0.1894	0.00244891	0.000389
2004Q1	0	-0.078602	0.189268546	-0.076933662	0.003676842	0.6454	0.030186824	0.181163065	-0.038136086	0.021687435	0.1594	0.002911614	0.000217
2004Q2	0	0.0900491	0.214424239	0.089925749	0.024163541	0.6366	0.015073933	-0.060892461	-0.315583988	0.008389098	0.1387	0.003168476	8.39E-05
2004Q3	1	0.1743278	0.244285306	0.016881259	-0.04354936	0.6373	0.020328401	0.108944966	0.204382741	0.017282339	0.1310	0.00303933	0.000173
2004Q4	0	-0.084419	0.208454311	-0.022069736	0.035977942	0.6680	0.020340022	0.161152517	0.154533956	0.01746019	0.1194	0.003652798	0.000417
2005Q1	0	-0.074023	0.172655914	-0.99999082	0.031100731	0.6698	-0.004814203	0.158518588	0.264043698	0.016159235	0.1106	0.004201096	0.000162
2005Q2	1	0.0817294	0.185108676	0.028210307	-0.018537902	0.6181	-0.004985507	-0.05205971	-0.338154258	0.02601914	0.1101	0.004363221	0.000206
2005Q3	1	0.1736066	0.206313761	-0.017056991	0.073394358	0.5997	0.030783133	0.194766865	0.48813934	0.022495961	0.1429	0.004120838	0.000225
2005Q4	0	-0.066036	0.187448504	0.011633283	0.07328419	0.6348	-0.0131324	0.173628778	0.095377796	0.035430707	0.1388	0.00492381	0.000354
2006Q1	0	-0.106464	0.16166962	-0.018060122	0.047787597	0.6296	0.013419773	0.250133554	0.256751751	0.012397645	0.1319	0.00624114	0.000124
2006Q2	0	0.2102412	0.183301759	0.09337277	0.025214856	0.5800	0.002432012	-0.104007467	-0.061320454	0.03520802	0.1272	0.006297023	0.000352
2006Q3	0	0.1367589	0.208063865	0.031089079	0.004965417	0.5945	0.018087066	-0.078188209	-0.278573424	0.016805749	0.1223	0.006325027	0.000168
2006Q4	0	-0.07081	0.181744828	-0.029519091	-0.017872429	0.6497	-0.009375507	0.061341529	0.024899684	0.027744365	0.1133	0.007100953	0.000277
2007Q1	0	-0.086614	0.157489728	-0.031823577	0.034861539	0.6583	0.023215434	0.06895687	0.283818756	0.023369347	0.1029	0.008193773	0.000234
2007Q2	1	0.0760293	0.158669171	-0.050232809	-0.002697874	0.6278	0.006623236	0.102312108	-0.030843448	0.014566365	0.1051	0.008116325	0.000146
2007Q3	1	0.1298212	0.168283527	-0.038406149	0.025249755	0.6023	0.016694939	0.104723237	0.355582286	0.003144348	0.1160	0.007708951	3.14E-05
2007Q4	0	-0.06175	0.14158614	-0.07589937	0.007722541	0.6395	0.053337855	0.094293288	-0.136289153	0.039459656	0.1182	0.00867065	0.000389
2008Q1	0	-0.061853	0.125811947	0.009648408	0.01405402	0.6739	0.002197531	-0.186452568	-0.026892615	0.030336907	0.0925	0.009911612	0.000303
2008Q2	0	0.031943	0.131061763	0.050625437	-0.023748503	0.6284	0.013059683	-0.095600757	-0.177143987	0.027892255	0.0748	0.010671906	0.000279
2008Q3	0	0.1103336	0.140902328	-0.042074682	-0.001059174	0.6315	-0.02411512	-0.05846949	0.050686641	0.007800674	0.0606	0.01023257	7.8E-05
2008Q4	0	-0.13458	0.160739437	0.27314723	-0.071151227	0.6986	0.011703747	-0.311853555	-0.127956596	0.029860403	0.0617	0.01249229	0.000299
2009Q1	1	-0.140154	0.153527884	0.075833598	-0.042896817	0.8475	-0.002593548	-0.050990906	-0.040536173	0.010416805	0.0631	0.014005264	0.000104
2009Q2	1	0.1163203	0.157970991	-0.051060672	-0.041584787	0.6939	-0.095957031	0.300293688	0.923008364	0.007680505	0.0636	0.012523293	7.68E-05
2009Q3	0	0.1704469	0.168479707	-0.045854235	0.016839986	0.6651	0.013156597	0.329033143	0.013712871	0.003422189	0.0651	0.011073927	3.42E-05
2009Q4	0	-0.057762	0.150961785	-0.008242875	0.00877778	0.7190	-0.003112369	0.137459486	0.04097687	0.041696757			

