

**T.C. GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**SERMAYE AKIMLARI VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ
İLİŞKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Dolunay Hamide TOKMAK**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR**

Ankara-2010

**T.C. GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT TEORİSİ BİLİM DALI**

**SERMAYE AKIMLARI VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ
İLİŞKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Dolunay Hamide TOKMAK**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR**

Ankara-2010

ONAY

Dolunay H. TOKMAK tarafından hazırlanan “Sermaye Akımları ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi” başlıklı bu çalışma 01/06/2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak İktisat Anabilim İktisat Teorisi Bilim dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Seniha Alev SÖYLEMEZ (Başkan)

Doç. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR

Yrd. Doç. Dr. Murat ATAN

ÖNSÖZ

Çalışmada temel olarak ülkeler itibarıyla cari işlemler dengeleri ve sermaye hareketleri arasındaki ilişkinin yönünün belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu bağlamda, öncelikle cari işlemler dengesine yönelik geçmişten günümüze süregelen teorik yaklaşımlar ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde yoğun sermaye girişlerinin yaşanmasına sebep olan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle ilgili gelişmeler ele alınmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri genel olarak 1990'lı yıllardan itibaren serbestleştirilmeye başlanmıştır. Bu nedenle çalışmada yapılan analizler ve değerlendirmeler 1990'lı yıllardan günümüze dek süregelen gelişmeleri yansıtmaktadır.

Finansal küreselleşmenin hız kazanmasıyla artan likidite ülkelere yönelik sermaye girişlerinin de hızlanmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllardan günümüze küresel düzeyde iki önemli sermaye akımı dalgası oluşmuştur. Bunlardan ilki 1990'lı yılların başında başlayıp 1997-98 Asya Krizi ile sona ermiştir. İkincisi ise 2002 yılında başlayıp 2008 yılında etkileri daha şiddetli hissedilen küresel krizle birlikte sona ermiştir. Bu iki dönemde gerçekleşen sermaye girişleri boyut ve kompozisyon olarak oldukça farklı özellikler sergilemiştir. Bununla birlikte özellikle 2000'li yıllarda oluşan sermaye akımı dalgasıyla ülkelerin cari işlemler dengelerindeki ayrışma daha da belirginleşmiştir. Bu bağlamda çalışmada, geleneksel teorilerde belirtildiği gibi, ülkelerin cari işlemler dengesi gelişmeleri nedeniyle mi sermaye çektiği yoksa cari dengedeki gelişmelerin sermaye hareketlerince mi belirlendiği incelenmiştir.

Bu çalışmanın hazırlanması sırasında ailevi sağlık problemleri nedeniyle son derece zor günler geçirmiş olmama rağmen ilgi ve desteğini benden hiç esirgemeyen saygıdeğer hocam Doç. Dr. Zeynel Abidin ÖZDEMİR'e teşekkürü bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	v
TABLolar	vi
ŞEKİLLER	vii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER DENGESİ VE SERMAYE HAREKETLERİNE YAKLAŞIMLAR

1.1. CARİ İŞLEMLER DENGESİNE YÖNELİK GELENEKSEL YAKLAŞIMLAR	4
1.1.1. Esneklikler Yaklaşımı.....	4
1.1.2. Toplam Harcama Yaklaşımı	6
1.1.3. Parasalcı Yaklaşım	7
1.1. 4. Tüketime Dönemler Arası İkamesi Yaklaşımı.....	9

1.2. SERMAYE HAREKETLERİ	12
1.2.1. Finansal Serbestleşme	12
1.2.2. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler	14
1.2.3. Sermaye Kontrolleri	17

İKİNCİ BÖLÜM

1990 SONRASI DÖNEMDE ÜLKE GRUPLARI İTİBARIYLA CARİ İŞLEMLER DENGESİ VE SERMAYE HAREKETLERİNE YÖNELİK GELİŞMELER

2.1. CARİ İŞLEMLER DENGESİ GELİŞMELERİ	22
2.2. 1990 SONRASI DÖNEMDE ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ.....	34

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ İLİŞKİSİ

3.1. ÖDEMELER DENGESİ HESABI VE SERMAYE AKIMLARI İLE CARİ DENGESİ ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ	51
3.2. AMPİRİK SINAMALARIN METODOLOJİSİ VE VERİ	53
3.2.1. Granger Nedensellik Testi	53

3.2.2. Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar İçin Nedensellik Testi.....	57
3.2.3. Veri Seti	58
3.3. AMPİRİK BULGULAR	63
3.3.1. Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi	70
3.3.2. Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar Arasındaki Nedensellik İlişkisi..	71
3.3.3. GSYH ve Reel Döviz Kuru Değişkenleri Eklenecek Yapılan Değerlendirmeler	75
SONUÇ.....	78
KAYNAKÇA	80
EK 1- ÖDEMELER DENGESİ TANIMLARI.....	90
ÖZET	110
ABSTRACT	112

SİMGELER VE KISALTMALAR

C :	Özel Nihai Tüketim Harcamaları
CA:	Cari İşlemler Dengesi
DTÖ:	Dünya Ticaret Örgütü
FA :	Sermaye Hesabı Dengesi
FDI:	Net Doğrudan Yatırımlar
G:	Kamu Kesimi Harcamaları
GSYH:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
I:	Yatırım Harcamaları
IMF:	Uluslararası Para Fonu
M:	İthalat
NEO:	Net Hata ve Noksan
OECD:	Organization for Economic Co-operation and Development
OI:	Net Diğer Yatırımlar
PI:	Net Portföy Yatırımları
TNCs:	Uluslararası Şirketler
UNCTAD:	United Nations Conference on Trade and Development
X:	İhracat

TABLOLAR

Tablo 2.2.1: Ülkelere Yönelik Net Sermaye Akımlarının Oynaklığı.....	46
Tablo 2.2.2: Ülkelere Yönelik Sermaye Akımlarının Korelasyon Katsayıları.....	47
Tablo 3.3.1: Gelişmiş Ülkeler için ADF Test Sonuçları.....	68
Tablo 3.3.2: Gelişmekte Olan Ülkeler için ADF Test Sonuçları.....	69
Tablo: 3.3.1.1: CA ve FA için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler).....	70
Tablo: 3.3.1.1: CA ve FA için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler).....	71
Tablo: 3.3.2.1: CA, FDI, PI ve OI için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler).....	72
Tablo: 3.3.2.2: CA, FDI, PI ve OI için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler).....	74
Tablo: 3.3.3.1: CA ve FA için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler).....	76
Tablo: 3.3.3.2: CA ve FA için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler).....	77

ŞEKİLLER

Grafik 2.1.1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi	23
Grafik 2.1.2: Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran).....	24
Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran).....	26
Grafik 2.1.4: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran).....	28
Grafik 2.1.5: Afrika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran).....	29
Grafik 2.1.6: Ülke Grupları İtibariyle Yatırım-Tasarruf Gelişmeleri (Bölge GSYH'sine Oran).....	31
Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Asya Ülkelerinde Yurtiçi Tasarrufların Bileşenleri.....	32
Grafik 2.1.8: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinde Yurtiçi Tasarrufların Bileşenleri.....	33
Grafik 2.2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları.....	35
Grafik 2.2.2: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları, Rezerv Birikimi ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri (GSYH'ya Oran).....	36

Grafik 2.2.3: Latin Amerika'ya Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi.....	38
Grafik 2.2.4: Gelişmekte Olan Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi (Bölge GSYH'sine Oran).....	39
Grafik 2.2.5: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi.....	40
Grafik 2.2.6: Afrika'ya Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi.....	41
Grafik 2.2.7: Ükelere Yönelik Doğrudan Yatırımlar.....	43
Grafik 2.2.8: Ükelere Yönelik Doğrudan Yatırımların Sektörel Dağılımı.....	44
Grafik: 3.2.3.1. Amerika.....	59
Grafik: 3.2.3.2. İngiltere.....	59
Grafik: 3.2.3.3. Japonya.....	60
Grafik: 3.2.3.4. Türkiye.....	60
Grafik: 3.2.3.5. Bulgaristan.....	61
Grafik: 3.2.3.6. Çek Cumhuriyeti.....	61
Grafik: 3.2.3.7. Malezya.....	62
Grafik: 3.2.3.8. Şili.....	62
Grafik 3.3.2.1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Toplam İçindeki % Pay).....	73

GİRİŞ

Son 30 yılda ulusal piyasalar hızlı bir bütünleşme eğilimi göstermiş, bunun önemli bir sonucu olarak da uluslararası sermaye hareketlerinin akışkanlığı ve miktarı hızlı biçimde artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal sistemle bütünleşmesi 1990'lı yılların başına kadar gelişmiş ülkelerin çok gerisinde kalmış, bu dönemden itibaren ise finansal serbestleşme politikalarının da etkisiyle finansal bütünleşme eğilimleri hızla artmıştır. 2000'li yıllara gelindiğinde ise küresel likidite koşulları, mal ve emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar ile güçlü küresel ekonomik büyüme, gelişmekte olan ülkelerin uluslararası finansal sistemle bütünleşme eğilimini ve hızını daha da belirginleştirmiştir.

Finansal küreselleşmenin hız kazanmasıyla artan sermaye akımları özellikle gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler dengelerinde de yapısal değişimlere neden olmuştur. 1980'li yıllar boyunca gelişmekte olan ülkelerin önemli bir kısmına yönelik sermaye girişleri düşük seviyelerde ve bu ülkelerde cari işlemler hesabi sürekli fazla ya da açık verir bir nitelik sergilemiştir. 1990'li yıllarda ise, birçok gelişmekte olan ülke finansal serbestleşme politikaları izleyerek ekonomilerini uluslararası sermaye akımlarına açmıştır. Sermaye girişlerinin yüksek boyutlara ulaşması gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler açıklarının artmasını sağlamıştır.

Finansal küreselleşmeyle birlikte cari işlemler dengesizliklerinin artması ve sermaye hareketlerinin yapısı uluslararası iktisat literatüründe oldukça geniş bir alanda incelenmesine karşın, sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesizlikleri üzerindeki rolüne yönelik ülke karşılaştırmalı analizlerin kısıtlı olması bu tez çalışmasının çıkış noktası olmuştur. Bu çerçevede sermaye hareketlerinin tarihsel gelişimi, cari işlemler dengesizliklerine ilişkin yaklaşımların zaman içerisinde geçirdiği dönüşüm ve sermaye hareketleri-cari işlemler dengesi etkileşimi bu çalışmada analiz edilmiştir.

Toplam beş bölümden oluşan çalışmanın ikinci bölümünde cari işlemler dengesizliklerine yönelik teorik yaklaşımlar ve sermaye hareketlerinin hız kazanmasına neden olan finansal serbestleşme olgusu, sermaye hareketlerini etkileyen faktörler ile sermaye hareketlerine yönelik politika tepkileri değerlendirilmektedir. Üçüncü bölümde özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin hız kazandığı ve cari işlemler dengelerinin dönüşüm sürecine girdiği 1990'lı yıllardan günümüze dek cari işlemler dengeleri ve sermaye hareketlerinin gelişimi ülke grupları itibarıyla açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için sermaye hareketleri ve cari işlemler dengeleri arasındaki nedensellik ilişkisi analiz edilmektedir. Beşinci ve son bölümde ise çalışmadan çıkan sonuçlar değerlendirilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

CARİ İŞLEMLER DENGESİ VE SERMAYE HAREKETLERİNE YAKLAŞIMLAR

Cari işlemler hesabı bir ekonomide, yurtiçi yerleşikler ile yurtdışı yerleşikler arasındaki mal ve hizmet akımları, faktör gelir ve giderleri ile karşılıksız transferlerin izlendiği hesaptır. İktisat literatüründe cari işlemler dengesini modellemeye yönelik teorik yaklaşımlar II. Dünya Savaşı sonrası dönemden günümüze kadar önemli bir değişim geçirmiştir.

Cari işlemler dengesini modellemeye yönelik yaklaşımlar temelde iki gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki “geleneksel yaklaşımlar” olarak tanımlanan “esneklikler”, “toplam harcama” ve “parasalcı” yaklaşımlardır. Genel olarak değerlendirildiğinde bu üç geleneksel yaklaşım, ekonomideki dış dengesizliklerin yurtiçi politikaların bir sonucu olduğunu ve uygun döviz kuru, para ve maliye politikası kombinasyonu ile çözülebileceğini savunmaktadır (Erkılıç: 2006).

Cari işlemler dengesine yönelik diğer yaklaşım ise “cari işlemler dengesine dönemler arası yaklaşım” olup, özellikle son yıllarda teorik ve ampirik çalışmalarda sıkça kullanılmaktadır. Dönemlerarası yaklaşım cari işlemler dengesizliklerini temel olarak tüketim dalgalanmalarının giderilmesi ve finansal yatırımların coğrafi olarak etkin biçimde dağılmasının bir aracı olarak görmektedir (Edwards, 2001).

1.1. CARİ İŞLEMLER DENGESİNE YÖNELİK GELENEKSEL YAKLAŞIMLAR

1.1.1. Esneklikler Yaklaşımı

Uluslararası sermaye akımlarının günümüzdeki kadar yüksek hacimli olmadığı II. Dünya Savaşı sonrası dönemden 1970'li yılların ortasına kadar süren dönemde cari işlemler dengesi genel olarak net dış ticaret akımlarının bir sonucu şeklinde değerlendirilmiştir. Diğer bir ifadeyle, esneklikler yaklaşımı, cari işlemler dış ticaret dengesi üzerinde odaklanmakta olup, uluslararası nispi fiyat hareketlerinin cari dengeyi belirleyen en temel açıklayıcı değişken olduğunu varsaymaktadır. Esneklikler yaklaşımında gelir ve uluslararası harcama düzeyleri sabit tutulurken, talep ve arzın statik fiyat esneklikleri uluslararası sermaye akımlarını yönlendirir (Obstfeld ve Rogoff: 1994). Bu yaklaşımda ayrıca dış ticarete gümrük tarifesi ve benzeri kısıtlamaların olmadığı, uluslararası piyasalarda tam ikame olanaklarının söz konusu olduğu ve devalüasyon sonrasında yurtiçi fiyatların sabit tutulduğu varsayılmıştır.

Bu yaklaşım temelde olası bir devalüasyonun dış ticaret dengesi üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Bu bağlamda, devalüasyonun yurtdışı yerleşiklerin ihraç mallarına olan talebini artırma, yurtiçi yerleşiklerin ise ithal mallara olan talebini caydırma etkisi nedeniyle dış ticaret dengesini iyileştirmesi beklenir.

Devalüasyon sonrasında ithal malların fiyatlarındaki göreceli artış ticaret bilançosunu düzeltemeyebilir. Ülkenin, devalüasyonla birlikte, ihracatı artırıp ithalatının azalmasıyla daha rekabetçi olması doğru olmakla beraber, ülkenin birim ithal malı başına daha fazla ödeyeceği de bir gerçektir (Arize, Grioyannis, Kallianiotis ve Englander: 2000). Devalüasyonun ticaret bilançosunu düzeltebilmesi Marshall-Lerner koşuluna bağlıdır. Marshall-Lerner koşulunun sağlanabilmesi için, ihraç mallarının yurtdışı talep esnekliği

ile ithal mallarının yurtiçi talep esnekliklerinin toplamı birden büyük olmalıdır. Eğer esneklikler toplamı 1'e eşit ise devalüasyon sonrasında dış ticaret açığında herhangi bir iyileşme olmayacaktır. Eğer toplam 1'den küçük ise, devalüasyon sonrasında dış ticaret açığı büyüyecektir.

Esneklikler yaklaşımı, kısmi denge analizi olması, ticarete konu olmayan malların reel döviz kuru tanımında ifade edilmemesi, Keynesyen görüşten gelen, değişen ithalat ve ihracat harcamalarından kaynaklanan net çoğaltan etkisinin ihmal edilmesi ve parasal yaklaşım açısından önemli olan, devalüasyon sonrasında ticaret dengesindeki her değişimin dış rezerv birikimindeki tasarruflarla karşılandığı ve dış rezervlerdeki birikimin reel ekonomiye geri besleme etkisinin olmadığı varsayımının yapılması gibi nedenlerle eleştirilmektedir. Bununla birlikte, yapısalcı gelenekten gelen iktisatçılar ise geliştirmekte olan ülkelerdeki dış ticaret ve cari işlemler dengesizliklerinin özünde yapısal etkenlerden kaynaklandığını ve bu dengesizliklerin söz konusu ülkelerin büyüme imkanlarını ciddi şekilde sınırladığını ileri sürmüştür (Edwards, 2001). Bu görüşe göre ülkeler söz konusu dengesizlikleri gidermek için döviz kuru ayarlamalarına gitmek yerine ithal ikameci politikalar yoluyla sanayileşmeyi desteklemelidir.

1.1.2. Toplam Harcama Yaklaşımı

Toplam harcama yaklaşımı dış açık sorununu ülkenin toplam gelir ve toplam harcamaları ile ilişkilendirerek devalüasyonun dış dengeyi sağlayıcı etkisini milli gelir üzerinde yaptığı değişimler yoluyla açıklamaktadır.

Esneklikler yaklaşımında yapılan devalüasyonun sonraki dönemlerde gelir üzerindeki etkileri göz ardı edilmiştir. Devalüasyon ilk etapta ülkenin ihracatını teşvik edici bir rekabet gücü sağladığı gibi, ithalatı da caydırıcı bir etkide bulunur. Böylelikle önceden ithal edilen malların yurt içinde üretimi teşvik edilmiş olunur. Üretimde ve dolayısıyla reel gelirde artış yaşanması ithalatı yeniden artırıcı yönde etkiler. Bundan ötürü ülkenin dış ticaret dengesinde gözlenen devalüasyon kaynaklı iyileşme kısmen giderilmiş olur.

Cari işlemler dengesine toplam harcama yaklaşımı, dış dengesizliklerin mal ve hizmet harcamalarının kompozisyonunda oluşacak değişiklik suretiyle giderileceği görüşünü savunmaktadır (Erkılıç, 2006). Dışa açık bir ekonomide bir ülkenin milli geliri, özel nihai tüketim harcamaları (C) , kamu kesimi harcamaları (G), yatırım harcamaları (I) ile ihracat (X) ve ithalat (M) bileşenlerinden oluşmaktadır:

$$Y = C + G + I + X - M \quad (1)$$

Burada, (C+I+G) bileşeni toplam yurtiçi harcama (A) , (X-M) ise dış ticaret dengesi (TB) olarak tanımlanırsa eşitlik şu hale gelir:

$$Y = A + TB \quad (2)$$

(2) nolu eşitlik yeniden düzenlenip şu şekilde ifade edilebilir:

$$TB = Y - A = Y - C - I - G \quad (3)$$

(3) nolu eşitlikten de anlaşılacağı üzere, bir ülkede dış ticaret açığının iyileşebilmesi için ya üretim düzeyinin artması ya da toplam harcama düzeyinin azalması gerekmektedir. Bu çıkırım, ülke ekonomisinin istihdam durumuna göre iki şekilde yorumlanabilir. Ekonominin eksik istihdamda faaliyet gösterdiği durumda net ihracattaki artışa üretim de artışla eşlik edebilir. Ancak bunun için yurt içi harcamanın üretimdeki artış oranından daha küçük oranda artması gerekir. Diğer taraftan, eğer ekonomi başlangıç durumunda tam istihdam konumunda ise üretim daha fazla artırılmaz ve net ihracatı artırabilmenin tek yolu yurt içi toplam harcamayı kısmak olur. Böyle bir durum ise elbette para ya da maliye politikası yoluyla yurt içi harcamanın baskı altına alınmasını gerektirir. Talebin baskı altına alınmasının mümkün olmadığı durumda, devalüasyonla kazanılan fiyat avantajı, yurt içi fiyatlar seviyesinin ülkeyi önceki rekabetçi konumuna geri götürecektir şekilde yükselmesiyle kaybolur. Bu çözümlemenin sonucu olarak, devalüasyon gibi *harcama kaydırıcı* politikaların amaçlanan etkilere sahip olabilesi için desteklenmesi gerektiği görüşü kabul görmüştür. Bir başka deyişle, ekonomi tam istihdamdayken yurt içi harcama kısılarak kaynaklar serbest bırakılmalıdır. Devalüasyondan kaynaklanan göreceli fiyat değişiklikleri, boşta kalan kaynakların ihracat sektörüne tahsis edilmesine ve harcamanın ithal mallardan yerli mallara kaydırılmasına yol açacaktır (Tiryaki: 2002).

1.1.3. Parasalcı Yaklaşım

Parasalcı yaklaşımın temel mantığı, ödemeler dengesinin özünde bir parasal olay olup, para piyasalarındaki dengesizliğin aynı şekilde ödemeler dengesindeki cari açık veya fazla şeklindeki dengesizlikle bağlantılı olduğu önermesidir.

Açık bir ekonomi varsayımı altında, yaklaşım en basit haliyle şu eşitlikle gösterilebilir.

$$M_t = NFA_t + NDA_t \quad (4)$$

Burada M en geniş haliyle para stoğunu, (NFA) net dış varlıkları, (NDA) ise yurtiçi finansal sistemin net iç varlıklarını göstermektedir.

Yukardaki eşitlik değişkenlerin büyüme oranını gösterecek şekilde uyarlanıp yeniden yazılırsa, şu şekli alır:

$$\Delta NFA_t / NFA_t = \Delta M_t / M_t - \Delta NDA_t / NDA_t \quad (5)$$

5 nolu eşitliği, net dış varlıklardaki değişimin toplam para stoğu (akım değişimi) ile yurtiçi finansal varlıklar (para arzının yurtiçi bileşeni) değişiminin farkını gösterir.

Ödemeler dengesi bilançosu en temel şekilde cari işlemler hesabı (CA), sermaye ve finans hesabı (KA) ve resmi rezervlerden oluşmaktadır. Bu tanım aşağıdaki eşitlikle gösterilebilir.

$$NFA_t = CA_t + KA_t \quad (6)$$

Net dış varlık (net rezerv) değişimlerinin sıfır olması ancak cari işlemler dengesindeki bir açığın (fazlanın) sermaye bilançosundaki bir fazlalıkla (açıklıkla) karşılanması gerekir. Bu en genel tanımıyla ödemeler bilançosunun denkleğinin sağlanabilmesi koşuludur. Burada Türkiye için daha ayrıntılı bir tanım yapmak gerekirse, ödemeler dengesi altında yer alan “cari işlemler hesabı”, net hata ve noksan kalemi dikkate alınmadığında, Merkez Bankası’nın muhabir hareketlerini gösteren döviz rezervlerindeki değişimin de dahil edildiği sermaye ve finans hareketleri dengesine mutlak değer olarak eşittir. Uluslararası iktisat literatüründeki genel gösterimi takip açısından konunun ayrıntılarına girmek yerine sade bir eşitlikle yazılması tercih edilmiştir (Erkılıç: 2006).