Ek - 8. Krizi Tanımlayan Değişkenlerin Birim Kök Testleri (CD İçinde)
Ek - 9. ADF, PP ve KPSS Testlerinin Sonuçları

Değişken	Model	ADF	PP	KPSS
BIST	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(0)
BISTVOL	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(0)
BUYUME	Sabit Terimli	I(1)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(0)	I(0)
ENF	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(1)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(1)
INTDIFF	Sabit Terimli	I(2)	I(0)	I(1)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(0)	I(2)
KURGR	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(1)
LOGGDP	Sabit Terimli	I(1)	I(1)	I(1)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(1)	I(1)
LOGGSYIH	Sabit Terimli	I(1)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(0)	I(0)
LOGM2TL	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(2)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(2)
M2GSYIH	Sabit Terimli	I(1)	I(1)	I(1)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(0)	I(0)
NETHATA	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(0)
REZERVGR	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(0)
XM	Sabit Terimli	I(0)	I(0)	I(0)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(0)	I(0)	I(0)
YKREDI_GSYIH	Sabit Terimli	I(2)	I(1)	I(2)
	Sabit + Eğilim Katsayılı	I(1)	I(1)	I(2)

Ek - 10. Pesaran (2001) ARDL F Testi İçin Kritik Değerleri Gösteren Tablolar

Table C1. Critical Value Bounds for the F-Statistic

Testing for the Existence of A Long-Run Relationship*

Table C1.iii: Case III with unrestricted intercept and no trend

<i>k</i>	90%		95%		97.5%		99%		mean		variance	
	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)
0	6.58	6.58	8.21	8.21	9.80	9.80	11.79	11.79	3.05	3.05	7.07	7.07
1	4.04	4.78	4.94	5.73	5.77	6.68	6.84	7.84	2.03	2.52	2.28	2.89
2	3.17	4.14	3.79	4.85	4.41	5.52	5.15	6.36	1.69	2.35	1.23	1.77
3	2.72	3.77	3.23	4.35	3.69	4.89	4.29	5.61	1.51	2.26	0.82	1.27
4	2.45	3.52	2.86	4.01	3.25	4.49	3.74	5.06	1.41	2.21	0.60	0.98
5	2.26	3.35	2.62	3.79	2.96	4.18	3.41	4.68	1.34	2.17	0.48	0.79
6	2.12	3.23	2.45	3.61	2.75	3.99	3.15	4.43	1.29	2.14	0.39	0.66
7	2.03	3.13	2.32	3.50	2.60	3.84	2.96	4.26	1.26	2.13	0.33	0.58
8	1.95	3.06	2.22	3.39	2.48	3.70	2.79	4.10	1.23	2.12	0.29	0.51
9	1.88	2.99	2.14	3.30	2.37	3.60	2.65	3.97	1.21	2.10	0.25	0.45
10	1.83	2.94	2.06	3.24	2.28	3.50	2.54	3.86	1.19	2.09	0.23	0.41

Table C1.iv: Case IV with unrestricted intercept and restricted trend

<i>k</i>	90%		95%		97.5%		99%		mean		variance	
	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)	<i>I</i> (0)	<i>I</i> (1)
0	10.75	10.75	12.57	12.57	14.27	14.27	16.51	16.51	6.35	6.35	10.72	10.72
1	6.07	6.74	7.02	7.73	7.94	8.74	9.15	10.09	3.67	4.15	3.18	3.72
2	4.50	5.35	5.17	6.15	5.82	6.88	6.65	7.80	2.78	3.43	1.63	2.13
3	3.71	4.68	4.23	5.29	4.75	5.85	5.38	6.54	2.33	3.06	1.04	1.45
4	3.22	4.24	3.66	4.76	4.07	5.23	4.57	5.90	2.07	2.84	0.74	1.10
5	2.90	3.94	3.28	4.39	3.63	4.82	4.09	5.40	1.89	2.70	0.57	0.88
6	2.67	3.72	3.00	4.13	3.32	4.51	3.73	5.02	1.76	2.60	0.46	0.72
7	2.49	3.57	2.81	3.94	3.10	4.29	3.46	4.75	1.67	2.52	0.39	0.62
8	2.36	3.44	2.65	3.79	2.91	4.11	3.26	4.52	1.60	2.46	0.33	0.54
9	2.26	3.32	2.53	3.66	2.77	3.96	3.06	4.33	1.54	2.41	0.29	0.48
10	2.16	3.24	2.41	3.55	2.64	3.84	2.93	4.19	1.49	2.38	0.26	0.43