Parasalcı yaklaşım, politika kararlarının cari işlemler dengesi üzerindeki stok ve akım değişkenlerinin uzun vadedeki etkileşiminden kaynaklanan etkileri göz ardı ettiği için yalnızca kısa vadedeki etkiyi açıklamaktadır. Örneğin, genişletici bir maliye politikası uygulanması ilk aşamada ülkenin para biriminin reel olarak değer kazanmasına, dolayısıyla cari işlemler açığına ve sermaye girişine neden olur. Uzun dönemde ise bu durumun sürmesi ülkenin dış yükümlülüklerinin ve dolayısıyla net dış borç servisinin de yükselmesine yol açar. Böyle bir durumda hem dış borç servisini yerine getirebilmek hem de mevcut cari işlemler dengesini koruyabilmek için dış ticaret dengesinin iyileşmesi gerekmektedir. Böylelikle ilk aşamada reel olarak değer kazanan yerli para biriminin zamanla değer kaybetmesi zorunlu hale gelmektedir (Tiryaki, 2002). Yaklaşımın parasal bir genişlemenin hem iç hem de dış dengesizliği açıklamakta yararlı olduğu gerçeği göz ardı edilemezse de cari dengenin temel belirleyicileri olan reel döviz kuru, dış ticaret hadleri gibi değişkenlerin rolünü açıklamakta yetersiz kalmaktadır.

Durağan bir yapıya sahip olan model, özellikle sabit döviz kuru rejimi uygulayan açık bir ekonomiye uygulanabilir varsayımları içermektedir. Kısaca, yaklaşım ödemeler dengesinin parasal bir değişmeye nasıl uyarlandığını açıklarken, prensip olarak cari dengenin hangi mekanizmalar üzerinden belirlendiği konusunu açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Erkılıç: 2006).

1.1. 4. Tüketime Dönemler Arası İkamesi Yaklaşımı

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren, özellikle 1973 ve 1979 petrol şoklarından sonra, dünyadaki birçok ülkenin cari işlemler dengelerinde büyük dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu durum politika yapımcıların ve akademisyenlerin cari dengenin belirleyicileri konusunda daha detaylı analizler yapmalarına ve yeni yaklaşımlar getirmelerine neden olmuştur. Bu

dönemin cari işlemler dengesine yönelik en önemli gelişmesi ise ilginin dış ticaret akımlarından dönemlerarası boyutlara kayması olmuştur (Edwards: 2001). Dönemler arası yaklaşıma göre cari işlemler dengesi, verimlilik artışı, hükümet harcamaları, faiz oranları gibi değişkenler hakkında oluşturulan beklentiler doğrultusunda, özel kesimin optimal dinamik tasarruf ve yatırım kararlarının bir sonucudur. Cari işlemlere dönemler arası yaklaşım, dış denge, dış ödemeler pozisyonunun sürdürülebilirliği ve denge reel kur düzeyi gibi birbiriyle ilişkili politika konularını aynı kavramsal çerçeve içerisinde birleştirmektedir (Tiryaki: 2002).

Obstfeld ve Rogoff (1996) tarafından cari işlemler dengesine dönemler arası optimizasyon modellerinin detaylı bir gözden geçirmesi yapılmıştır. Bu modellerde, dönemler arasında tüketicilerin tüketim düzleştirmesi yapması cari işlemler dengesini belirleyen temel öge olarak öne çıkmaktadır. Dönemler arası modelde cari işlemler dengesi temelde basit bir denkleme dayanmaktadır. Küresel faiz oranlarının (r) dönemler arasında sabit kaldığı, iskonto oranı ($1/1+r$) ile temsili tüketicinin karşılaştığı kişisel iskonto oranının (B) eşit olduğu ve borçlanma maliyetlerinin olmadığı varsayımları altında, cari işlemler açığı (CA_t) şu şekilde ifade edilebilir:

$$CA_t = B_t - B_t^* = (Y_t - Y_t^*) - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*) \quad (7)$$

Burada (Y , I , G), cari dönemde (t) sırasıyla, üretim düzeyi, yatırım seviyesi ve kamu harcamalarını; yıldızlı değişkenler (Y^* , I^* , G^*) ise söz konusu değişkenlerin uzun dönem (potansiyel) değerlerini göstermektedir. (B_t) değişkeni de ülkenin (t) dönemindeki net dış varlık seviyesini vermektedir. Üretim düzeyinin (Y_t^*) uzun dönemli (potansiyel) değeri ise (8) no'lu eşitlikte şu şekilde tanımlanmaktadır:

$$Y_t^* = \left(\frac{r}{1+r} \right) \times \sum_{s=t}^{\infty} \left[\frac{1}{1+r} \right]^{s-t} Y_s \quad (8)$$

Üretim düzeyinin uzun dönem değeri, sabit bir faiz oranında hesaplanmış bugünkü net değerini ifade etmektedir. Diğer yıldızlı değişkenler de benzer bir şekilde tanımlanmıştır. İlk denkleme göre, eğer cari üretim düzeyi potansiyel seviyesinin altında ise $[(Y_t - Y_t^*) < 0]$ cari işlemler açığı artmaktadır. Bu durumda rasyonel tüketiciler tüketimlerini kıstak yerine tüketim düzleştirmesi yapmak istemekte ve yurtdışından finansman sağlayarak cari işlemler hesabında açığa neden olmaktadır. Öte yandan yatırım olanaklarındaki artış nedeniyle cari dönem yatırımlarının potansiyel seviyesinin üzerinde gerçekleşmesi durumunda rasyonel tüketiciler, söz konusu yatırımları yurtiçi tasarruflarla karşılamak yerine yurtdışı tasarrufları kullanma eğilimi göstermektedir. Böylece tüketim seviyesi azalmamakta ancak cari işlemler açığı verilmektedir. Benzer şekilde kamu harcamalarının potansiyel seviyesinin üzerine çıkması da tıpkı yatırımlarda olduğu gibi cari işlemler açığının oluşmasına neden olmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 1996). İlk denklem oldukça basit olmasına rağmen, dönemler arası yaklaşıma bir temel sunması açısından önemlidir. Ayrıca, modelle ilgili yukarıda yapılan varsayımlar gevşetildiğinde bile denklemin temel özellikleri korunmaktadır. Öte yandan, küresel faiz oranının sabit olduğu varsayımı gevşetilirse cari işlemler dengesi ülkenin net dış varlıklarının da bir fonksiyonu haline dönüşmekte ve bu faiz oranı ile uzun vadeli ortalama değerinin farkından etkilenmektedir. Bu durumda denklem:

$$CA_t = (Y_t - Y_t^*) - (I_t - I_t^*) - (G_t - G_t^*) - (r_t^* - r_t) B_t - \Omega_t \quad (9)$$

haline gelmektedir. Yukarıdaki eşitlikte (Ω_t) değişkeni ise iskonto oranının temsili tüketicinin kişisel iskonto oranına eşit olmaması sonucunda tüketimi ayarlayan değişkeni ifade etmektedir. Denklemin önemli bir sonucu, ülkenin net dış borçlu olması $(B_t < 0)$ ve küresel faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarının üzerinde olması sonucunda cari işlemler açığının artış göstereceğidir (Obstfeld ve Rogoff, 1996).

1.2. SERMAYE HAREKETLERİ

1.2.1. Finansal Serbestleşme

Finansal bütünleşme için bir ön koşul olan finansal serbestleşme genel olarak ülkelerin finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırmaları ve uluslararası sermaye hareketlerine açık hale gelmeleri anlamını taşımaktadır.

Finansal serbestleşme kavramı, temelleri McKinnon (1973) ve Shaw(1973)'in öncülüğünde atılan ve daha sonra Kapur, Galbis, Mathieson, Roubini ve Martin gibi iktisatçılar tarafından geliştirilen Neo-Klasik Finansal Serbestleşme teorisine dayanmaktadır. McKinnon ve Shaw 1973 yılında yayımladıkları eserlerde finansal serbestleşme teorisini finansal baskı ve finansal derinlik kavramlarıyla açıklamışlardır. Mali sektöre yönelik her türlü kısıtlama ve baskıyı kapsayan iktisat politikaları bu iki iktisatçı tarafından mali baskı olarak nitelendirilmiştir. Mali baskının en önemli unsurunun ise negatif reel faizler olduğunu savunan iktisatçılar, reel faizlerin yüksek olduğu yerlerde finansal sistemin derinlik kazanacağını ve bu durumun ekonomik büyümeye olumlu katkı sağlayacağını savunmuşlardır. Bu iktisatçılara göre, finansal serbestleşme politikalarının esas amacı ekonomik büyümeyi hızlandırmaktır.

1980'li yılların başlarından 1990 yıllarına kadar uzanan dönemde bu görüşlerden etkilenen gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, mali sistemlerini serbestleştirmek amacıyla bir dizi reform yapmışlardır. Bunların en önemlileri, faiz oranlarının serbest bırakılarak kredi tavanlarının kaldırılması, bankaların Merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduat munzam karşılık oranlarının indirilmesi ya da tamamen kaldırılması, bankacılık sektörünün hem yabancı hem de yerleşiklere açılması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir (Altunoğlu ve Güloğlu, 2002).

Finansal serbestleşmenin etkileri konusunda literatürde farklı görüşler yer almaktadır. Finansal serbestleşmeyi savunan iktisatçılara göre finansal serbestleşme finansal kalkınmayı güçlendirmekte, risk çeşitliliğini artırmakta ve daha yüksek ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Bu gruba göre, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi sonucunda ekonomik etkinliği geliştirerek büyüme ve istihdamı gerçekleştirmek için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkeler faiz oranlarını yükselterek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarruflarını çekebilecektir. Bu durumun temel sebebi olarak sermayeye ihtiyacı olan ülkelerde marjinal getiri oranlarının daha yüksek olması gösterilmektedir. Bu süreç, faiz oranının ülkeler arasında eşitlenmesine neden olurken, rekabetin artması finansal piyasaların daha verimli çalışmasına ve böylece tasarruf sahipleri ve yatırımcıların daha iyi olanaklara sahip olmasına neden olacaktır (İnsel ve Sungur, 2000).

Fisher (1998, 2003); Obstfeld (1998) ve Summers (2000) yaptıkları çalışmalarda sermayenin gelişmekte olan ülkelere akmasının bu ülkelerde sermaye maliyetini azaltacağını ve ekonomik büyümeye katkı sağlayacağını ortaya koymuşlardır (Henry: 2006). Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini firma bazında değerlendirdiği çalışmasında, finansal serbestleşmenin sermayenin maliyetini azaltarak yatırımları artırmaktadır Henry (2000). artırdığını ifade etmiştir. Bekaert, Harvey ve Lundblad (2005) ise sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle gelişmekte olan ülkelerde Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) artışına yılda ortalama 1 puan katkı yaptığını ifade etmişlerdir.

Literatürde, sermaye hareketlerinin serbestleşmesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini sermaye hareketlerinin kompozisyonuna göre değerlendiren çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Moran, Graham ve Blomström (2005) tarafından yapılan bir çalışmada doğrudan yabancı sermaye girişlerinin GSYH'ya oranının yüzde 10 artmasının, ülkelerin yıllık ortalama büyüme oranını yüzde 0,3 oranında artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal serbestleşmeye yönelik eleştiriler ise serbestleşme sonrasında artan spekülatif amaçlı yatırımların finansal sistem üzerindeki olumsuz etkileri üzerine yoğunlaşmıştır. Finansal serbestleşmeyi eleştiren iktisatçılar, finansal serbestleşmenin daha yüksek risk almayı özendirip makroekonomik oynaklığı artırdığını ve finansal krizlerin daha sık yaşanmasına neden olduğunu savunmaktadır. Özellikle 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen bozulmalar veya krizler, neoklasik modelin teorik tahminleri ile gerçekte oluşan sonuçların farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Özellikle bu görüş, Rodrik (1998) tarafından ortaya konmakta ve ülkelerin sermaye hesabı açıklığı ile yatırım miktarları veya büyüme oranları arasında bir korelasyonun olmadığını göstermektedir. Ayrıca Rodrik (1998) sermaye hesabının açılması sonucunda elde edilebilecek kazançların ortaya konmadığını, fakat zararlarının özellikle yükselen piyasalarda ortaya çıkan krizlerin kanıt teşkil ettiğini belirtmektedir (Türsoy: 2008). Kaminsky ve Reinhart (1998), Detragiache ve Demirguc-Kunt (1998), Glickve Hutchinson (2001), yaptıkları çalışmalarda finansal serbestleşme sonrasında ülkelerin para ve bankacılık krizlerine yakalanma olasılığının arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Sonuç olarak, literatürde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin etkileri konusunda oldukça farklı görüşler yer alsa da, sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

1.2.2. Sermaye Hareketlerini Etkileyen Faktörler

Finansal serbestleşme ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının önemli ölçüde artmıştır. Bu akımları etkileyen faktörler ise Calvo, Leiderman and Reinhart'tan (1993) başlayarak bir çok iktisatçı tarafından araştırma konusu yapılmıştır. Literatürde sermaye hareketlerini

etkileyen faktörler temel olarak, çekici faktörler (pull factors) ve itici faktörler (push factors) olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir.

1.2.2.1.Çekici Faktörler (Pull Factors)

Çekici faktörler, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini etkileyen içsel faktörlerdir. Bir ülkede sermayenin getirisinin artmasına etki eden ve ülke koşullarınca belirlenen faktörler çekici faktörler olarak nitelendirilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere, faiz oranları, hisse senedi fiyatları, makroekonomik ve politik istikrar, enflasyon, döviz kuru rejimi, ulusal kredi düzeyi, vergi oranları, özelleştirme politikaları ve ulaşım ve haberleşme teknolojisindeki gelişmeler gibi pek çok unsur uluslararası sermaye akımlarının ülkeye yönelmesinde etkili olmaktadır. Bunlarla birlikte, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi bu ülkelere yönelik sermaye akımları açısından bir ön koşul niteliğindedir.

1.2.2.2 İtici Faktörler (Push Factors)

İtici faktörler, gelişmiş ülkelere gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerini etkileyen dışsal faktörlerdir. Bir ülkede sermayenin getirisinin düşmesine ve daha yüksek getirili ülkelere yönelmesine etki eden her türlü faktör itici faktörler grubunda yer almaktadır. Gelişmiş ülkelere risk-getiri özelliklerindeki bozulmalar literatürde itici faktörler içerisinde en çok atıfta bulunulandır. Örneğin, Amerika'da 1990-1991 resesyonuna karşılık uygulanan genişletici para politikası sonucu faiz oranlarının düşmesi, 1992 sonbaharında yaşanan yüksek miktarda sermaye akışı sonucu İngiltere 'nin Para Sistemi'nin döviz kuru mekanizmasının öngördüğü dalgalanma bantlarının dışına çıkmasından sonra faiz oranlarının düşmesi gibi olaylar

sonucunda bu ülkelerden sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu gibi durumlar sonucu gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları gelişmekte olan ülkeler perspektifinden değerlendirildiğinde dış finansal şok olarak nitelendirilmektedir. Borçluluk oranı yüksek ve kredi imkanları sınırlı olan gelişmekte olan ülkelerde bu tarz dışsal şoklar olumlu etki yaratabilmektedir. Ancak, gelişmiş ülkelerden dönemsel olarak çıkan sermaye ülke koşulları yatırımcılar için tekrar elverişli hale geldiğinde geri dönebilmektedir ve bu durum gelişmekte olan ülkeler açısından bir risk unsuru oluşturmaktadır.

Sermaye hareketlerini etkileyen bir diğer itici faktör, sermaye ihraç eden ülkelerde finansal yapının değişimidir. Örneğin, gelişmiş ülkelerde yatırım ve emeklilik fonları gibi oluşumlar finansal aracı kurumlar şeklinde portföy çeşitlendirmesi amacıyla gelişmekte olan ülkelere yatırım yapabilmektedir. Portföy çeşitlendirmek amacıyla gelişmekte olan ülkelere yapılan yatırımlar, gelişmiş ülkelerde konjonktürel dalgalanmalar sonucu gerçekleşen sermaye çıkışlarına göre daha sürdürülebilir niteliktedir (Carmen, Monteil ve Reinhart, 2001).

Gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarını etkileyen bir diğer itici faktör de bölgesel ticaret anlaşmalarıdır. Özellikle doğrudan yabancı yatırımlarında bölgesel bütünleşmeler iki yoldan etkili olabilmektedir. İlki, birlik içindeki üretim çarpıklıklarının azaltılması ve piyasanın genişlemesinin yatırımları daha kârlı duruma getirmesidir. Bu durum, özellikle ekonomik olması için belirli bir ölçeği gerektiren büyük çaplı yatırımlar için önem arz eder. İkincisi ise, koruma duvarlarını aşabilmek için birlik içinde yatırım yapmayı bir araç olarak kullanan yabancı yatırımcılar da birlik içindeki yatırımların artışına yol açmaktadır (Aktan, 2000: 32). Diğer bir ifadeyle, pazar potansiyelini artırması, yatırım ve ticaretin önündeki engelleri kaldırması ve kârlılığı artırması nedeniyle bölgesel ekonomik entegrasyonlar da doğrudan yabancı sermaye yatırımlarını belirleyen diğer bir faktör olarak görülmektedir. Bu konuda yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda bölgesel ekonomik entegrasyonların doğrudan yabancı sermaye yatırımları üzerinde

pozitif etkilerinin olduğu anlaşılmaktadır (Motta ve Norman, 1996; Blomstrom ve Kokko, 1997; SANEI, 2000; Velde ve Bezemer, 2004), (Kar, Tatlısöz, 2008).

1.2.3. Sermaye Kontrolleri

Sermaye kontrolleri genel olarak yurtdışından ülkeye gelen döviz girişlerinin yönetildiği ve/veya ayıklandığı mekanizmalar olarak adlandırılabilir. Yabancı sermaye ülkelere çok farklı şekillerde ve çok farklı amaç ve beklentilerle girebilmektedir. Sermaye girişleri yöneldikleri ülkede yatırım projelerinin finanse edilmesi, yatırım riskinin çeşitlendirilmesi ve finansal piyasaların gelişmesi gibi faydalar sağlasa da yabancı sermaye girişlerinden sonra ülkeler temel olarak iki problemle karşı karşıya kalmaktadır.

Bunlardan ilki, döviz girişi sonrasında yerli para biriminin değerlenmesi ve ihracat sektörünün rekabet gücünü kaybetmesidir. Yabancı sermaye girişleri uzun süre devam ettiğinde ihracat sektörü bir müddet verimlilik artışlarıyla rekabet gücünü telafi etmeye çalışır. Verimlilik artışı sağlamak için teknolojik gelişme sağlanması gerektiği durumlarda, yurtdışından borçlanmaya gidilirse bu durum yerli paranın daha da değerlenmesine yol açacaktır.

İkinci problem ise ülkeye gelen yabancı sermayenin finansal piyasalarda balonlar yaratmasıdır. Yurtdışından yapılan borçlanmalarla ekonominin borçluluk düzeyi artmakta ve bu duruma paralel olarak emlak, hisse senedi vb. fiyatlar yükselmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları dikkate alındığında, yurt dışında bu akımlara imkan sağlayan koşullar ortadan kalktığında (örneğin yurtdışında faiz oranları

yükseldiğinde) finansal piyasalar şiddetli düzeltmeler yaparak ekonomik aktiviteye zarar verebilmektedir.

Sermaye girişlerinin bu türden olumsuz etkilerini bertaraf etmeye yönelik olan sermaye kontrolleri ile bir anlamda istenilen türde ve şekilde sermaye girişleri teşvik edilirken istenmeyen türdeki sermaye girişleri çeşitli mekanizmalarla caydırılmaya çalışılmaktadır. Tanımından da anlaşılacağı üzere sermaye kontrollerinin genel kalıplar şeklinde tanımlanması çok zordur. Çünkü bu kontroller çok farklı amaçlarla ve çok farklı şekillerde uygulanabilmektedir. Ülkeler para ve maliye politikası, döviz kuru politikası, döviz piyasasına yönelik müdahaleler ile vergilendirme ve fiyat ve miktar kontrolleri gibi sermaye kontrolleri araçlarını kullanarak sermaye giriş ve/veya çıkışlarına yönelik politika tepkileri geliştirebilmektedirler. Bununla birlikte sermaye hareketlerine yönelik politika tepkileri ülke spesifik özellikler göz önünde bulundurularak belirlenmelidir.

Sermaye hareketlerine yönelik politika tepkilerinden biri döviz kurunun değerlendirilmesine izin verilmesidir. Ancak bu politika aracı ülkede döviz kuru görece olarak değersiz ise sermaye girişlerine karşı kullanılabilir. Döviz kurunun halihazırda aşırı değerli olduğu durumlarda bu politika aracını uygulamak ülkede özellikle ihracat sektörünün rekabet gücünü olumsuz yönde etkileyebilecektir.

Sermaye girişlerine yönelik uygulanabilecek diğer bir politika aracı rezerv birikimidir. Eğer ülke rezervleri görece olarak düşük düzeylerde ise merkez bankası rezervlerini artırmak optimal bir araç olarak kullanılabilir. Öte yandan, ülkede enflasyon problemi yaşıyorsa para arzındaki artış açık piyasa işlemleriyle sterilize edilebilir. Sterilizasyona yönelik müdahaleler, ulusal para stokunun sermaye mobilitesindeki değişikliklerden etkilenmemesini sağlamaktadır. Sterilizasyon başarılı olduğunda, ulusal nominal ve reel faiz oranları yükselerek, global talep seviyesi düşmekte ve reel döviz kuru üzerindeki değerlendirme yönündeki baskı azalmaktadır.

Bununla birlikte, sterilizasyon sonrasında faiz oranlarının yükselmesi tekrar sermaye girişlerini özendirici etki yapabilmektedir.

Ülke spesifik özellikler nedeniyle yukarıda açıklanan politika araçları kullanılmadığı durumlarda, makroekonomik politikalar veya doğrudan sermaye kontrolleri ile sermaye hareketlerine müdahale edilebilmektedir. Bu bağlamda, kamu harcamalarının azaltılmasını veya vergi oranlarının yükseltilmesini içeren daraltıcı maliye politikaları etkili olabilmektedir. Söz konusu politika uygulamaları ile talep seviyesi azaltılarak enflasyonist etkiler en aza indirgenebilmektedir. Ancak vergi oranlarının yükseltilmesi, kamu harcamalarının azaltılmasına göre daha az etkili politika aracıdır. Çünkü kredi arz olanakları geniş olan ülkelerde bireylerin harcamaları, vergi yükümlülüklerinden bağımsız olarak artabilir. Kamu harcamalarının azaltılması ise özellikle ticareti yapılmayan mal ve hizmetlerin satın alımında azalma şeklinde gerçekleştiğinde, talep seviyesinin bu uygulamadan doğrudan bir biçimde etkilenmesi nedeniyle daha etkin bir politika aracıdır (Leiderman, Calvo ve Reinhart: 1993).

Sermaye hareketlerinin çok yoğun yaşandığı ve makroekonomik politikaların etkisiz kaldığı durumlarda ise sermaye kontrolleri politika sepetinin bir parçası olarak kullanılabilir. Sermaye kontrolleri kısa ve uzun dönemli sermaye hareketlerine yönelik kontroller ile fiyat ve miktar kontrolleri şeklinde sınıflandırılabilir. Kısa dönemli sermaye hareketlerinin oynaklığının yüksek olması ve ekonomik istikrara zarar verme potansiyeli nedeniyle sermaye kontrolleri uygulanırken, yurtdışındaki varlıkların yabancılar tarafından satın alınmasını engellemek amacıyla uzun dönemli sermaye hareketlerine yönelik olarak da sermaye kontrolleri uygulanabilmektedir.

Sermaye girişlerinin fiyat mekanizmasıyla sınırlandırılması temel olarak yatırım gelirlerinin özel bir vergi oranıyla vergilendirilmesi esasına dayanmaktadır. Literatürde sermaye girişlerine yönelik fiyat kontrollerinin en

önemli örneği Tobin vergisi olmuştur. Tobin vergisinin temel mantığı spekülasyon maliyetlerini yükseltip, kısa vadeli veya gecelik spekülasyonlardaki kar elde etme olasılığını azaltmak amacıyla herhangi bir paranın başka bir para birimine dönüştürülmesi işlemleri üzerine oldukça düşük oranda bir vergi uygulanmasıdır. Tobin vergisinin faydaları literatürde genel olarak spekülasyonu caydırma etkisi, gelir sağlama fonksiyonu ve kısa vadeli işlemlerin maliyetlerini artırarak yatırımcıların uzun vadeli yatırımlara yönelmelerini sağlaması çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bununla birlikte Stotsky (1996) bu verginin finansal piyasalardaki dalgalanmayı azalttığını gösteren çok az sayıda bulgu olduğunu göstermiştir. Kızılot (2002) Tobin Vergisi gibi bir vergi dünya ölçeğinde uygulanmaz ise, bu tür işlemler vergi dışı bölgelere kayabileceğini belirtmiştir. Ayrıca Tobin Vergisi döviz piyasasında likidite miktarının azalmasına neden olacağı ve finansal piyasalarda türev araçların çeşitliliği nedeniyle verginin uygulanacağı alanın belirlenmesinin zorluğu gibi sebeplerden de eleştirilmiştir.

Literatürde sermaye hareketlerine yönelik uygulanan politikaların etkinliği konusunda çeşitli görüşler yer almaktadır. Bununla birlikte genel görüş, sermaye kontrollerinin teoride başarılı fakat pratikte istenilen sonucu vermeyen ve kolaylıkla etrafından dolanılabilen araçlar olduğu yönünde birleşmektedir. Ayrıca sermaye kontrolleri uygulanan ülkede bir takım maliyetler oluşmasına sebep olmaktadır. Bu maliyetlerin en belirgin olanları, sermaye girişlerinin yukarıda sözü geçen faydalarının engellenmesidir. Sermaye kontrolleri sonucunda, sermaye ihraç eden ülkeler tasarruflarından daha az getiri elde ederken, sermaye ithal eden ülkeler daha az yatırım çekmekte ve büyüme oranı yavaşlamaktadır.

Sermaye kontrollerinin etkinliği üzerine çok sayıda çalışma yapan Uluslararası Para Fonu da (IMF) uzun yıllar sermaye kontrollerinin maliyetlerinin yüksek etkinliğinin az olduğunu savunmuştur. Ancak, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren birbiri ardına yaşanan finansal krizlerden sonra IMF

bazı piyasaya dayalı¹ sermaye kontrollerine ılımlı yaklaşılmaya başlamıştır. Bununla birlikte, 2007 yılında Amerika’da başlayan ve özellikle 2008 yılının ikinci yarısından itibaren tüm dünya ülkelerini etkileyen küresel finansal krizin ardından 2010 yılında IMF tarafından yayımlanan “Sermaye Girişleri: Kontrollerin Rolü (Capital Inflows: The Role of Controls)” isimli çalışmada; Eğer ülke ekonomisi potansiyel büyüme hızına yakın büyüyorsa, döviz rezerv seviyesi yeterli ise, ülkenin para birimi aşırı rekabetçi konumda değilse ve ülkeye yönelen sermaye kısa vadede çıkış amacı taşıyorsa sermaye kontrollerinin toplam politika setinin bir parçası olarak kullanmanın doğru olduğu ifade edilmiştir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları yoğun miktarlarda gerçekleşiyorsa ve aniden tersine dönebilme özelliği taşıyorsa söz konusu ülkelerde istikrarsızlık yaratarak finansal kriz çıkma olasılığını besleyebilmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde finansal kriz riskini engellemenin temel yolu sermaye kontrollerinden ziyade finansal sistemin güçlendirilmesi ve sürdürülebilir makroekonomik politikaların uygulanmasıdır. Gerektiğinde geçici bir süre için politika setinin bir parçası olarak uygulanabilecek sermaye kontrollerinin güçlü makroekonomik yapıya sahip ülkelerde daha başarılı sonuçlar vereceği unutulmamalıdır.

¹ Piyasaya dayalı kontroller , sermaye girişlerine yönelik miktar kısıtlamalarının uygulanması yerine, yabancı mevduat için gerekli karşılık oranının artırılması yada bankaların açık pozisyonlarına sınırlamalar getirilmesi gibi kontrollerdir.

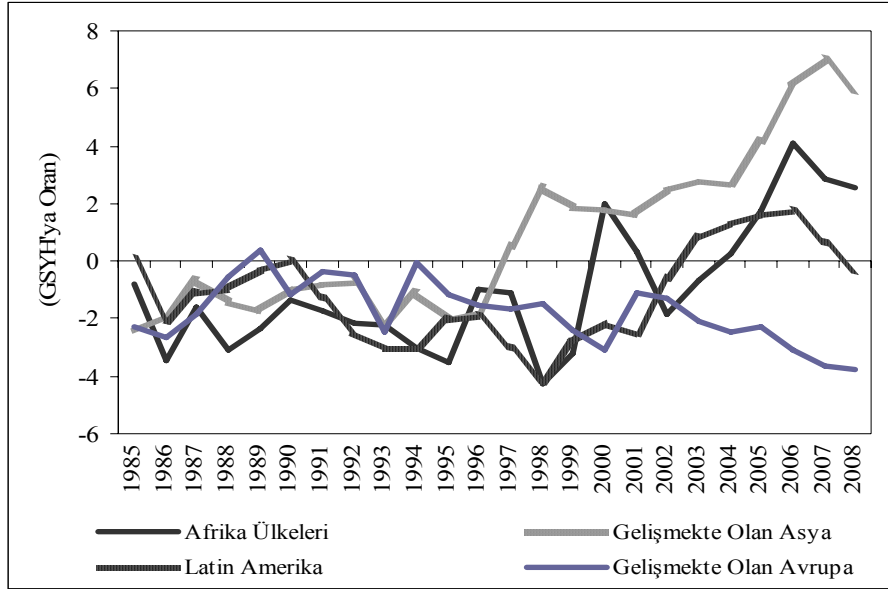
İKİNCİ BÖLÜM

1990 SONRASI DÖNEMDE ÜLKE GRUPLARI İTİBARIYLA CARI İŞLEMLER DENGESİ VE SERMAYE HAREKETLERİNE YÖNELİK GELİŞMELER

2.1. CARI İŞLEMLER DENGESİ GELİŞMELERİ

1990'lı yıllarda birçok gelişmekte olan ülke cari işlemler açığı verirken son yıllarda gelişmekte olan ülkeler arasında cari işlemler dengelerine yönelik önemli ayrışmalar olduğu dikkat çekmektedir. Birçok gelişmekte olan Asya ülkesinde (özellikle 1997-98 Asya Krizi'nden sonra) yüksek seviyelerde cari işlemler fazlası verirken, özellikle gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinde yüksek seviyelerde cari işlemler açıkları verilmesi dikkat çekicidir. Söz konusu dönemde Latin Amerika ülkeleri ve Afrika ülkelerinde ise cari işlemler dengeleri ılımlı seviyelerde seyretmiştir.

Grafik 2.1.1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri

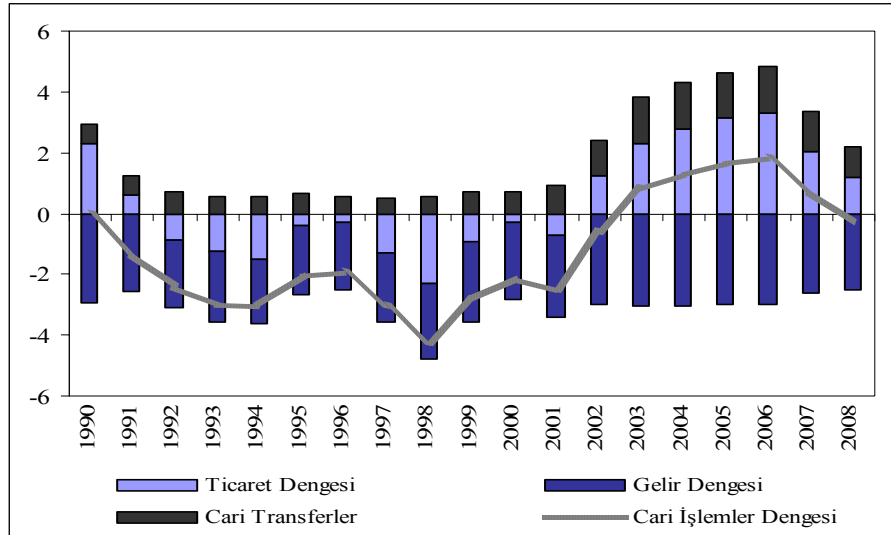


Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Veritabanı (Ekim 2009)

Bölgeler itibariyle değerlendirildiğinde Latin Amerika² ülkelerinde cari işlemler dengesinin büyük oranda ticaret dengesiyle beraber hareket ettiği gözlenmektedir. Son yıllarda cari transferlerdeki artış cari işlemler dengesine pozitif katkı yapmasına rağmen gelir dengesinden kaynaklanan net giderlerin artması cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi sınırlandırmıştır.

² Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Venezuela.

Grafik 2.1.2: Latin Amerika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran)



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009)

2003-2007 döneminde Latin Amerika ülkelerinde neredeyse çeyrek yüzyıl sonra gelen yüksek ekonomik büyüme ve cari işlemler fazlaları dikkat çekmektedir. Bu durumun temel nedenini söz konusu dönemde yüksek seyreden emtia fiyatları, olumlu dış finansman koşulları ve yüksek seviyelerdeki işçi dövizleri oluşturmuştur (Izquierdo: 2008).

Latin Amerika ülkelerinin ihracat portföylerinde mineral maddeler ve tarım ürünleri önemli paya sahiptir. Bu nedenle emtia fiyatlarındaki artış söz konusu ülkelerin ihracat hacimlerini olumlu yönde etkilemiş ve cari işlemler dengelerindeki iyileşmeye önemli katkı yapmıştır. Enerji ürünlerini de içeren mineral maddeler fiyatlarının tarım ürünleri fiyatlarına göre çok daha fazla artması sonucu Venezuela ve Şili gibi mineral maddeler ihracatçısı ülkelere cari işlemler dengesindeki iyileşme Arjantin ve Brezilya gibi tarım ürünleri ihracatçısı ülkelere göre daha fazla olmuştur.

Latin Amerika ülkelerinde 2000'li yıllarda ekonomik büyümeyi destekleyen ve cari işlemler fazlalarının artmasına katkı sağlayan bir diğer

önemli unsur da dış finansman koşullarındaki iyileşme olmuştur. Söz konusu yıllarda borçlanma maliyetleri risk primlerindeki düşüşün etkisiyle önemli ölçüde azalmıştır.

Latin Amerika ülkelerinde cari işlemler dengelerindeki iyileşmeyi etkileyen diğer önemli faktör de işçi dövizlerindeki artış olmuştur. 1990'lı yıllarda GSYH'nın yüzde 0,6'sı seviyelerinde olan işçi dövizleri 2000'li yıllarda GSYH'nın yüzde 2'si seviyelerine yaklaşmıştır. İşçi dövizleri özellikle Amerika'ya coğrafi olarak yakın olan küçük Latin Amerika ülkelerinin ekonomilerinde büyük öneme sahiptir.

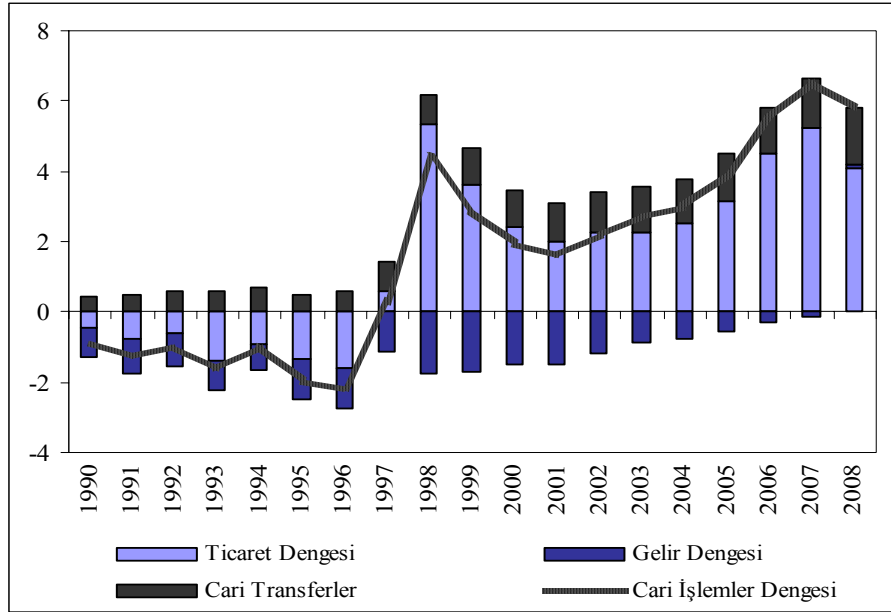
Bu gelişmelerle birlikte, son yıllarda Latin Amerika ülkelerinde gözlemlenen cari işlemler fazlalarında iki önemli karakteristik özellik dikkat çekmektedir. Bunlardan ilki, bölgede cari işlemler fazlası verilemesine neden olan yedi ülkeden beşi (Bolivya, Şili, Ekvator, Peru ve Venezuela) mineral maddeler ihracatçısı ülkelerdir. İkincisi ise ticaret hadlerine göre düzeltilmiş cari işlemler dengesi 2005 yılından beri açık vermektedir (Ocampo: 2007). Diğer bir ifadeyle bölge ülkelerinde son yıllarda gözlemlenen cari işlemler fazlalarının temel nedeni emtia fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Nitekim, 2008 yılında emtia fiyatlarının düşüş eğilime girmesi sonucu Latin Amerika ülkelerinde cari işlemler açığı verilmiştir.

Gelişmekte olan Asya³ ülkelerinde cari işlemler dengeleri heterojen bir yapı sergilemektedir. Özellikle 1997-98 Asya Krizi sonrasında Çin ve Malezya yüksek oranda cari işlemler fazlası verirken, Hindistan, Pakistan, Vietnam ve Sri Lanka gibi düşük gelirli ülkelerde cari işlemler açıkları dikkat çekmektedir. Gelişmekte olan Asya ülkelerinde cari işlemler dengesi yüksek oranda ticaret dengesiyle birlikte hareket etmektedir. Bununla birlikte 2000'li yılların başından itibaren süregelen cari transferlerdeki artış ve gelir

³ Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland.

dengeindeki iyileşme de cari işlemler dengesine pozitif yönde katkı yapmıştır.

Grafik 2.1.3: Gelişmekte Olan Asya Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran)



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009)

1997-98 Asya Krizi'nin ardından gelişmekte olan Asya ülkelerinde ekonomik büyüme, uygulanan makroekonomik politikalar, güçlü seyreden dış ve iç talep ve elektronik ürünlerin fiyatlarındaki artışın dünyanın en büyük elektronik ihracatçısı olan bu ülkelere olan pozitif yansımaları sonucu hız kazanmıştır. Bölge ülkelerinde benimsenen ihracata dayalı büyüme stratejisi ticaret dengesini ve bu duruma paralel olarak cari işlemler dengesini olumlu yönde etkilemiştir.

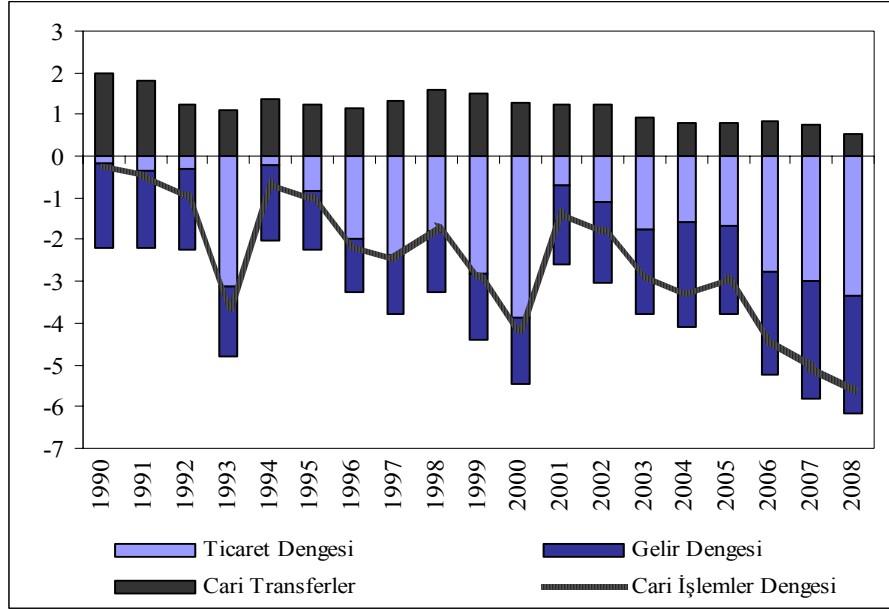
Çalışmada incelenen Asya ülkeleri içerisinde Çin özellikle 2005 yılından itibaren bölgenin itici gücü olmuştur. Nitekim, Grafikte görüldüğü üzere Çin dahil gelişmekte olan Asya ülkelerinde ticaret dengesi ve cari işlemler fazlası 2005 yılından itibaren artış eğilimi gösterirken, Çin hariç tutulduğunda gelişmekte olan Asya ülkelerinde ticaret dengesi ve cari

işlemler fazlası özellikle enerji fiyatları ve iç talepteki artışın etkisiyle söz konusu yıldan itibaren aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. 2001 yılında Çin'in Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) üyesi olması ve 2005 yılından itibaren uluslararası tekstil ticaretinin tamamen serbestleşmesi Çin'in ticaret dengesinin artış eğilimi sergilemesinin temel nedenlerinden biri olmuştur. Ucuz işçilik, devlet destekli finansman, ucuz enerji gibi maliyet avantajları ile birlikte Çin, DTÖ üyesi olarak, tekstil ticaretinde serbestliği öngören yeni koşullardan en çok yararlanan ülke olmuştur. Ayrıca, dünyada teknoloji alanındaki ilerlemelere paralel olarak elektronik ve telekomünikasyon ürünlerine yönelik talebin hızla artması bu alanda önemli üreticilerden olan Çin'in ihracatını pozitif yönde etkilemiştir. Nitekim Çin'in toplam ihracatının yüzde 60'ını oluşturan elektronik ve telekomünikasyon ürünleri ile tekstil ve giyim ihracatının 2005-2008 döneminde yıllık ortalama artış hızı yüzde 20 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Gelişmekte olan Avrupa⁴ ülkelerinde cari işlemler dengesi büyük ölçüde ticaret dengesinden etkilenmektedir. Söz konusu ülkelerde iç talepteki ve enerji fiyatlarındaki artış sonucu ithalatın yüksek oranda artması özellikle 2000'li yıllarda ticaret dengesindeki bozulmanın temel nedeni olmuştur. Bununla birlikte, 2001 yılından itibaren cari transferlerden kaynaklanan net gelirlerin azalması ve özellikle yatırım giderlerindeki artışın etkisiyle gelir dengesinden kaynaklanan net giderlerin artması cari işlemler dengesini aşağı yönlü etkilemiştir. Gelişmekte olan Asya ülkelerinin tersine gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde cari işlemler dengeleri homojen bir yapı sergilemektedir. Öte yandan, son yıllarda Çek Cumhuriyeti ve Macaristan ticaret fazlası vermeye başlamış, bu ülkelerde cari işlemler açıkları büyük oranda gelir dengesi açıklarından kaynaklanmıştır.

⁴ Bugaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Ukrayna.