Ek - 11. Zaman Serileri: Durağan Olan Değişkenlerin F Testi Bulguları

Source	SS	df	MS	Number of obs = 62		
				F(24, 37) = 1.20		
Model	6.09215392	24	.253839747	Prob > F = 0.2987		
Residual	7.79494286	37	.210674131	R-squared = 0.4387		
				Adj R-squared = 0.0746		
Total	13.8870968	61	.227657324	Root MSE = .45899		

emp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
buyume						
D1.	2.159183	2.150879	1.00	0.322	-2.198912	6.517277
LD.	1.736435	1.409011	1.23	0.226	-1.118492	4.591362
m2gsyih						
D1.	-6.225628	6.184843	-1.01	0.321	-18.75731	6.306054
LD.	.6756074	5.192558	0.13	0.897	-9.845515	11.19673
rezervgr						
D1.	-1.099622	2.292782	-0.48	0.634	-5.745241	3.545996
LD.	2.174199	2.091903	1.04	0.305	-2.064399	6.412796
xm						
D1.	1.838594	2.297464	0.80	0.429	-2.816509	6.493698
LD.	2.582606	1.941972	1.33	0.192	-1.352203	6.517415
nethata						
D1.	-.676713	.6167837	-1.10	0.280	-1.926436	.5730096
LD.	-.0441444	.75513	-0.06	0.954	-1.574183	1.485894
bist						
D1.	.4708917	.5402623	0.87	0.389	-.6237836	1.565567
LD.	-.1879746	.4624787	-0.41	0.687	-1.125045	.7490963
intdiff						
D1.	.7558988	.5101759	1.48	0.147	-.2778157	1.789613
LD.	.6446048	.5092338	1.27	0.213	-.3872009	1.676411
ykredi_gsyih						
D1.	94.74041	140.5631	0.67	0.504	-190.0675	379.5483
LD.	168.5526	141.8584	1.19	0.242	-118.8797	455.985
buyume						
L1.	1.117772	3.331218	0.34	0.739	-5.631916	7.867461
m2gsyih						
L1.	.9565726	2.628107	0.36	0.718	-4.368477	6.281623
rezervgr						
L1.	-4.831161	3.112448	-1.55	0.129	-11.13758	1.475259
xm						
L1.	-1.332024	1.794314	-0.74	0.463	-4.967649	2.303601
nethata						
L1.	-1.216439	1.309395	-0.93	0.359	-3.869525	1.436646
bist						
L1.	.2890933	.813807	0.36	0.724	-1.359836	1.938023
intdiff						
L1.	.2162916	.680338	0.32	0.752	-1.162204	1.594787
ykredi_gsyih						
L1.	2.681436	13.33673	0.20	0.842	-24.34134	29.70421
_cons	.8771395	1.069494	0.82	0.417	-1.289862	3.044141

Ek - 12. Pesaran Kritik Değerlerine Göre F-Testi Sonuçları

	Değişkenler	H
(1)	D.buyume	0
(2)	LD.buyume	0
(3)	D.m2gsyih	0
(4)	LD.m2gsyih	0
(5)	D.rezervgr	0
(6)	LD.rezervgr	0
(7)	D.xm	0
(8)	LD.xm	0
(9)	D.nethata	0
(10)	D.nethata	0
(11)	D.bist	0
(12)	LD.bist	0
(13)	D.intdiff	0
(14)	LD.intdiff	0
(15)	D.ykredi_gsyih	0
(16)	LD.ykredi_gsyih	0