Grafik 2.1.4: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran)



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009)

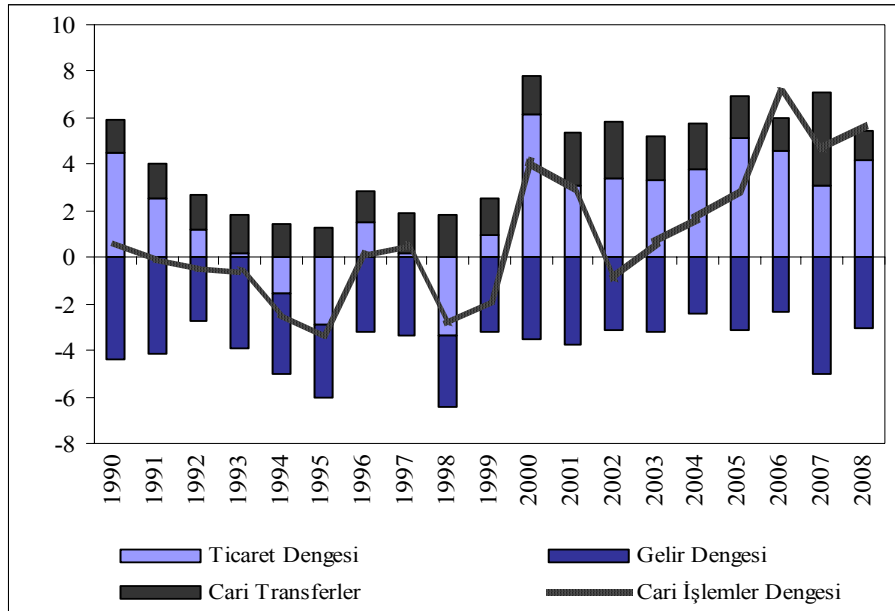
Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde finansal serbestleşme ve Avrupa birliğine entegrasyon 2000'li yıllarda gözlemlenen yüksek cari işlemler açıklarının temel belirleyicileri olmuştur. Söz konusu ülkelerde cari işlemler açıkları büyük oranda doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile finanse edilmiştir.

Afrika⁵ ülkelerinde de cari işlemler dengesi büyük ölçüde ticaret dengesinden etkilenmektedir. Söz konusu ülkelerde cari transferler cari işlemler dengesine pozitif katkı sağlarken gelir dengesinden kaynaklanan net giderler bu etkiyi bertaraf etmiştir. Çalışmada incelenen Afrika ülkelerinde de gelişmekte olan Asya ülkelerinde olduğu gibi cari işlemler dengeleri ve ticaret dengeleri heterojen bir yapı sergilemektedir. Bölge genelinde özellikle 2000'li yıllarda verilen ticaret dengesi fazlası temel olarak Cezayir ve Nijerya'nın net mal ihracatçısı, Tunus ve Fas'ın ise net hizmet ihracatçısı olmasından

⁵ Cezayir, Fas, Nijerya, Güney Afrika, Sudan ve Tunus.

kaynaklanmaktadır. Cezayir ve Nijerya'nın hidrokarbon ve petrol ihracatçısı Afrika ülkeleri arasında yer alması nedeniyle bu ülkelerde ticaret dengesi son yıllarda enerji fiyatlarında yaşanan artıştan olumlu yönde etkilenmiştir. Tunus ve Fas ise turizm gelirlerindeki artıştan dolayı hizmetler dengesi fazlası vermektedir.

Grafik 2.1.5: Afrika Ülkelerinde Cari İşlemler Dengesi ve Bileşenleri (Bölge GSYH'sına Oran)



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009), WTO

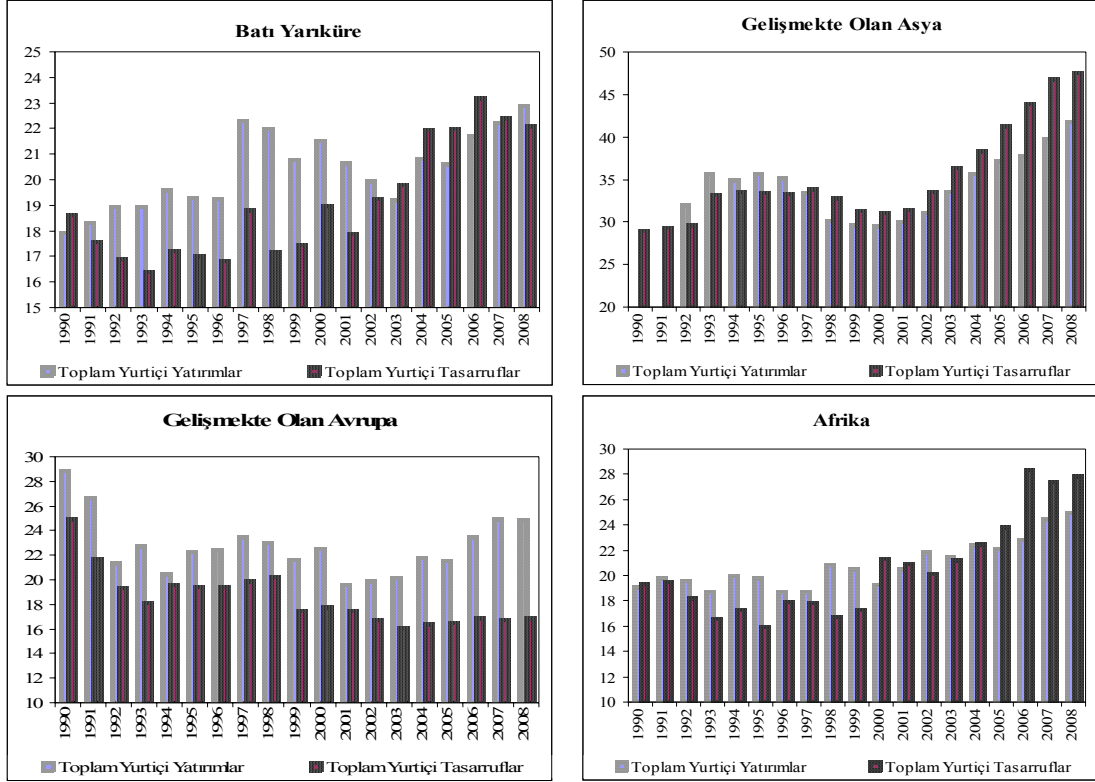
Afrika ülkelerinin uluslararası finansal piyasalara tam olarak entegre olmamaları nedeniyle özellikle 2008 yılının son çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelerde hissedilmeye başlanan son finansal krizin etkileri 2008 yılında Afrika'da tam olarak hissedilmemiştir. Bölgede ticaret dengesi ve cari işlemler dengesi fazlası 2008 yılında da artış eğilimini sürdürmüştür. Öte yandan, özellikle Avrupa ülkelerinde çalışan düşük vasıflı Afrikalı işçilerin krizden olumsuz etkilenmesi nedeniyle işçi gelirleri ve cari transferler 2008 yılında düşüş eğilimi göstermiştir. Son finansal krizin Afrika ülkelerine etkileri genel olarak değerlendirildiğine, Cezayir, Libya, Nijerya gibi petrol ihracatçısı

lkelerde petrol fiyatlarındaki düşüş nedeniyle ticaret dengesinin bozulması, Tunus, Fas, Mısır gibi gelir kaynakları daha çeşitli olan ülkelerde ise turizm, ihracat ve yabancı yatırımların azalmasından dolayı ekonomilerin olumsuz yönde etkilenmesi beklenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengelerindeki gelişmeleri anlamamanın bir yolu da ülkelerin yatırım-tasarruf dengelerindeki gelişmeleri incelemektir. Grafikte 2.16’da ülke grupları itibariyle yatırım-tasarruf gelişmeleri gösterilmektedir. Tek tek ülkeler itibariyle yatırım-tasarruf verilerine ulaşılamaması nedeniyle çalışmanın diğerk bölümlerinde yer alan Latin Amerika lkeleri yerine, söz konusu lkeleri de içine alan Batı Yarıkkre lkelerinin toplulaştırılmış verileri kullanılmıştır. lke grupları itibariyle yatırım-tasarruf gelişmeleri incelendiğinde son yıllarda gelişmekte olan Asya ve gelişmekte olan Avrupa lkelerinin cari işlemler dengelerindeki ayrışma daha net gözlemlenebilmektedir.

Gelişmekte olan Asya lkelerinde 2000’li yılların başından itibaren yatırımlar ve tasarruflar artış eğilimi göstermiştir. Tasarrufların yatırımlardan daha hızlı artması sonucu bölgede cari işlemler dengesinin GSYH’ya oranı 2000 yılında yüzde 1,7 olan seviyesinden 2007 yılında yüzde 7 seviyelerine yükselmiş, 2008 yılında ise yüzde 5,9 olarak gerçekleşmiştir. Bölgede tasarruflardaki yüksek artışlar temel olarak Çin’den kaynaklanmaktadır. Nitekim, 2000 yılında 26 milyar dolar olan Çin’in cari işlemler fazlası 2008 yılında 426 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

**Grafik 2.16. Ülke Grupları İtibariyle Yatırım-Tasarruf Gelişmeleri
(Bölge GSYH'sine Oran)**

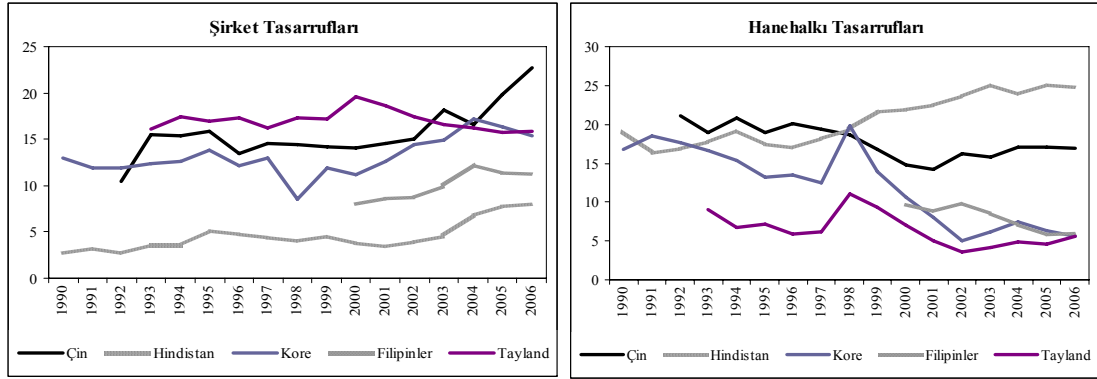


Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Ekim 2009) Veri Tabanı

Gelişmekte olan Asya ülkelerinde yurtiçi tasarrufların bileşenleri⁶ incelendiğinde farklı ülkelerin farklı bileşenlerdeki artışla bölgenin toplam tasarruf artışına katkı sağladığı gözlenmektedir. Çin'de şirket tasarrufları ve kamu tasarruflarının GSYH'ya oranı 2000 yılından itibaren artmış, Filipinler ve Kore'de söz konusu dönemde şirket tasarrufları artarken hanehalkı tasarrufları düşüş eğilimi göstermiştir.

⁶ Yurtiçi tasarrufların bileşenleri hanehalkı tasarrufları, şirket tasarrufları (dağıtılmamış karlar) ve kamu tasarrufları şeklinde incelenmektedir. Hanehalkı tasarrufları, hanehalkı harcanabilir geliri ile hanehalkı tüketim harcamaları arasındaki farkı, şirket tasarrufları, dağıtılmayan kar hisselerini, kamu tasarrufları ise toplam kamu gelirlerinden tüketime yönelik olanlar, yani cari giderlerle transfer giderleri, çıkıldıktan sonra kalan kısım olarak tanımlanabilmektedir.

Grafik 2.1.7: Gelişmekte Olan Asya Ülkelerinde Yurtiçi Tasarrufların Bileşenleri



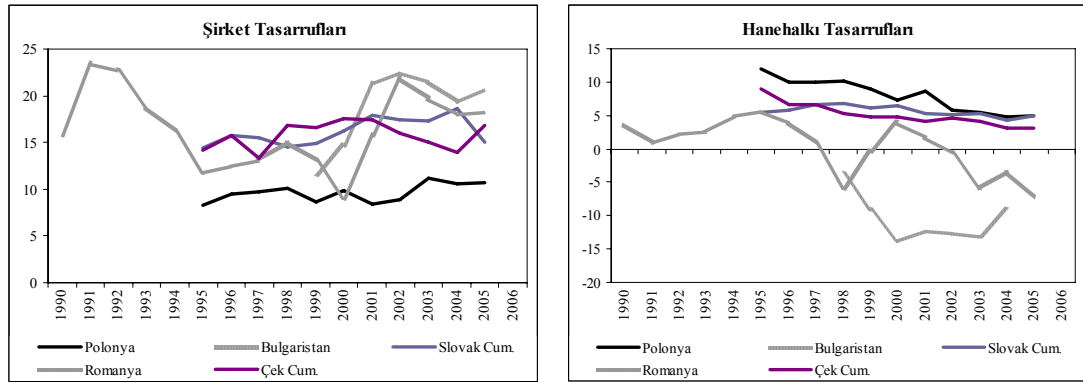
Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Ekim 2008)

Başta Çin olmak üzere hemen hemen tüm gelişmekte olan Asya ülkelerinde finansal sistemin yapısı şirket tasarruflarındaki artışın temel nedenini oluşturmaktadır. Söz konusu ülkelerde hanehalkı gibi çoğunluğuna devletin sahip olduğu büyük şirketlerinde düşük veya negatif reel faizlerle karşı karşıya olması ve gelişmiş şirket tahvil piyasası gibi finansal mekanizmalara yönelik alternatiflerin son derece kısıtlı olması gibi sebeplerle şirketler kazançlarını gelecekteki yatırımları finanse etmek için tasarruf etmektedirler. Ayrıca Çin’de devletin yatırım alanı ve enerji fiyatlarında büyük şirketleri sübvansetmesi ve devlet bankalarının özellikle devletin sahipliğindeki büyük şirketleri sunduğu kredi olanakları söz konusu şirketlerin girdi maliyetlerini azaltarak karlılıklarının artmasına katkı sağlamakta ve yatırım imkanlarını artırmaktadır.

Gelişmekte olan Asya ülkelerinde 2000’li yıllarda hanehalkı tasarruflarının toplam tasarruflar içerisindeki payı Hindistan dışındaki tüm ülkelerde düşüş eğilimi göstermiştir. Öte yandan, söz konusu ülkelerin hepsinde hanehalkı tasarruflarının hanehalkı harcanabilir gelirine oranı artmaya devam etmiştir. Örneğin Çin’de 1990 yılından itibaren artan hanehalkı tasarruflarının hanehalkı harcanabilir gelirine oranı 2008 yılında yüzde 27 seviyelerinde gerçekleşmiştir (Prasad:2009).

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde 2000 yılından itibaren azalmaya başlayan toplam tasarruflar 2004-2008 döneminde durağan bir görünüm sergilerken, toplam yatırımlardaki büyüme artarak devam etmiştir. Toplam yatırımlarda 2004 yılından itibaren gözlemlenen artış temel olarak bölge ülkelerine yönelik doğrudan yatırımlardaki artışı yansıtmaktadır.

Grafik 2.1.8: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerinde Yurtiçi Tasarrufların Bileşenleri



Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu (Ekim 2008)

Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde tasarrufların bileşenleri incelendiğinde toplam tasarrufların büyük ölçüde şirket tasarruflarından kaynaklandığı gözlemlenmektedir. Söz konusu ülkelerde hanehalkı tasarruflarının diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça düşük seviyelerde seyretmesinin temel nedenlerinden biri literatürde yaşanan nüfusun artması olarak gösterilmiştir. Bostwort ve Chodorow-Reich (2006) geliştirmekte olan Asya ve geliştirmekte olan Avrupa ülkelerini konu alan çalışmalarında nüfusun yaşlanmasıyla cari işlemler açıkları ve düşük tasarruf oranları arasında pozitif ilişki olduğunu göstermişlerdir. Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde hanehalkı tasarruflarının düşük olmasının bir diğer nedeni de geliştirmekte olan Asya ülkeleriyle karşılaştırıldığında bu ülkelerde sosyal güvenlik ve emeklilik sistemlerinin son derece gelişmiş olmasıdır. Bu nedenle geliştirmekte olan Avrupa ülkelerinde hanehalkının ihtiyati tasarruf eğilimi Asya ülkelerinde olduğu gibi yüksek değildir.

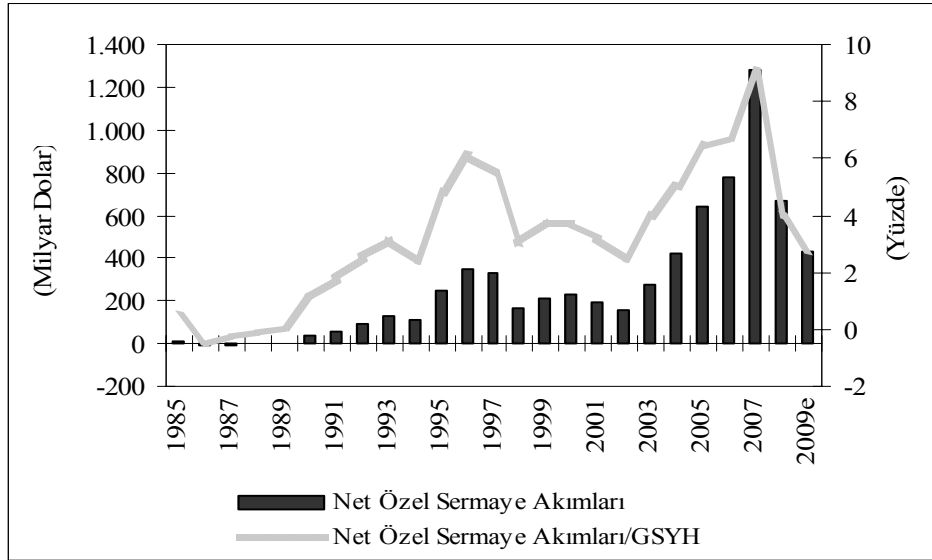
Gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde finansal sistemin son derece gelişmiş olması da hanehalkı tasarruflarının düşük seviyelerde seyretmesine katkı sağlamaktadır. AB ile entegrasyon sürecinde birçok gelişmekte olan Avrupa ülkesinde bankalar özelleştirme ve satın alma-birleşme işlemleriyle yabancılara satılmıştır. Finansal sistemin gelişmesiyle birlikte kredi hacmindeki yüksek oranlı artışlar hanehalkı tasarruflarının azalmasında etkili olmuştur (Shelburne: 2008).

Birçok gelişmekte olan Avrupa ülkesinde bireysel kredilerdeki artış ticari kredilerdeki artışın oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bireysel kredilerdeki artışın temel nedeninin ise konut kredilerindeki artış oluşturmuştur. Nitekim, 2005 yılında konut kredileri Çek Cumhuriyeti'nde yüzde 95, Slovakya ve Polonya'da yüzde 45, Estonya, Letonya ve Macaristan'da ise yüzde 25 oranlarında artış göstermiştir (Sirtaine ve Skamnelos:2007).

2.2. 1990 SONRASI DÖNEMDE ÜLKELERE YÖNELİK SERMAYE HAREKETLERİ

Geçtiğimiz son yirmi yıllık dönemde gelişmekte olan ülkelere ilişkin iki önemli sermaye akımı dalgasından söz etmek mümkündür. Bunlardan ilki 1990'lı yılların başında başlayıp 1997-98 Asya Krizi ile sona ermiştir. İkincisi ise 2002 yılında başlayıp 2008 yılında etkileri daha şiddetli hissedilen küresel krizle birlikte sona ermiştir.

Grafik 2.2.1: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Sermaye Akımları



Kaynak: Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Akımları Raporu, IIF (Ocak 2010)

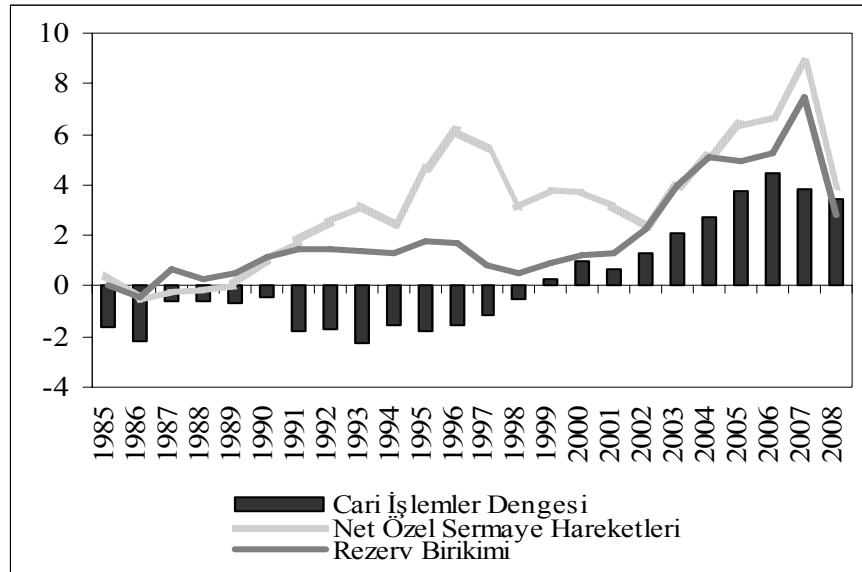
Not: 2009 yılı değeri IIF beklentisidir.

1990'larda gerçekleşen büyük artış, uluslararası portföy çeşitlendirilmesine olanak sağlayan iki önemli gelişmeye bağlı olarak gerçekleşmiştir. İlk olarak, gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalarını, kambiyo rejimlerini ve sermaye hesaplarını serbestleştirerek ve onları yabancı yatırımcılara açarak uluslararası entegrasyona katılım derecelerini önemli ölçüde yükseltmiştir. Gelişmekte olan ülkeler aynı zamanda, kamu kuruluşlarını özelleştirerek, daha derin ve likit finansal piyasaların oluşumunu destekleyerek de yatırım imkanlarını artırmışlardır. İkinci olarak, bilgi ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler dünya genelindeki yatırımların değerlendirilmesini ve izlenmesini daha kolay bir hale getirmiş ve gelişmiş ülkelerdeki fonların dünya ölçeğinde hareketine imkan sağlamıştır. Teknolojide, özellikle iletişim teknolojisinde yaşanan gelişmeler, yatırımlarla ilgili bilgi sağlamada kolaylıklar getirerek ve risk yönetiminde daha etkin finansal enstrümanların oluşumunu destekleyerek yabancı yatırımlar için sınır ötesi yatırımları kolaylaştırmıştır (Moreno: 2000).

Son dönemlerde ülkelerde gerçekleşen büyüme odaklı yapısal reformlar ve güçlendirilmiş makroekonomik politikaların yansımaları, artan küresel likidite ve küresel çapta olumlu ekonomik koşullarla birleşince özellikle 2000'li yılların başından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri yeniden önemli ölçüde artış göstermiştir.

Özellikle 2002 yılı sonrasında gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişleri tarihsel olarak en yüksek seviyelerine çıkmıştır. 2000'li yıllarda toplam sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülkelerin GSYH'ya oranı, 1990'lı yıllara göre ortalama olarak daha düşük seviyelerde olmakla birlikte, söz konusu girişler miktar olarak çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Grafiklerde, geçmiş dönemlerden farklı olarak, 2000'li yılların başından itibaren gelişmekte olan ülkelerin çok yüksek oranlarda cari işlemler fazlası verdiği de göze çarpmaktadır. Ayrıca, yüksek cari işlemler fazlaları gelişmekte olan ülkelere rezerv birikimlerini de artırmıştır.

Grafik 2.2.2: Gelişmekte Olan Ükelere Yönelik Sermaye Akımları, Rezerv Birikimi ve Cari İşlemler Dengesi Gelişmeleri (GSYH'ya Oran)

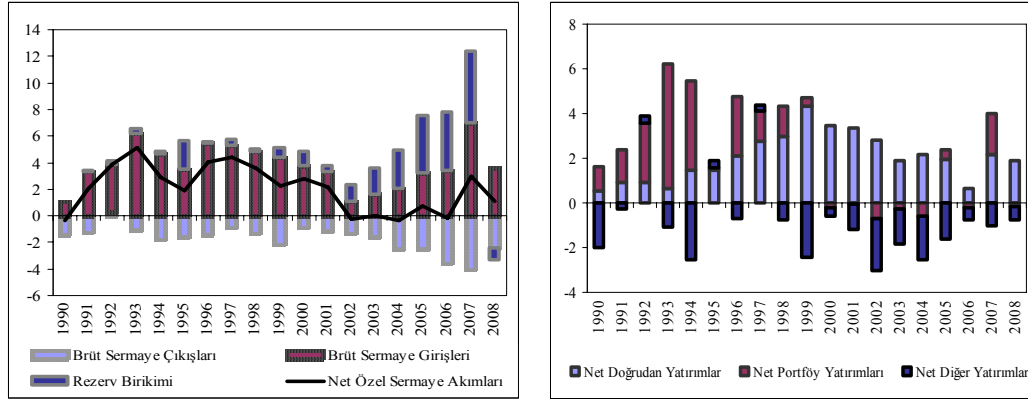


Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009)

1990'lı yılların ilk başlarında Latin Amerika⁷'ya yönelik sermaye girişlerinin artmasındaki en önemli faktör portföy yatırımları kaynaklı sermaye girişleri olmuştur. 1991 yılında Meksika'da Telemex'in diğer piyasa reformlarıyla birlikte özelleştirilmesine karar verilmesi özellikle portföy yatırımları kaynaklı sermaye girişlerini artıran temel etken olmuştur. Telemex'in ilk özelleştirme hisse senedi ihracı yüzde 80 oranında yabancı yatırımcılar tarafından karşılanmıştır (Sağlam: 2003). Bölgeye yönelik portföy yatırımları kaynaklı sermaye girişleri 1994-1995 Meksika Krizi'nde önemli ölçüde ivme kaybetmiştir. 1996 yılından itibaren yeniden artış gösteren portföy yatırımları 2001 yılında Arjantin'de başlayan krizle yeniden düşüş eğilimi göstermiş ve 2007 yılına kadar oldukça düşük düzeylerde seyretmiştir. 1990'lı yıllarda Latin Amerika'ya yönelik doğrudan yatırımlar da ivme kazanmıştır. Söz konusu dönemde Latin Amerika ülkelerine yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artmasında özellikle ABD ile Latin Amerika ülkelerinin entegrasyonuna yönelik beklentiler etkili olmuştur. 1990'lı yılların ilk yarısında Latin Amerika'da bu yatırım artışına özellikle özelleştirmeler önemli bir ivme kazandırmıştır. 1994-1996 döneminde ise yeni yatırımlar ve yabancı şirketlerin özelleştirilen şirketlere yönelik yenileme ve modernizasyon çalışmaları doğrudan yatırımlardaki artışın temel belirleyicisi olmuştur. Bununla birlikte bölgesel ticaret anlaşmaları (NAFTA-Meksika ve MERCOSUR- Arjantin ve Brezilya) Latin Amerika'ya yönelik doğrudan yatırımların artışına katkı sağlamıştır.

⁷ Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Ekvator, Meksika, Peru, Venezuela.

Grafik 2.2.3: Latin Amerka'ya Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi



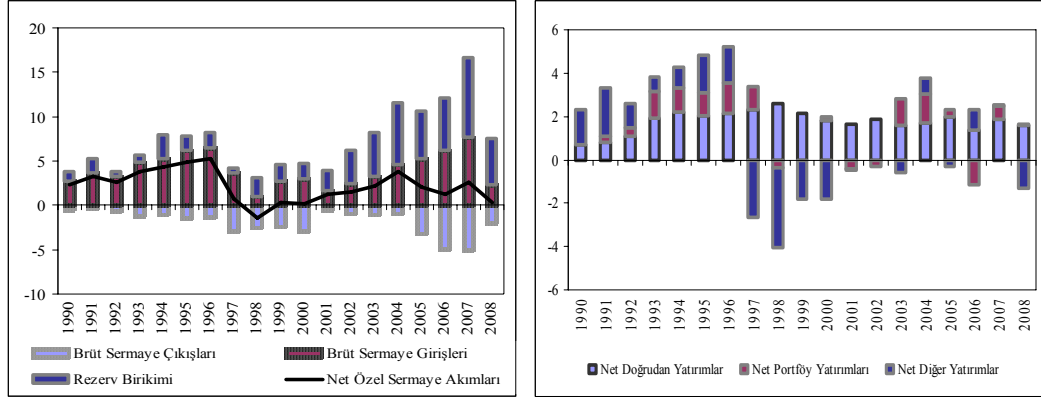
Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı, (Ekim 2009)

Latin Amerika ülkelerinde özel sektör kaynaklı sermaye girişlerinin GSYH'ya oranı 2002 yılından itibaren artış eğilimi göstermiş ve 2007 yılında 1990'lı yıllardaki seviyelerini de aşarak tarihi bir rekor kırmıştır. Öte yandan, hızla artan sermaye çıkışları net sermaye girişlerinin düşük seviyelerde kalmasına neden olmuştur. 1990'lı yıllarda yaşanan yüksek sermaye girişlerine paralel olarak yüksek cari işlemler açıkları veren bölge ülkelerinde son yıllarda cari işlemler fazlası verilmiştir ve bölgede rezerv birikimi hızla artmıştır (IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Ekim 2007).

1990'lı yılların ortasında Gelişmekte Olan Asya⁸ ülkelerinde doğrudan yabancı sermaye yatırımları toplam sermaye girişlerinin önemli bir bölümünü oluşturmuştur. 1990'lı yılların sonlarına doğru portföy yatırımları ve diğer yatırımlardaki azalışa rağmen doğrudan yatırımlardaki artış devam etmiştir. 1997-1998 Asya Krizi'nden sonra birçok gelişmekte olan Asya ülkesinde sermaye piyasalarına yönelik engellerin azaltılması sonucu portföy yatırımları bir miktar ivme kazansa da 2000 yılında teknoloji balonunun patlaması ve Amerika'nın resesyona girmesi bu ivmeyi tersine döndürmüştür.

⁸ Çin, Hindistan, Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland.

Grafik 2.2.4: Gelimekte Olan Asya Ülkelerine Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi (Bölge GSYH'sine Oran)



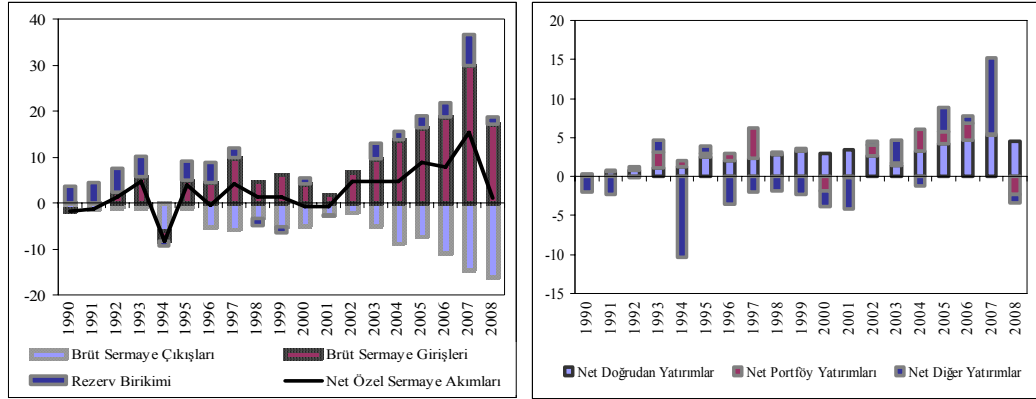
Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009)

Gelişmekte olan Asya Ülkeleri'ne yönelik özel sektör kaynaklı sermaye girişleri 2002 yılı sonrasında hızlanmıştır. 2007 yılında bölgeye yönelik brüt sermaye girişleri 1997-1998 Asya Krizi öncesi seviyelerini aşarken, özellikle 2002 yılından sonra sermaye çıkışlarının hız kazanması net sermaye girişleri kriz öncesi dönemin oldukça altında seyretmiştir. Bölge ülkelerinin yüksek miktartlı cari işlemler fazlası vermesi rezerv artışlarının da temel kaynağı olmuştur.

Gelişmekte olan Avrupa⁹ ülkelerinde net sermaye girişleri 1990'lı yılların başından itibaren artan bir eğilim sergilemektedir. Avrupa Birliği'ne giriş sürecinde oluşan olumlu beklentiler ve yatırım olanakları, bölgeye yönelik gerçekleşen sermaye girişlerinin milli gelire oranının, geçmişte hiçbir gelişmekte olan ülke ekonomisinde görülmediği kadar yüksek seviyelere çıkmasına neden olmuştur. Diğer bölgelerin aksine, Avrupa ülkelerinde sermaye girişleri yüksek boyutlardaki cari işlemler açıklarıyla eş zamanlı olarak meydana gelmiştir. (IMF Dünya Ekonomik Görünümü Raporu, Ekim 2007).

⁹ Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya, Türkiye ve Ukrayna.

**Grafik 2.2.5: Gelişmekte Olan Avrupa Ülkelerine Yönelik
Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi**



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009)

Afrika ülkelerinde¹⁰ 1980'li yıllardan itibaren finansal serbestleşme yolunda ekonomik reformlar uygulanmaya başlanmıştır. Ancak 1995 yılına kadar birçok Afrika ülkesinde sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar devam etmiştir. Bu tarihten sonra özellikle bölgeye borç veren uluslararası kuruluşların baskılarının etkisiyle finansal serbestleşme bir miktar hız kazanmıştır (Ndikumana.2005).

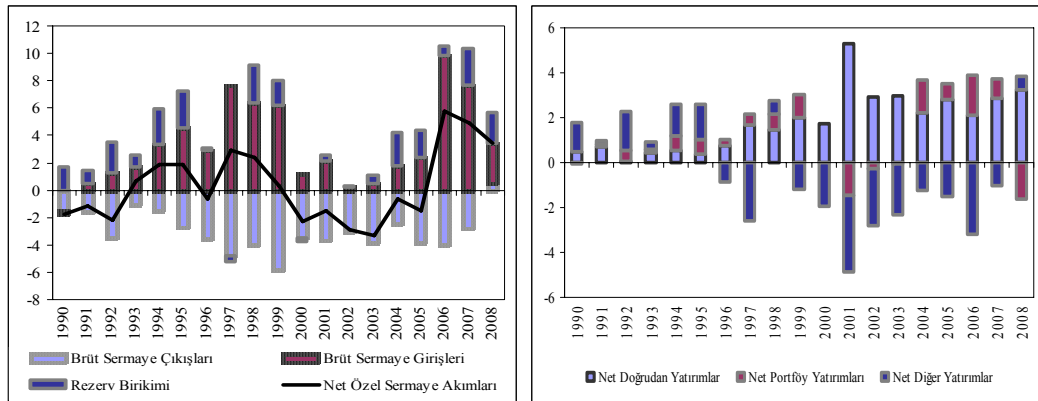
Afrika ülkelerinde finansal serbestleşme için uygulanan politikaların temel hedefleri, sermayenin daha etkin dağılımının sağlanması, finansal aracılık hizmetlerinin artırılması, yabancı sermayenin, özellikle uzun vadeli yatırım sermayesinin, bölge ülkelerine çekilmesi ve finansal entegrasyonun faydalarından yararlanılması, bölge ülkelerinden sermaye kaçışının engellenmesi ve finansal sistemin yeniden yapılandırılmasıyla yolsuzlukların önlenmesi olmuştur. Ancak, politik istikrarsızlık, yanlış politika seçimleri ve devletin finansal piyasalara müdahalesi sebebiyle finansal serbestleşme çabalarının kesintiye uğraması ve makroekonomik belirsizlik ve istikrarsızlık nedeniyle finansal serbestleşmeden beklenen hedeflere büyük ölçüde ulaşılamamıştır. Dış borçlanma ve yardımlara bağımlılık, borç geri

¹⁰ Cezayir, Fas, Nijerya, Güney Afrika, Sudan ve Tunus.

ödemelerinden kaynaklanan fon çıkışları ve düşük düzeylerde seyreden net özel sermaye yatırımları uzun yıllar bir çok Afrika ülkesinin sermaye hesabının karakteristik özelliği olmuştur.

Afrika ülkelerine yönelik sermaye hareketlerinin bileşenleri incelendiğinde özellikle 1995 yılından sonra söz konusu ülkelere yapılan doğrudan yatırımların hızla arttığı dikkat çekmektedir. Bu durumun temel nedenini doğal kaynaklar açısından çok zengin olan bölgede bu kaynaklara yönelik doğrudan yatırımların artması oluşturmaktadır.

Grafik 2.2.6: Afrika'ya Yönelik Sermaye Hareketleri ve Rezerv Birikimi



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009)

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları bölgesel düzeyde genel olarak değerlendirildiğinde, 2000'li yıllarda başlayan sermaye akımları dalgasını 1990'lı yıllarda oluşan dalgadan ayıran temel farklılıkların, ülkelerin cari işlemler dengelerindeki düzelme (Gelişmekte olan Avrupa hariç) ve son sermaye akımları dalgasının finansal bütünleşmenin artması sonucu daha fazla ülkeyi kapsamaya başladığı gözlenmektedir. 1990-1997 döneminde gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının yüzde 78'i Arjantin, Brezilya, Çin, Endonezya, Malezya ve Meksika, doğrudan yatırımlar dışındaki sermaye girişlerinin ise yüzde 85'i Arjantin, Brezilya, Çin,

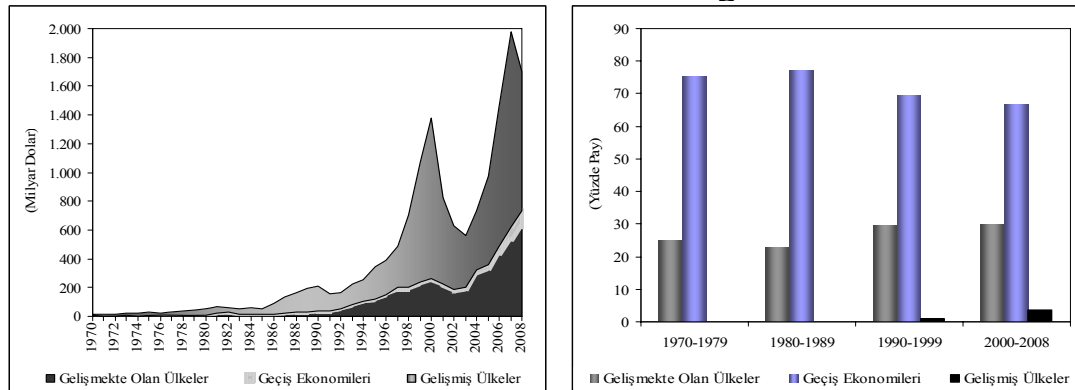
Kore, Pakistan ve Tayland'a akarken, 2000'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerindeki ülke çeşitlenmesi dikkat çekmektedir

2000'li yıllarda gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye akımlarına yönelik dikkate değer bir gelişme de, söz konusu ülkelere sermaye çıkışlarının da önemli ölçüde artmasıdır. Gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere yönelik sermaye hareketleri 1997-1998 Asya Krizi'nden itibaren hız kazanmıştır. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) Trade and Development 2008 Raporu'nda, 1992-1996 dönemi ile kıyaslandığında, 2000-2006 döneminde incelenen 113 gelişmekte olan ülkeden 42 tanesinin net sermaye ihracatçısı olduğu ve 60 ülkenin cari işlemler dengesinde iyileşme gözlemlendiği ifade edilmiştir. Standart büyüme teorileri gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının dışa açılmasıyla, sermaye hareketlerinin daha yüksek getiri elde etmek amacıyla bu ülkelere yöneleceğini, ülkelerin tasarruf açıklarını kapatmada yardımcı olacağını ve ekonomik büyümeyi destekleyeceğini savunmaktadır. Öte yandan, son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin eğilimi bu teorileri desteklememektedir. Nitekim, gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere yönelik sermaye akımları hız kazanmakla birlikte, net sermaye ihracatçısı ülkeler, net sermaye ithalatçısı ülkelere göre daha hızlı büyümektedir.

İngiltere'de Jaguar'ın Hintli bir firma olan Tata Motor's tarafından devralınması, Çinli bir firma olan Lenovo'nun IBM'in PC bölümünü satın alması ve Brezilya'nın gelişmiş ülkelere uçak ihracatındaki başarısı gibi son yıllarda yaşanan gelişmelerde yine standart teorilerin gelişmekte olan ülkelerin emek-yoğun ürün ihracatçısı ve doğrudan yabancı sermaye ithalatçısı olduğu çıkarımıyla ters düşmektedir. Nitekim, Mattoo ve Sabramanian (2009) yaptıkları çalışmada, 2003-2007 döneminde Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) üyesi olmayan ülkelerin OECD ülkelerine yaptıkları doğrudan yatırımların 2003 yılında yüzde 9 olan seviyesinden 2007 yılında yüzde 15 seviyelerine yükseldiğini göstermişlerdir.

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerinin en çarpıcı özelliklerinden biri, ülkelerin pek çoğunda gözlenen ekonomik büyüme ve yatırım ortamının iyileştirilmesi sonucu doğrudan yatırımlarda önemli ölçüde artış gözlenmesi ve doğrudan yatırımların söz konusu ülkelere sermaye girişlerinin diğer ögelerine kıyasla daha istikrarlı bir görünüm sergilemesi olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımların toplam doğrudan yatırımlar içerisindeki payı 1980'lerde yüzde 22 olan seviyelerinden 2000'li yıllarda yüzde 30 seviyelerine yükselmiştir. 2008 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımlar 621 milyar dolar seviyelerinde gerçekleşmiştir. Grafik 'da gelişmekte olan ülkelere yönelik gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile dönemler itibariyle toplam sermaye girişleri içindeki payı verilmektedir. Doğrudan yabancı sermaye girişleri özellikle 2004 yılından itibaren çok hızlı bir artış eğilimi göstermektedir. 1990'lı yılların ortalarından itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı yatırımlarındaki hızlı artışta satın alma ve birleşmeler ile finansal serbestleşmenin bir yansıması olan özelleştirme politikaları önemli rol oynamıştır (Schmukler, 2004).

Grafik 2.2.7: Ülkelere Yönelik Doğrudan Yatırımlar

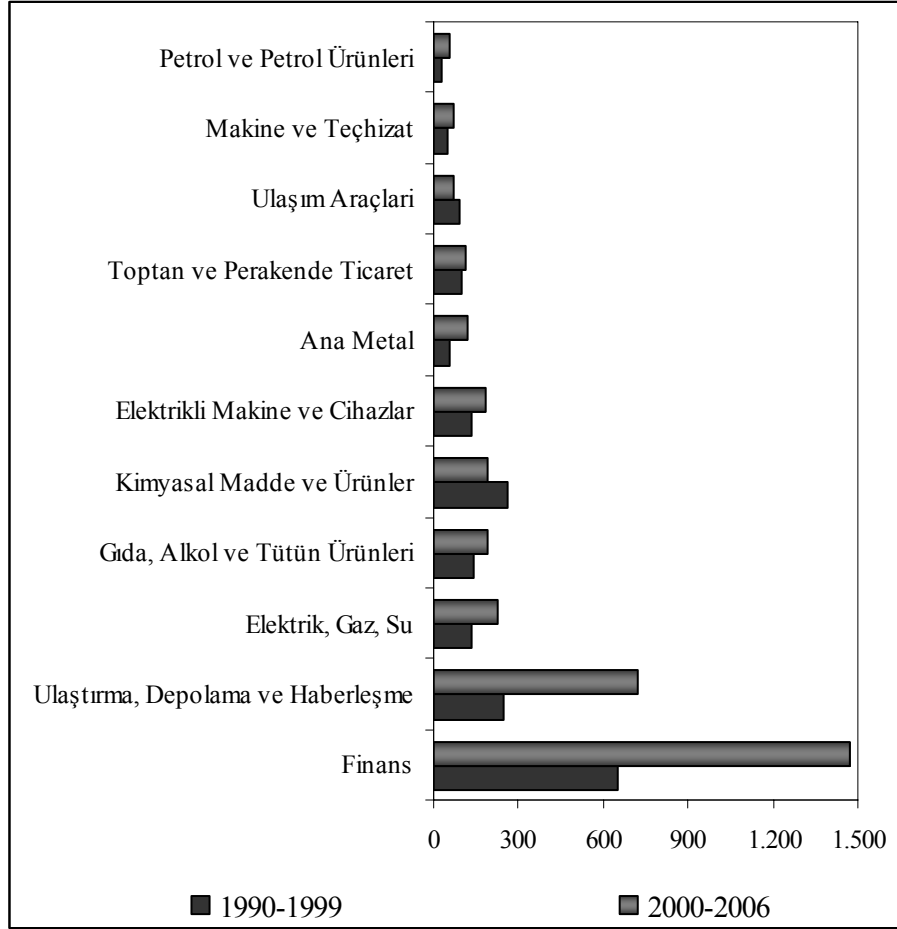


Kaynak:UNCTAD Doğrudan Yatırım İstatistikleri (2009)

1990 yılından sonraki dönemde doğrudan yatırımların sektörel yapısı incelendiğinde 1990'lı yıllarla 2000'li yıllar arasında önemli farklılıklar olduğu dikkat çekmektedir. Bu farklılıkların en önemlisi 2000'li yıllarda özellikle finans

ve haberleşme sektörlerinde yapılan doğrudan yatırımların artması sonucu hizmetler sektörünün toplam doğrudan yatırımlar içerisindeki payının önemli ölçüde artış göstermesi olmuştur.