Ek - 13. ARDL Sınır Testi Modeli ve Özet Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs = 60
-----+				F(25, 34) = 1.73
Model	7.47263243	25	.298905297	Prob > F = 0.0674
Residual	5.8607009	34	.172373556	R-squared = 0.5604
-----+				Adj R-squared = 0.2372
Total	13.3333333	59	.225988701	Root MSE = .41518

	emp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95%Conf. Interval]
-----+						
buyume						
--.		.4892739	2.442077	0.20	0.842	-4.473623 5.452171
L1.		-2.663709	.8724602	-3.05	0.004	-4.436761 -1.8906564
L2.		-2.646711	1.909821	-1.39	0.175	-6.527934 1.234512
m2gsyih						
--.		-3.975754	4.839279	-0.82	0.417	-13.81035 5.858844
L1.		7.552813	4.412585	1.71	0.096	-1.414638 16.52026
rezervgr						
--.		-2.418481	2.110459	-1.15	0.260	-6.70745 1.870488
L1.		-1.338725	1.73303	-0.77	0.445	-4.860665 2.183215
L2.		-2.254259	1.892136	-1.19	0.242	-6.099541 1.591023
L3.		-6.261753	1.734585	-3.61	0.000	-9.738127 -2.785379
L4.		-5.471309	1.786849	-3.06	0.004	-9.102624 -1.839995
xm						

```

--. | -.5512415 2.211649 -0.25 0.805 -5.045853 3.94337
L1. | -4.685226 1.921346 -2.44 0.020 -8.589871 -.78058
|
nethata |
--. | -.3122374 .5544583 -0.56 0.577 -1.439032 .8145573
L1. | -.0348955 .7006112 -0.05 0.961 -1.458709 1.388918
L2. | -.1940592 .6848307 -0.28 0.779 -1.585803 1.197684
L3. | -.8780231 .6574156 -1.34 0.191 -2.214052 .4580061
|
bist |
--. | .9945782 .4680648 2.12 0.041 .0433562 1.9458
L1. | -.3490271 .5704572 -0.61 0.545 -1.508336 .8102814
L2. | -.6053568 .4608247 -1.31 0.198 -1.541865 .3311516
L3. | .5607854 .5288664 1.06 0.296 -.5140005 1.635571
L4. | -.9136884 .4779129 -1.91 0.064 -1.884924 .0575475
|
intdiff |
--. | .1959187 .5079309 0.39 0.702 -.836321 1.228158
L1. | -.4582921 .5526997 -0.83 0.413 -1.581513 .6649287
|
ykredi_gsyih |
--. | 141.5716 132.9591 1.06 0.294 -128.6339 411.777
L1. | -139.4426 136.3312 -1.02 0.314 -416.5009 137.6157
|
-cons | 3.250596 1.302921 2.49 0.018 .6027432 5.898449
-----

```

Ek - 14. Alternatif LOGIT Analiz Bulguları

```

Iteration 0: log pseudolikelihood = 40.501941
Iteration 1: log pseudolikelihood = 34.03825
Iteration 2: log pseudolikelihood = 33.80312
Iteration 3: log pseudolikelihood = 33.802733
Iteration 4: log pseudolikelihood = 33.802733

```

```

Logistic regression          Number of obs =    64
                             Wald chi2(3) =    11.79
                             Prob > chi2 =    0.0081
Log pseudolikelihood = -33.802733      Pseudo R2 =    0.1654

```

```

-----
|               Robust
|               Coef. Std. Err.   z  P>|z|   [95%Conf. Interval]
-----+-----
bist_vol | 1.97332 .8193712   2.41 0.016   .3673823 3.579258
ykredi_gsyih | 60.50964 34.19391   1.77 0.077  -6.509185 127.5285
rezervgr | -15.77365 8.70622  -1.81 0.070  -32.83753 1.290226
_cons | -1.401387 .5006693  -2.80 0.005  -2.382681 -.4200931
-----

```

Not: Tahminlerden elde edilen parametreler için %1 önem seviyesi a, %5 önem seviyesi b ve %10 önem seviyesi c ile gösterilmiştir.

Ek - 15. Lojistik Analiz Sonrası Değişkenlerin Ki-Kare Değerlerine göre Marjinal Etki Düzeyleri

Marginal effects after logit

y = Pr(emp) (predict)
= .28736192

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[95% C.I.]	X
bist_vol	.4041065	.16881	2.39	0.017	.073238 .734975	.127742
ykredi~h	12.39147	7.03424	1.76	0.078	-1.39539 26.1783	.008671
rezervgr	-3.230208	1.76133	-1.83	0.067	-6.68236 .221941	.01798