Grafik 2.2.8: Ükelere Yönelik Doğrudan Yatırımların Sektörel Dağılımı



Kaynak:UNCTAD Doğrudan Yatırım İstatistikleri (2009)

2000'li yıllarda özellikle mali sisteme yönelik doğrudan yatırımlar yüksek boyutlara ulaşmıştır. Bu durumun temel nedenini bankacılık sisteminde yaşanan satın alma ve birleşme işlemleri oluşturmaktadır.

Hizmetler sektörüne yönelik doğrudan yatırımlar 2000'li yıllarda toplam doğrudan yatırımların en önemli bölümünü oluştursa da, özellikle Uluslararası Şirketler (TNCs) tarafından maden zengini düşük gelirli ülkelerde maden

çıkarma sanayilerine yönelik doğrudan yatırımlar 1990'lı yıllara kıyasla iki katından fazla artış göstermiştir. Özellikle emtia ihracatçısı ve maden zengini Afrika ülkelerinde ihracat gelirlerinin eğitim, beşeri sermaye ve altyapı yatırımlarına aktarılması ve bu alanlarda ilerleme sağlanması hem sanayileşmenin bir gereği olarak hem de imalat sanayine doğrudan yatırım çekmek açısından önem arz etmektedir (World Investment Directory, Volume X: Africa 2008).

Birçok gelişmekte olan ülke satın alma birleşme ve özelleştirmeler yoluyla doğrudan yatırım çekmeyi başarmıştır. Öte yandan, son yaşanan küresel krizin etkilerinin hissedilmesiyle birlikte yatırımcıların finansman imkanlarına erişiminde yaşanan zorluklar yatırım kararlarının ertelenmesine neden olmuştur. Küresel çapta doğrudan yatırım girişleri incelendiğinde küresel ekonomideki yavaşlamanın ülke grupları itibariyle doğrudan yatırım girişlerine oldukça farklı etkilerde bulunduğu gözlenmektedir. Nitekim, 2008 yılında gelişmiş ülkelerde doğrudan yatırımlar yüzde 29 oranında daralırken gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırımlardaki artış yavaşlayarak da olsa devam etmiştir. 2008 yılında gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yatırımlardaki artışın önemli bölümünü yeniden yatırım kazançları oluşturmuştur (World Economic Situation and Prospects 2009).

Sermaye girişleri ülkelerde ekonomik büyüme ve yatırımları olumlu etkileyip kalkınma hedeflerinin yakalanmasında yardımcı olsa da, ani sermaye çıkışları ve finansal krizler bu durumdan etkilenen ülkelere ekonomik büyüme, yatırım ve istihdam üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır. Bu nedenle uluslararası sermaye hareketlerinin oynaklığının incelenmesi önem taşımaktadır.

Literatürde yapılan çalışmalarda sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönde (procyclical) hareket ettiği kanıtlanmıştır. Gavin ve Hausmann (1996), gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları çalışmada, sermaye hareketlerinin oynaklığı ile çıktı oynaklığı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki

bulmuşlardır. Kaminsky (2004) ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için yaptığı çalışmada her iki ülke grubunda da sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönde hareket ettiğini ve bu eğilimin özellikle orta-yüksek gelir grubundaki ülkelerde daha fazla olduğunu göstermiştir. Kaminsky (2004) çalışmasında hacim olarak hesaplandığında gelişmiş ülkelerde, GSYH'ya oran olarak hesaplandığında ise gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının oynaklığının daha fazla olduğuna dikkat çekmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımları GSYH'nın daha büyük bölümünü temsil etmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler sermaye akımlarındaki değişimlere karşı daha kırılgan olabilmektedir. Bu çalışmada sermaye hareketlerinin oynaklığı, net özel sermaye akımlarının GSYH'ya oranının incelenen dönemlerde ortalama standart sapması olarak hesaplanmıştır.

Tablo 2.2.1: Ülkelere Yönelik Net Sermaye Akımlarının Oynaklığı

	1990-1999	2000-2008
G7 Ülkeleri		
Net Doğrudan Yatırımlar	0,14	0,36
Net Portföy Yatırımları	0,41	0,94
Net Diğer Yatırımlar	0,31	0,46
Net Özel Sermaye Akımları	0,37	0,36
Gelişmekte Olan Asya		
Net Doğrudan Yatırımlar	0,67	0,20
Net Portföy Yatırımları	0,63	0,78
Net Diğer Yatırımlar	2,10	0,89
Net Özel Sermaye Akımları	2,15	1,12
Gelişmekte Olan Avrupa		
Net Doğrudan Yatırımlar	0,70	0,62
Net Portföy Yatırımları	0,70	1,05
Net Diğer Yatırımlar	2,06	2,41
Net Özel Sermaye Akımları	2,51	2,99
Latin Amerika		
Net Doğrudan Yatırımlar	1,22	0,86
Net Portföy Yatırımları	1,69	0,76
Net Diğer Yatırımlar	1,12	0,66
Net Özel Sermaye Akımları	1,59	1,34

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009)

Ülkelere yönelik net sermaye akımlarının oynaklığına ilişkin hesaplamalar Tablo 2.2.1’de yer almaktadır. 1990-1999 dönemi ile kıyaslandığında 2000-2008 döneminde gerçekleşen yüksek miktarlardaki sermaye hareketlerine rağmen sermaye akımlarının oynaklığının ılımlı seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir. Gelişmekte olan Avrupa ekonomileri dışında tüm ülke gruplarında sermaye akımlarının oynaklığı azalmıştır. 2000-2008 döneminde Gelişmekte olan Avrupa ekonomilerinden Türkiye, Ukrayna ve Romanya’da sermaye akımlarının oynaklığının bir önceki döneme göre yüksek oranda artış göstermesi bölge genelinde oynaklıktaki artışın temel nedeni olmuştur.

Tabloda dikkat çeken diğer bir önemli gelişme de gelişmiş ülkelerde toplam net özel sermaye akımlarındaki oynaklık alt kalemlerin oynaklığından daha az iken, gelişmekte olan ülkelerin bu durumun tam tersi bir görünüm sergilemesidir. Bu durum gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye akımlarının birbirinin tamamlayıcısı ya da ikamesi olduğuna dair bilgi içermektedir.

Tablo 2.2.2: Ülkelere Yönelik Sermaye Akımlarının Korelasyon Katsayıları

	Net Doğrudan Yatırımlar	Net Portföy Yatırımları	Net Diğer Yatırımlar	Net Özel Sermaye Akımları
G7 Ülkeleri				
Net Doğrudan Yatırımlar	1,00			
Net Portföy Yatırımları	-0,41	1,00		
Net Diğer Yatırımlar	0,15	-0,77	1,00	
Net Özel Sermaye Akımları	0,23	0,77	-0,31	1,00
Gelişmekte Olan Ülkeler				
Net Doğrudan Yatırımlar	1,00			
Net Portföy Yatırımları	-0,16	1,00		
Net Diğer Yatırımlar	-0,05	0,38	1,00	
Net Özel Sermaye Akımları	0,57	0,53	0,68	1,00

Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009),
Yazarın Kendi Hesaplamaları

Farklı türdeki sermaye akımlarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için korelasyonları Tablo 2.2.2’de gösterilmiştir. Gelişmiş ülkelerde portföy yatırımları ve diğer yatırımlar arasında güçlü negatif korelasyon gözlenmektedir. Bu durum gelişmiş ülkelerin farklı türdeki finansman kaynaklarını birbirine ikame edebildiğini göstermektedir. Dolayısıyla, gelişmiş ülkelerde sermaye akımlarının alt kalemlerinde oynaklığın artması toplam sermaye akımlarının oynaklığına sınırlı düzeyde yansımaktadır. Ayrıca, gelişmiş ülkelerde doğrudan yatırımlar ve portföy yatırımları arasında gözlemlenen güçlü negatif korelasyon dikkat çekmektedir. Bu durum özellikle Avrupa ülkelerinde son dönemlerde gerçekleşen satın alma ve birleşme işlemlerinin stok değişimiyle (stock swap) finanse edilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu tür işlemlerde bir firma sadece kendi hisse senetlerini kullanarak diğer bir firmayı satın almaktadır. Örneğin, 2000’li yılların başında

İngiltere’de Vodafone bir Alman firması olan Mannesman AG tarafından satın alınırken stok değişim yoluyla finanse edilmiştir. Bu durum yabancı portföy hisse yatırımlarını ve doğrudan yatırımlar kaynaklı çıkışları artırmaktadır (Becker: 2003). Gelişmekte olan ülkelerde ise sermaye hareketlerinin alt kalemleri arasında güçlü ikame etkisinin olmadığı ve alt kalemler itibariyle sermaye akımlarındaki oynaklığın toplam sermaye akımlarının oynaklığını etkilediği gözlenmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SERMAYE HAREKETLERİ VE CARİ İŞLEMLER DENGESİ İLİŞKİSİ

Dış dengesizliklerdeki düzeltmeler açısından gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler farklılık arz etmektedir. Freund (2000) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesi düzeltmelerinin iş çevrimleriyle yakından ilintili olduğunu belirtmiştir. Ekonomi resesyona girdiğinde ithalat talebi azalmakta ve cari işlemler açığı daralmaktadır. Öte yandan ekonomik büyüme dönemlerinde cari işlemler dengesi bozulmaktadır. Özellikle, 1990'lı yıllarda pek çok gelişmekte olan ülkede yaşanan finansal krizler, cari işlemler dengelerindeki düzeltmelerin ertelenmiş olmasının ekonomik yavaşlamada belirleyici rol oynadığını göstermiştir. Cari açığın süreklilik arz etmesi dış borçlanmayı artırmakta ve dış dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin riskleri gündeme getirmektedir.

Bununla birlikte Chin ve Prasad (2003) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengelerini belirleyen faktörlerin farklı olduğunu ortaya koymuştur. Chin ve Prasad panel veri yöntemiyle yaptıkları çalışmada 18 gelişmiş ve 71 gelişmekte olan ülkede 1971-1995 döneminde ulusal yatırım ve tasarruf seviyelerini etkileyen sekiz makroekonomik değişken incelemişlerdir. Çalışmada öne çıkan önemli sonuçlardan biri, finansal sistemin derinliği gelişmekte olan ülkelerde cari dengeyi pozitif yönde etkilerken gelişmiş ülkelerde anlamlı bir etki ortaya çıkmamıştır.

Bacchetta and Wincoop (2000) çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketleri serbestleştirildikten sonra, söz konusu ülkelere yönelik sermaye akımlarının oynaklığının arttığını belirtmişlerdir. Bu durum

gelişmekte olan ülkelerde ani ve yoğun sermaye girişlerini absorbe edebilecek düzeyde gelişmiş bir finansal sistemin olmamasından kaynaklanmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir.

3.1. ÖDEMELER DENGESİ HESABI VE SERMAYE AKIMLARI İLE CARİ DENGİ ARASINDAKİ NEDENSELLİK İLİŞKİSİ

Ödemeler dengesi, geniş anlamıyla, bir ekonomide yerleşik kişilerin (Merkezi hükümet, bankalar, gerçek ve tüzel kişi ve kuruluşlar), diğer ekonomilerde yerleşik kişiler (yurtdışında yerleşikler) ile belli bir dönem içinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin sistematik kayıtlarını içermektedir. Ödemeler dengesine ilişkin ayrıntılı tanımlamalar EK 1’de yer almaktadır.

Bu bağlamda ödemeler dengesi;

$$CA + FA + NEO = 0 \quad (10)$$

(CA) cari işlemler hesabı, (FA) sermaye ve finans hesapları ve (NEO) net hata ve noksan kalemlerinden oluşmaktadır. Sermaye ve finans hesaplarının alt kalemleri olan doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer yatırımlar cari işlemler açıklarını ülkeler itibariyle farklı yönlerden etkileyebilmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda doğrudan yatırımların sermaye hareketlerinin en istikrarlı kalemi olduğunu göstermektedir. Portföy yatırımları kaynaklı gelişmeler ise özellikle 1990’lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin temel nedeni olarak gösterilmiştir.

Sermaye hareketlerinin sınırlandırıldığı dönemlerde ödemeler dengesi gelişmelerinin cari işlemler hesabından kaynaklanan hareketlerce belirlenmesi beklenir. Bu durumda cari işlemler dengesi sermaye hareketlerinin nedeni olarak gösterilebilmektedir. Ancak, ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden sonra cari denge ve sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisi yön değiştirebilmekte ve/veya karşılıklı nedensellik ilişkisi ortaya çıkabilmektedir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler bu ülkelerde cari işlemler açıklarının yoğun sermaye girişleriyle daha da kötüleştiğini ortaya koymuştur. Sermaye girişlerini absorbe edecek sağlam bir finansal sisteme sahip olmayan gelişmekte olan ülkelerde tüketim ve yatırımlardaki aşırı artış cari işlemler açıklarını derinleştirebilmektedir.

Literatürde sermaye hareketlerinin cari işlemler açıklarını finanse mi ettiği yoksa bu açıklara neden mi olduğu konusunda ampirik bir çalışma bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Wong ve Carranza (1999), Arjantin, Meksika, Tayland ve Filipinler için sermaye hareketlerinin kısıtlı olduğu dönemlerde (1989 yılına kadar olan dönemde) cari işlemler açıklarının sermaye hareketlerinin nedeni olduğunu 1989-1994 döneminde ise ilişkinin tersine döndüğünü belirtmişlerdir. Bu çalışmada, Wong ve Carranza'dan (1999) farklı olarak hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler için cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisi incelenmiştir. Ayrıca, bu ilişki sermaye hareketlerinin alt kalemleri itibarıyla da değerlendirilmiştir. Son olarak, eksik gözlemlerin hatalı nedensellik sonuçlarına götürmemesi amacıyla cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri ilişkisine ülkelerin milli gelirleri ve reel döviz kurlarındaki değişim de eklenerek değerlendirme yapılmıştır.

3.2. AMPİRİK SINAMALARIN METODOLOJİSİ VE VERİ

3.2.1. Granger Nedensellik Testi

Zaman serileri bağlamında nedenselliğin ilk tanımı ünlü matematikçi Norbert Weiner (1956) tarafından yapılmıştır. Bu tanım Granger-Hatanaka çalışması ile yeniden ele alınmış ve Granger (1969) tarafından daha ileri götürülerek nedenselliğin varlığının ve yönünün saptanmasına olanak sağlamıştır. Bu tanıma en büyük katkıyı Granger'ın yapması sebebiyle, literatürde “Granger nedensellik tanımı” olarak adlandırılır.

Granger'ın nedensellik kavramı, uygun gecikme uzunluğuna sahip iki değişkenli bir VAR (Vector Auto Regressive) modelidir. Granger nedensellik testinde, bir değişkenin düzenli olarak diğerine etki edip etmediği test edilmektedir. Testlerde anlatılan X_t ve Y_t serilerinin trend, mevsimsellik gibi deterministik öğelerden arındırılmış ve kovaryans-durağanlığı sağlanmış olduğu kabul edilerek Granger nedenselliği aşağıdaki denklemler yardımıyla test edilebilecektir.

$$\begin{aligned} Y_t &= \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_{1t} \\ X_t &= \sum_{i=1}^m \theta_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_{2t} \end{aligned} \quad (11)$$

Burada $\alpha_i, \beta_i, \theta_i, \gamma_i$ gecikme katsayılarını, m bütün değişkenler için ortak gecikme derecesini ε_{1t} ile ε_{2t} korelasyonsuz beyaz gürültü (white noise) süreçlerini göstermektedir. Denklemlerdeki uygun gecikme uzunlukları Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC), ve Hannan-

Quinn Bilgi Kriteri (HQ) ile belirlenmektedir. (11) de verilen model EKK yöntemiyle tahmin edildikten sonra dört yönlü nedensellik ortaya çıkmıştır.

I) β_i değerlerinin belirli bir anlamlılık düzeyi ile sıfırdan farklı olmaları durumunda “ X_t ’nin Y_t ’ye neden olduğu” söylenir ve bu durum, “ X_t , Y_t ’nin Granger nedenidir” biçiminde ifade edilir. Bu durum, “ X_t ’den Y_t ’ye doğru tek yönlü nedensellik” olarak tanımlanır ve $X_t \rightarrow Y_t$ biçiminde gösterilir.

II) γ_i değerlerinin belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olmaları durumu “ Y_t ’nin X_t ’ye neden olduğu” şeklinde değerlendirilir. Bu durum, “ Y_t, X_t ’nin Granger nedenidir” şeklinde açıklanır ve “ Y_t ’den X_t ’ye doğru tek yönlü nedensellik” olarak tanımlanır. $Y_t \rightarrow X_t$ biçiminde gösterilir.

III) Şayet yukarıda tanımlanan iki koşulda geçerli ise, hem β_i hem de γ_i katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyi ile sıfırdan farklı olmaları durumunda “ X_t, Y_t ’nin; Y_t de X_t ’nin Granger nedenidir” denir. Bu tanımlama “çift yönlü nedensellik” olarakta ifade edilir. $X_t \leftrightarrow Y_t$ biçiminde gösterilir.

IV) İki koşulun geçerli olmaması, hem β_i hem de γ_i katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyi ile sıfırdan farklı olmamaları durumu iki değişkenin birbirinin nedeni olmadığı anlamını taşır. Bu durum “ X_t ve Y_t birbirinden bağımsızdır” şeklinde açıklanır.

Y_t ’den X_t ’e doğru olan nedensellikte, Y_t ’nin geçmiş değerlerinin yanı sıra cari değerine de yer verilmesi, varyansı diğer durumlara göre daha minimum yapacaktır. Bu durumda X_t, Y_t serilerinin geçmiş ve şimdiki değerleri ile daha minimum bir hata ile açıklanacaktır.

$$\begin{aligned}
Y_t + \beta_0 X_t &= \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^m \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_{1t} \\
X_t + \gamma_0 Y_t &= \sum_{i=1}^m \theta_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_i Y_{t-i} + \varepsilon_{2t}
\end{aligned}
\tag{12}$$

Bu modeller yardımıyla anlık nedenselliğin bulunup bulunmadığını görmek mümkün olacaktır. (11) modelinde katsayılarla ilişkin hipotezler ve karar mekanizması aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Hipotezler	Karar	Sonuç
$H_o : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_m = 0$ $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots = \beta_m \neq 0$	H_o red	“ X_t, Y_t ’nin Granger nedenidir” $X_t \rightarrow Y_t$
$H_o : \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_m = 0$ $H_a : \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \dots = \gamma_m \neq 0$	H_o red edilmedi	
$H_o : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_m = 0$ $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots = \beta_m \neq 0$	H_o red edilmedi	“ Y_t, X_t ’nin Granger nedenidir” $Y_t \rightarrow X_t$
$H_o : \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_m = 0$ $H_a : \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \dots = \gamma_m \neq 0$	H_o red	
$H_o : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_m = 0$ $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots = \beta_m \neq 0$	H_o red	“ X_t, Y_t ’nin ; Y_t ’de X_t ’nin Granger nedenidir” $X_t \leftrightarrow Y_t$
$H_o : \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_m = 0$ $H_a : \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \dots = \gamma_m \neq 0$	H_o red	
$H_o : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_m = 0$ $H_a : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots = \beta_m \neq 0$	H_o red edilmedi	“ X_t ve Y_t birbirinden bağımsızdır” $X_t \nleftrightarrow Y_t$
$H_o : \gamma_1 = \gamma_2 = \dots = \gamma_m = 0$ $H_a : \gamma_1 \neq \gamma_2 \neq \dots = \gamma_m \neq 0$	H_o red edilmedi	

(11) modeli yerine (12) modeli tahmin edilirse;

$$\begin{aligned}
H_o : \beta_0 = \beta_1 = \dots = \beta_m = 0 \\
H_a : \beta_0 \neq \beta_1 \neq \dots = \beta_m \neq 0
\end{aligned}$$

Hipotezlerinden H_o red edilmiş ise “ Y_t, X_t ’nin anlık nedenidir” denir.

(11) denkleminin H_0 hipotezi altındaki kısıtlı denklemi:

$$\begin{aligned} Y_t &= \sum_{i=1}^m \alpha_i Y_{t-i} + u_{1t} \\ X_t &= \sum_{i=1}^m \theta_i X_{t-i} + u_{2t} \end{aligned} \quad (13)$$

şeklinde yazılır ve EKK yöntemi ile tahmin edilerek kısıtlı denklemin hata terimleri kareleri toplamı (SSR_R) bulunur. Wald tarafından geliştirilen F istatistiği;

$$F_{(m, n-2m)} = \frac{(SSR_R - SSR_{UR}) / m}{SSR_{UR} / (n - 2m)}$$

olarak hesaplanır. Burada n:örneklem hacmini, m:ortak gecikme genişliğini göstermek üzere F istatistiği m ve n-2m serbestlik derecesine sahiptir. İkinci denkleme ait F istatistiği de benzer biçimde hesaplanır. Hesaplanan F istatistiği α anlamlılık düzeyindeki tablo kritik değerinden büyük ise H_0 hipotezi red edilir. Bu da kısıtsız denklemdeki katsayıların genel olarak anlamlı olduğuna işaret eder. Granger nedenselliği, çözümlemede kullanılan gecikme sayısına çok duyarlıdır. Bu sebeble Davidson ve Mac Kinnon daha az yerine daha çok gecikme kullanmayı önermektedir.

Granger (1969)'ı takiben; Granger nedensellik ilişkisini sınamak amacıyla aşağıda verilen Vektör Otoregresi sistemi (VAR) tahmin edilecektir:

$$\begin{aligned} CA_t &= \alpha_1 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{1i} FA_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{1i} CA_{t-i} + v_{1t} \\ FA_t &= \alpha_2 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{2i} FA_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{2i} CA_{t-i} + v_{2t} \end{aligned} \quad (14)$$

(14) numaralı denklemde yer alan CA, FA ve V değişkenleri sırası ile cari işlemler dengesi, net sermaye girişleri ve hata terimini ifade etmektedir;

yine sırası ile α sabit terimi, β ve γ tahmin edilecek katsayıları, m seçilen gecikme sırasını ve $d_{\max}$ ilerde açıklanacağı üzere seçilen ekstra gecikme sırasını ifade etmektedir. Sırasıyla FA'dan CA'ya ve CA'dan FA'ya Granger Nedenselliğinin boş hipotezleri $\beta_{1i} = 0$ ve $\gamma_{2i} = 0$ 'dır. FA'dan CA'ya Granger Nedenselliğine ait boş hipotezin reddedilmesi geçmiş döneme ait FA'nın cari döneme ait CA'nın tahmin edilmesine yardımcı olabileceği anlamına gelmektedir, terside doğrudur.

3.2.2. Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar İçin Nedensellik Testi

Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketlerinin üç alt kalemi; Net Doğrudan Yatırımlar (FDI), Net Portföy Yatırımları (PI) ve Net Diğer Yatırımlar (OI) arasındaki nedensellik ilişkisinin sınanmasında izlenecek yöntem, (14) numaralı denklemde izlenenden farklı değildir. VAR sistemi aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\begin{aligned}
 CA_t &= \alpha_1 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{1i}^{FDI} FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{1i}^{PI} PI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{1i}^{OI} OI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{1i} CA_{t-i} + v_{1t} \\
 FDI_t &= \alpha_2 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{2i}^{FDI} FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{2i}^{PI} PI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{2i}^{OI} OI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{2i} CA_{t-i} + v_{2t} \\
 PI_t &= \alpha_3 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{3i}^{FDI} FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{3i}^{PI} PI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{3i}^{OI} OI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{3i} CA_{t-i} + v_{3t} \\
 OI_t &= \alpha_4 + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{4i}^{FDI} FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{4i}^{PI} PI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \beta_{4i}^{OI} OI_{t-i} + \sum_{i=1}^{m+d_{\max}} \gamma_{4i} CA_{t-i} + v_{4t}
 \end{aligned} \tag{15}$$

Burada FA ile alt kalemleri yer değiştirmiş, ancak notasyonun geri kalan kısmı (14) numaralı denklemde aynen aktarılmıştır. FA'nın her bir alt kaleminden CA'ya nedenselliğe ilişkin boş hipotez sırasıyla $\beta_{1i}^{FDI} = 0$, $\beta_{1i}^{PI} = 0$ ve $\beta_{1i}^{OI} = 0$ iken ve tersi durumda geçerli iken, CA'dan FDI, PI ve OI'ya nedenselliğe ilişkin boş hipotez $\gamma_{2i} = 0$, $\gamma_{3i} = 0$ ve $\gamma_{4i} = 0$ 'dır.

CA ve FA veya FA'nın alt kalemleri için VAR tahmini yaparken aynı tahmin ve test metodu kullanılmaktadır. VAR sistemi için gecikme değeri m seçilirken, literatürde sıklıkla kullanılan üç kriter esas alınmıştır: Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC), ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ). Gecikme sayısının belirlenmesinde bu üç bilgi kriterinden en az ikisinin desteklediği gecikme değeri uygun değer olarak seçilmiştir.

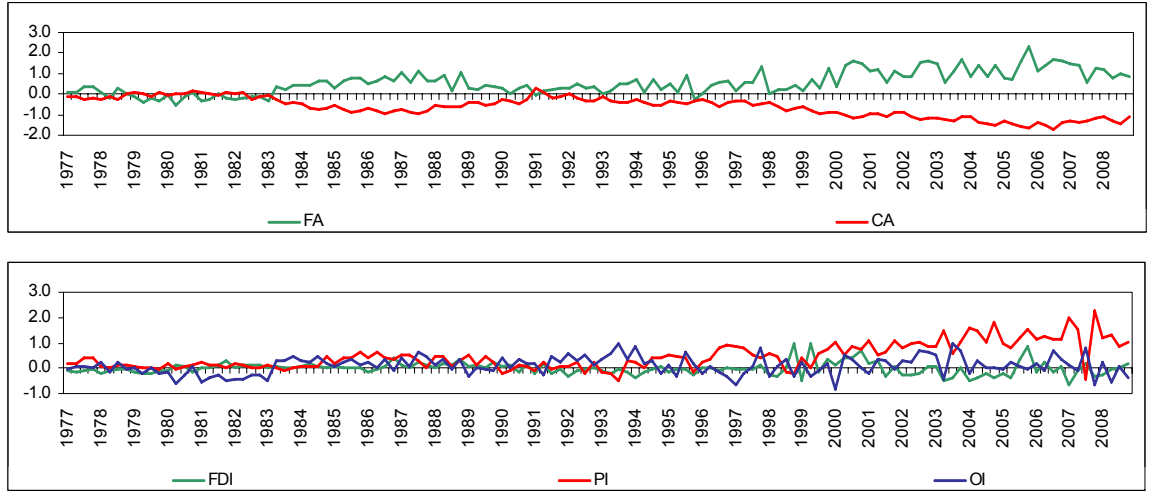
Makroekonomik değişkenlerin çoğunlukla farklı derecelerde bütünleşik ($I(d), d \geq 0$) olmaları sebebi ile eşbütünleşme düzeyinin tespiti hususu karmaşık bir hal almakta, ve sahte nedensellik sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu çalışmada, sahte nedensellik durumundan kurtulmak maksadıyla Toda ve Yamamoto (1995) ve Dolado ve Lutkepohl (1996) tarafından önerilen "Genişletilmiş VAR" tahmini kullanılacaktır. Bu metot sayesinde, vurgu yapılan değişkenin bütünleşme derecesinin $I(0)$ 'ı yoksa $I(1)$ 'mi olduğunun tespiti için yapılacak ön sına göz ardı edilebilmektedir. Genişletilmiş VAR, gecikme değerinin $(m + d_{\max})$ şeklinde belirlenmesi ile tahmin edilen VAR sistemi üzerine inşa edilmektedir. Burada $d_{\max}$ gecikme değeri sisteme dahil edilen değişkenlerin maximal bütünleşme derecelerini ifade etmektedir. Boş hipoteze ilişkin istatistiksel çıkarım, serbestlik derecesi $m + d_{\max}$ yerine m olan χ^2 dağılımını içeren Modifiye Edilmiş Wald Sınamasına dayanmaktadır.

3.2.3. Veri Seti

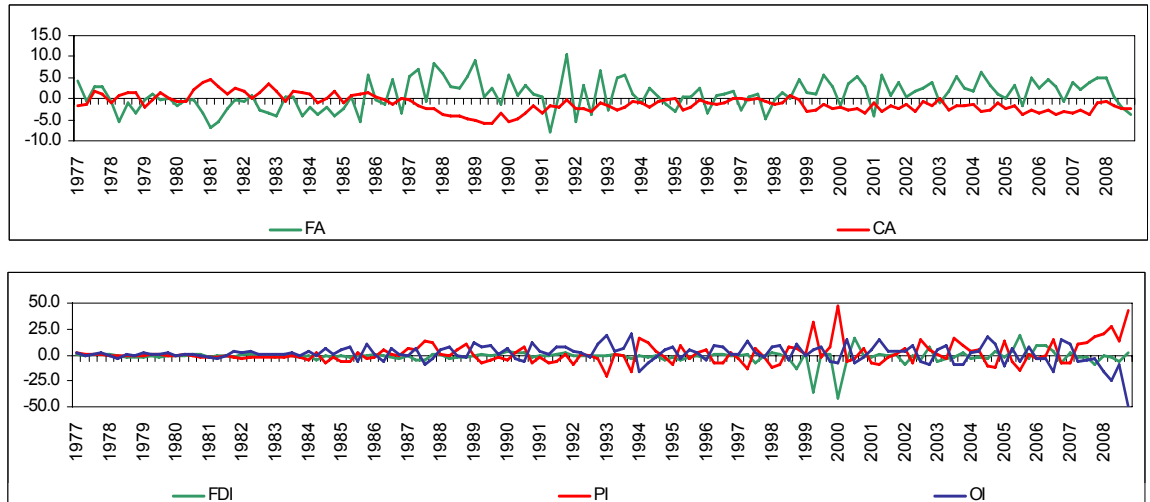
Çalışmada kullanılan tüm veriler Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından yayımlanan Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı'ndan (IFS -Ekim 2009) sağlanmıştır. Nedensellik testlerinde kullanılan Cari İşlemler Dengesi (CA), Sermaye Hesabı Dengesi (FA), Net Doğrudan Yatırımlar (FDI), Net Portföy Yatırımları (PI) ve Net Diğer Yatırımlar (OI) her ülkenin kendi GSYH'sına bölünerek hesaplanmıştır ve çeyreklik veriler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm veriler mevsimsel etkilerden

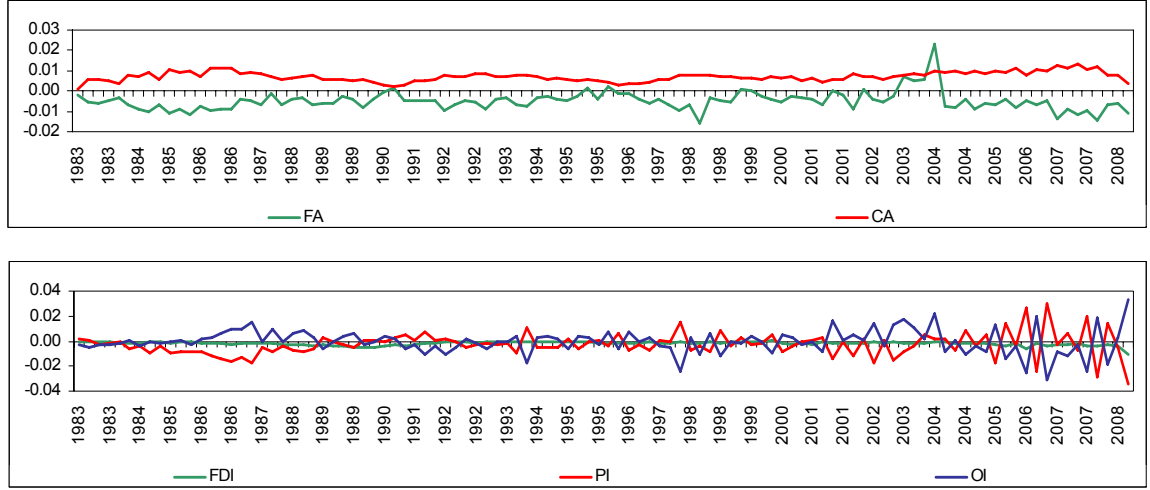
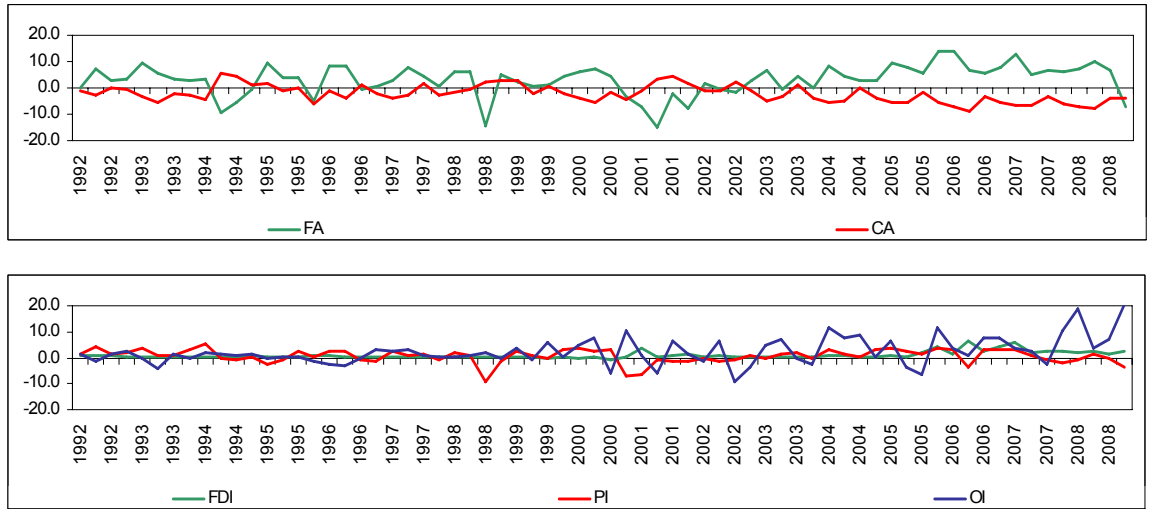
arındırılmıştır. Örnekleme yer alan ülkelerin sermaye hareketlerini serbestleştirme tarihleri farklı olduğu için, her ülkenin analizinde kullanılan veri setinin başlangıç tarihi farklıdır. Çalışma sonuçlarına ilişkin aşağıda gösterilen tablolarda örneklemedeki ülkelerin analizlerinde kullanılan veri setinin başlangıç ve bitiş tarihleri belirtilmiştir. Ülkeler itibarıyla kullanılan veri setlerine ilişkin grafikler aşağıda gösterilmektedir.

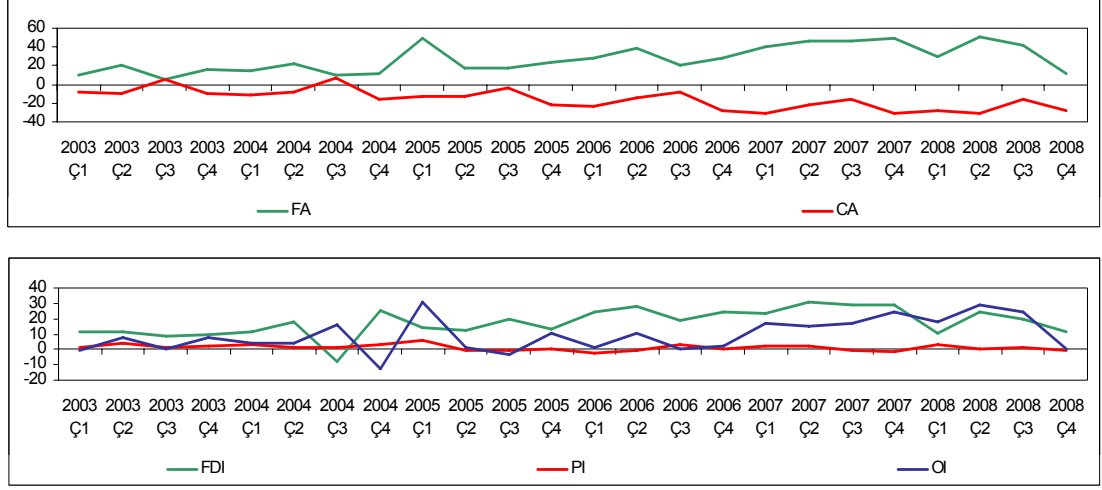
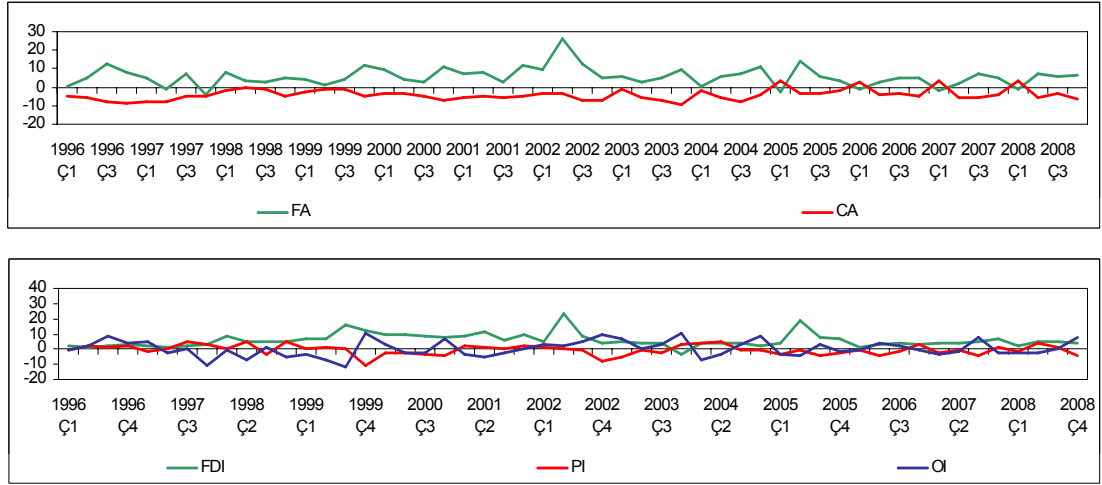
Grafik: 3.2.3.1. Amerika

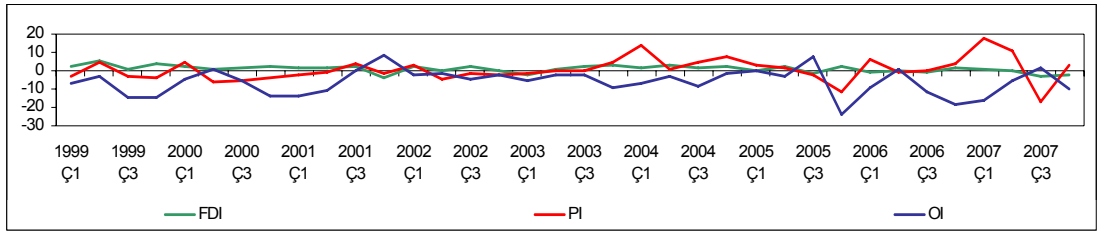
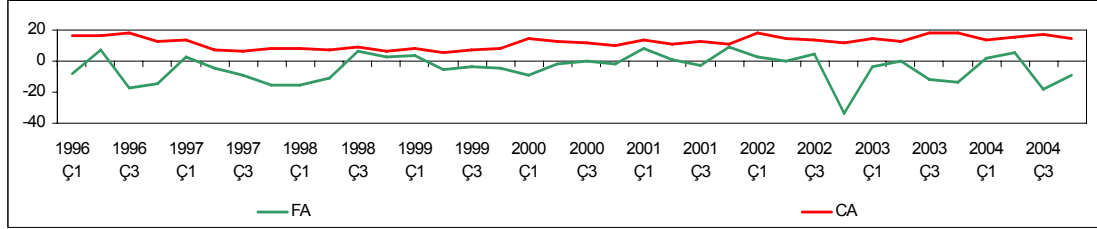
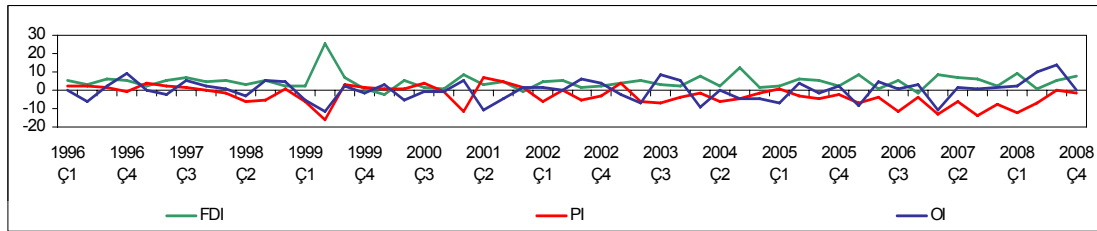
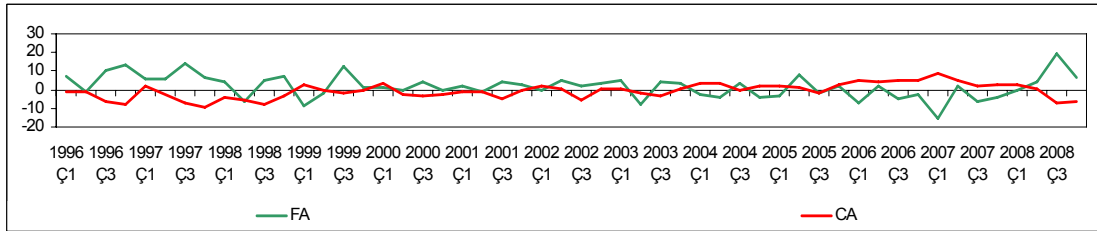


Grafik: 3.2.3.2. İngiltere



Grafik: 3.2.3.3. Japonya**Grafik: 3.2.3.4. Türkiye**

Grafik: 3.2.3.5. Bulgaristan**Grafik: 3.2.3.6. Çek Cum.**

Grafik: 3.2.3.7. Malezya**Grafik: 3.2.3.8. Şili**

3.3. AMPİRİK BULGULAR

Çalışmada (CA) cari işlemler dengesini, (FA) net sermaye girişlerini, (FDI) net doğrudan yatırımları, (PI) net portföy yatırımlarını, (OI) net diğer yatırımları, (GDP) GSYH'nın reel değişimini, (RER) reel döviz kurundaki değişimi ifade etmek üzere 7 değişken kullanılmıştır. Değişkenler tramo-seats¹¹ yöntemi kullanılarak mevsimsel etkilerden arındırılmıştır.

Çalışmadaki sonuçların güvenilir olması açısından ele alınan serilerin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Ortalaması ile varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan sürece durağan denmektedir. Zaman serisinin durağan olması serinin ortalaması, varyansı ve ortak varyansının gözlem dönemi boyunca aynı kalması anlamına gelmektedir (Gujarati, 2001).

Zaman serileri sahip oldukları ortak trend nedeniyle genellikle artma eğilimi içerisindedirler. Bu nedenle bir zaman serisinin diğerine göre regresyonu hesaplandığında, ikisi arasında anlamlı bir ilişki olmasa bile, çoğunlukla yüksek bir R^2 değeri elde edilebilmektedir. Bu durum ise sahte regresyon (spurious regression) sorununu ortaya çıkarmaktadır. Seriler arasında gerçekte bir ilişki olmadığı halde taşıdıkları ortak trend sebebiyle seriler beraber hareket ettiklerinden aralarında bir ilişki varmış gibi görülmektedir. Bu nedenle serilerin durağan olup olmamaları büyük önem taşımaktadır.

Durağanlık durumunu tespit etmek amacıyla öncelikle serinin grafiğinin incelenmesi faydalıdır. Grafik incelemesi kesin sonuçlar vermemekle birlikte durağanlıkla ilgili genel bir fikir verebilmektedir. Durağanlığı analiz etmek için

¹¹ Tramo-seats 1998 yılında Gomez ve Maraval tarafından geliştirilen, zaman serilerini mevsimsellikten arındırmak için son zamanlarda literatürde yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir.

çeşitli yöntemler geliştirilmiştir (Dickey- Fuller, Genişletilmiş Dickey-Fuller, Phillips-Perron, Ng-Perron, Kwiatkowski-Philips-Schmidt-Shin v,b,). Literatürdeki ampirik çalışmaların büyük bölümünde “Genişletilmiş Dickey-Fuller” (Augmented Dickey-Fuller, ADF) testi kullanılmaktadır. Çalışmamızda serilerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey Fuller testi kullanılarak incelenecektir.

Durağanlık sınamalarında en çok kullanılan yöntem birim kök sınamasıdır. Elimizde Y olarak göstereceğimiz bir seri olsun, Y serisinin aşağıdaki gibi oluştuğunu varsayalım.

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad (16)$$

Burada u_t , klasik varsayıma uyan, yani ortalaması sıfır, varyansı değişmeyen, ardışık bağımlı olmayan, olasılıklı hata terimidir. Böyle bir hata terimi beyaz gürültü (white noise) hata terimi olarak anılmaktadır (Gujarati, 2001). Bu eşitlikte, söz konusu değişken kendi gecikmeli değerine göre açıklandığından ve gecikme uzunluğu sadece bir dönemle sınırlı kaldığından burada bir AR(1) süreçten söz edilmektedir. y_{t-1} teriminin katsayısı istatistiki olarak 1’den farklı değilse birim kök sorunuyla yani durağan olmama ile karşı karşıyayız demektir. Birim kökü olan bir zaman serisi, zaman serisi ekonometrisinde rassal yürüyüş (random walk) diye bilinmektedir. Rassal yürüyüş durağan olmayan zaman serisi örneğidir. Bu durum ise y_t ’nin bir önceki dönem değerinden sadece hata terimi kadar farklı olduğunu, yani serinin durağan olmadığını göstermektedir. Eğer (16) numaralı denklemin her iki yanından da y_{t-1} çıkarılırsa;

$$\Delta y_t = (\rho - 1)y_{t-1} + u_t \quad (17)$$

elde edilecektir. Burada $(\rho - 1) = \lambda$ olarak kabul edilirse (17) numaralı eşitlik şu şekli alacaktır:

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + u_t \quad (18)$$

(17) nolu denklemde $\rho=1$ olması durumu, (18) nolu denklemde $\lambda=0$ olması ile aynı anlamına gelmektedir.

Dickey ve Fuller testi λ 'nın istatistiki olarak sıfırdan farklı olup olmadığını test etmektedir. Dickey ve Fuller testinde temel hipotez (H_0 hipotezi) $\lambda=0$ biçiminde kurulmaktadır. Burada $\lambda=0$ olması (veya aynı anlama gelen $\rho=1$ olması durumu) serinin birim köke sahip olduğu anlamına gelmektedir. Yani temel hipotez reddedilemezse seri durağan değildir. $\lambda=0$ olduğu durumda $\Delta y_t = u_t$ olacaktır. Burada u_t klasik varsayımları sağlayan hata terimi olduğundan, y_t 'nin, düzey olarak değil fakat birinci farkı alındığında durağan hale geldiği söylenebilmektedir. Bu şekilde, birinci farkları alınarak durağan hale getirilen serilere, “birinci dereceden entegre (bütünleşik)” seriler denmekte ve $I(1)$ şeklinde gösterilmektedir. Eğer söz konusu seri, d sefer farkı alınarak durağanlaştırılabilirse, d inci dereceden bütünleşik bir seridir denmekte ve $I(d)$ olarak gösterilmektedir.

Dickey ve Fuller testinde alternatif hipotezin kabul edilmesi durumunda, yani λ 'nın istatistiki olarak sıfırdan farklı olması durumunda, seri durağandır. Bu durumda seri $I(0)$ olarak gösterilmektedir. Bu ifade serinin düzey halde durağan olduğunu belirtmektedir.

Dickey ve Fuller testini yaparken temel hipotez veya alternatif hipotez arasında karar verirken karar kriteri olarak (18) numaralı denklemdeki y_{t-1} değişkeninin t istatistik değeri, belirli bir anlam seviyesiyle Dickey Fuller tablo değerlerinden uygun olan tablo değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Eğer t istatistiğinin mutlak değeri Dickey ve Fuller mutlak eşik t değerinden büyükse verilmiş zaman serisinin durağan olduğunu ileri süren alternatif hipotezi

reddedilmemektedir. Öte yandan t istatistiği eşik değerin altında ise zaman serisi durağan değildir (Gujarati, 2001).

Gerek kuramsal gerek uygulama nedenleri ile Dickey Fuller sınaması aşağıdaki kalıplardaki regresyonlara uygulanmaktadır;

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (19)$$

$$\Delta Y_t = \delta + \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (20)$$

$$\Delta Y_t = \delta + \beta T + \lambda Y_{t-1} + \mu_t \quad (21)$$

(20) numaralı denklemde sabit terim; (21) numaralı denklemde ise hem sabit terim hem de trend yer almaktadır. Dickey ve Fuller yaptıkları Monte Carlo çalışması ile (19), (20) ve (21) durumları için %1 , %5 ve %10 anlamlılık düzeyleri için eşik değerleri tablolastırmışlardır (Dickey ve Fuller, 1979).

Dickey ve Fuller testi sonuçlarının güvenilirliği için μ_t hata terimi beyaz gürültü hata terimi olmalıdır. Bunun için serinin ortalaması sıfır, varyansı sabit olmalı ve seride oto korelasyon olmamalıdır. Eğer seride oto korelasyon varsa bu sorun testin tüm güvenilirliğini ortadan kaldırmaktadır. Hata teriminde oto korelasyon varsa bunu düzeltmek için denklemin sağ tarafına bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenmektedir. Bu şekilde ADF (Augmented Dickey Fuller – Genişletilmiş Dickey Fuller) testine ulaşılmış olur. (19), (20) ve (21) numaralı eşitlikler bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri eklenerek aşağıdaki gibi ifade edilmektedir.

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (22)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (23)$$

$$\Delta Y_t = \partial + \beta T + \lambda Y_{t-1} + \theta_i \sum_{i=0}^n \Delta Y_{t-i} + \mu_t \quad (6.9.)$$

Uygun gecikme uzunluğu seçiminde temel amaç oto korelasyon sorununu ortadan kaldıran minimum gecikme uzunluğuna ulaşmaktır. Yukarıdaki eşitliklerde “i” indisi oto korelasyon sorununu kaldıran gecikme sayısını belirtmektedir. Gecikme uzunluğunun nasıl tespit edileceği konusunda belli kriterlerden faydalanılmaktadır. Bu kriterler arasında uygulamalı analizlerde en çok kullanılanları Akaike (AIC), Schwarz (SC) ve Hannan-Quinn (HQ) bilgi kriterleri ile Akaike’nin Final Prediction Error (FPE) kriteridir. Uygulamalı analizlerde bu kriterleri en küçük yapan gecikme değeri gecikme uzunluğu olarak alınmaktadır.

ADF testinde karar verme süreci yukarda anlatılan Dickey ve Fuller testi ile aynıdır. Y_{t-1} değişkeninin hesaplanan t istatistiği, Dickey ve Fuller tablo değerleri ile karşılaştırılmaktadır. Mutlak değer olarak hesaplanan t istatistiği, mutlak eşik tablo değerinden daha küçük ise H_0 temel hipotezi reddedilememektedir. Bu durumda serinin birim köke sahip olduğu, yani durağan olmadığı söylenmektedir. Hesaplanan t istatistiği mutlak değer olarak eşik tablo değerinden daha büyük ise H_0 temel hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda seri durağandır. Tablo 3.3.1 ve Tablo 3.3.2’de modelde kullanılan değişkenlere ait ADF birim kök testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 3.3.1. Gelişmiş Ülkeler İçin ADF Test Sonuçları

	t-istatistiği		Kritik Değer
	I (0) - Düzey	I (1) - Birinci Fark	
Amerika			
CA	-1.128	-4.819	-3.485
FA	-1.863	-11.702	-3.485
FDI	-3.390	-7.471	-3.484
PI	-2.904	-6.501	-3.488
OI	-2.520	-7.232	-3.486
GDP	-2.711	-5.477	-3.488
RER	-3.046	-4.200	-3.486
İngiltere			
CA	-1.866	-4.379	-3.486
FA	-2.225	-7.915	-3.484
FDI	-4.579		-3.483
PI	-1.969	17.568	-3.483
OI	-2.473	-10.766	-3.483
GDP	-2.007	-4.742	-3.488
RER	-3.147	-6.133	-3.486
Japonya			
CA	-3.139	-7.607	-3.496
FA	-3.923		-3.496
FDI	-1.155	-4.979	-3.503
PI	-3.492	-7.442	-3.500
OI	-3.990		-3.502
GDP	-2.041	-4.723	-3.497
RER	-3.349	-6.797	-3.504

Not: Kritik değerler %1 anlamlılık seviyesindeki test istatistiğini ifade etmektedir.

Tablo 3.3.2. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin ADF Test Sonuçları

	t-istatistiği		Kritik Değer
	I (0) - Düzey	I (1) - Birinci Fark	
Türkiye			
CA	-2.950	-5.416	-3.699
FA	-1.155	-11.615	-3.737
FDI	-1.558	-12.436	-3.737
PI	-3.405	-5.700	-3.699
OI	-3.351	-4.808	-3.699
GDP	-1.074	-5.131	-3.699
RER	-5.676		-3.788
Çek Cum.			
CA	-1.433	-4.656	-3.661
FA	-4.074		-3.661
FDI	-3.416	-8.670	-3.661
PI	-4.281		-3.670
OI	-4.030		-3.689
GDP	-2.402	-7.831	-3.661
RER	-4.197		-3.670
Şili			
CA	-1.881	-9.815	-3.605
FA	-2.876	-6.879	-3.592
FDI	-1.805	-5.625	-3.592
PI	-6.266		-3.592
OI	-2.703	-7.540	-3.626
GDP	-2.531	-4.195	-3.592
RER	-1.417	-6.158	-3.610
Bulgaristan			
CA	-1.224	-12.951	-4.498
FA	-3.694	-5.472	-4.440
FDI	-4.784		-4.416
PI	-3.813	-6.224	-4.416
OI	-5.867		-4.416
GDP	-3.449	-7.056	-4.416
RER	-1.437	-4.715	-4.532
Malezya			
CA	-2.567	-4.298	-4.252
FA	-4.473		-4.252
FDI	-1.862	-12.496	-4.252
PI	-4.447		-4.296
OI	-4.661		-4.252
GDP	0.122	-4.602	-4.309
RER	-3.006	-4.409	-4.309

Not: Kritik değerler %1 anlamlılık seviyesindeki test istatistiğini ifade etmektedir.

3.3.1. Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri arasındaki nedensellik ilişkisine dair Granger nedensellik test sonuçları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Test sonuçları Amerika ve İngiltere için yüzde 1, Japonya için ise yüzde 10 anlamlılık düzeyinde cari işlemler dengeleri sermaye hareketlerinin nedeni olduğuna işaret etmektedir.

Tablo: 3.3.1.1: Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler	
		CA	FA
Amerika (1) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		6.79 (0.00)*
	FA	0.02 (0.86)	
İngiltere (5) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		19.98 (0.00)*
	FA	4.86 (0.30)	
Japonya (1) (1983 Ç1:2008 Ç4)	CA		2.70 (0.09)***
	FA	0.36 (0.54)	

Not: CA ve FA cari işlemler dengesi ve net sermaye girişlerinin ülkelerin GSYH'sına oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5 ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki "p" değerlerini temsil etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler örneğinde ise, Şili dışındaki tüm ülkelerde sermaye hareketlerinin cari işlemler dengelerinin nedeni olduğu gözlenmektedir. Test sonuçları Türkiye ve Malezya'da yüzde 1, Bulgaristan ve Çek Cumhuriyeti'nde yüzde 10 anlamlılık seviyelerine işaret etmektedir.

Tablo: 3.3.1.1: Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri için Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler	
		CA	FA
Türkiye (3) (1992 Ç1:2008 Ç4)	CA		6.24 (0.11)
	FA	17.31 (0.00)*	
Çek Cum. (1) (1996 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.46 (0.5)
	FA	3.20 80.07)***	
Şili (1) (1997 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.26 (0.61)
	FA	0.8 (0.41)	
Bulgaristan (2) (2003 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.65 (0.48)
	FA	4.82 (0.03)**	
Malezya (3) (1999 Ç1:2007 Ç4)	CA		7.35 (0.11)
	FA	17.25 (0.00)*	

Not: CA ve FA cari işlemler dengesi ve net sermaye girişlerinin ülkelerin GSYH'sına oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5) ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki "p" değerlerini temsil etmektedir.

3.3.2. Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar Arasındaki Nedensellik İlişkisi

Önceki bölümde yer alan Granger nedensellik testlerinde sermaye hareketleri; net doğrudan yatırımlar, net portföy yatırımları ve net diğer yatırımların toplamı şeklinde ifade edilmiştir. Bununla birlikte, sermaye hareketlerinin alt kalemleri cari işlemler dengesine farklı şekillerde etki edebilmektedir. Bu nedenle sermaye hareketlerinin alt kalemleriyle cari işlemler dengeleri arasındaki nedensellik ilişkisin incelemek amacıyla yeniden VAR modeli oluşturulmuştur.

Gelişmiş ülkeler için cari işlemler dengesi ve sermaye hareketlerinin alt kalemlerine ilişkin test sonuçları Tablo 3.3.2.1’de gösterilmiştir. Sonuçlar, tüm gelişmiş ülkeler için cari işlemler dengesinin sermaye hareketlerinin en az bir kaleminin nedeni olduğuna işaret etmektedir.

Tablo: 3.3.2.1: Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar İçin Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler			
		CA	FDI	PI	OI
Amerika (5) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		12.66 (0.05)**	12.59 (0.03)**	6.60 (0.25)
	FDI	6.36 (0.38)		3.70 (0.59)	10.98 (0.05)**
	PI	9.80 (0.08)**	11.56 (0.04)**		7.68 (0.17)
	OI	5.38 (0.37)	14.12 (0.01)*	11.6 (0.04)**	
İngiltere (3) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		3.20 (0.36)	0.82 (0.84)	8.82 (0.03)**
	FDI	2.50 (0.46)		1.40 (0.70)	5.24 (0.15)
	PI	3.26 (0.35)	2.76 (0.42)		6.53 (0.09)***
	OI	1.86 (0.60)	4.88 (0.18)	2.40 (0.49)	
Japonya (6) (1977 Ç1:2008 Ç4)	CA		5.24 (0.38)	10.67 (0.06)***	6.64 (0.25)
	FDI	7.19 (0.30)		10.53 (0.06)***	1.49 (0.91)
	PI	3.59 (0.60)	11.97 (0.04)**		28.92 (0.00)*
	OI	7.04 (0.21)	2.34 (0.80)	63.30 (0.00)*	

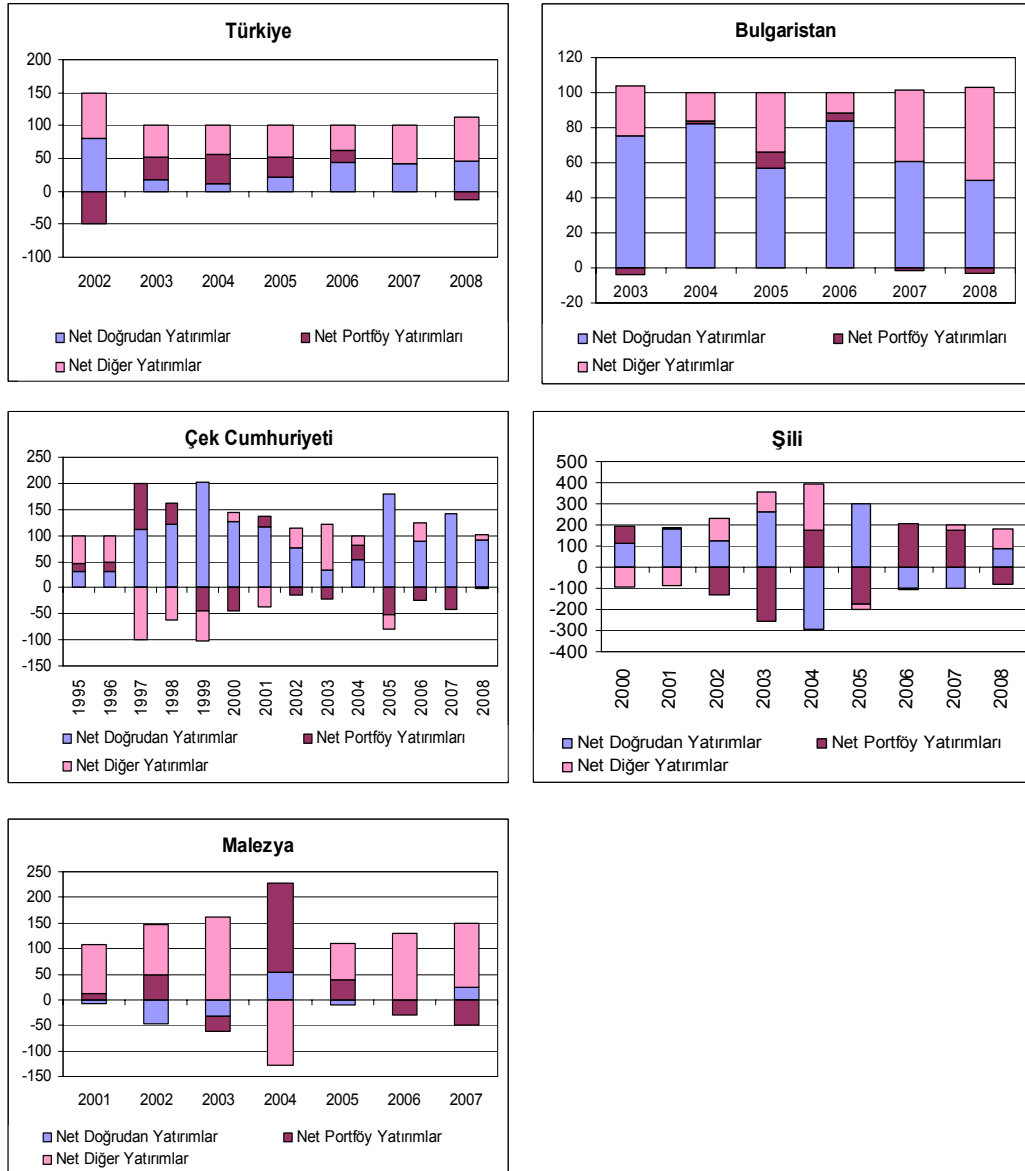
Not: CA, FDI, PI ve OI sırasıyla; cari işlemler dengesi, net doğrudan yatırımlar, net portföy yatırımları ve net diğer yatırımların ülkelerin GSYH’sına oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5 ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki “p” değerlerini temsil etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler örneğinde de test sonuçları tüm ülkelerde sermaye hareketlerinin en az bir kaleminin cari işlemler dengesinin nedeni olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin alt kalemleri ile cari işlemler dengesi arasında karşılıklı nedensellik ilişkisinin olduğu durumlarda dikkat çekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik Granger nedensellik test sonuçları değerlendirilirken ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin kompozisyonu da dikkate almak yararlı olacaktır. Grafik 3.3.2.1’de örnekte yer alan

gelişmekte olan ülkelerde net doğrudan yatırımlar, net portföy yatırımları ve net diğer yatırımlar kalemlerinin toplam net sermaye girişleri içindeki payı gösterilmektedir.

Grafik 3.3.2.1: Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Hareketlerinin Kompozisyonu (Toplam İçindeki % Pay)



Kaynak: Uluslararası Finansal İstatistikler Veri Tabanı (Ekim 2009)

Grafikten görüldüğü üzere Türkiye’de net doğrudan yatırımlar ve özellikle bankacılık sektörü ve banka dışı özel sektörün yurtdışından

kullandığı uzun vadeli kredilerden oluşan diğer yatırımlar kalemleri sermaye hareketlerinin kompozisyonunda önemli paya sahiptir. Türkiye için Granger nedensellik testi sonuçları da net portföy yatırımlarının yüzde 10, net diğer yatırımların ise yüzde 5 anlamlılık seviyesinde cari işlemler açığının nedeni olduğuna işaret etmektedir.

Tablo: 3.3.2.2: Cari İşlemler Dengesi, Net Doğrudan Yatırımlar, Net Portföy Yatırımları ve Net Diğer Yatırımlar İçin Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler			
		CA	FDI	PI	OI
Türkiye (2) (2002 Ç1:2008 Ç4)	CA		1.25 (0.53)	8.60 (0.01)*	0.10 (0.95)
	FDI	2.96 (0.22)		10.39 (0.01)*	0.59 (0.74)
	PI	5.08 (0.07)***	6.86 (0.03)**		0.48 (0.79)
	OI	6.83 (0.03)**	1.54 (0.46)	32.59 (0.00)*	
Çek Cum. (1) (1996 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.98 (0.32)	0.03 (0.87)	1.04 (0.30)
	FDI	3.5 (0.06)***		0.58 (0.21)	0.89 (0.35)
	PI	0.77 (0.38)	0.3 (0.43)		1.03 (0.31)
	OI	0.28 (0.59)	0.38 (0.54)	2.93 (0.08)***	
Şili (1) (1997 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.52 (0.47)	1.11 (0.29)	0.11 (0.74)
	FDI	0.13 (0.72)		1.44 (0.23)	0.39 (0.53)
	PI	2.49 (0.11)	7.30 (0.01)*		3.01 (0.08)***
	OI	2.96 (0.09)***	0.22 (0.63)	0.01 (0.94)	
Bulgaristan (2) (2003 Ç1:2008 Ç4)	CA		1.34 (0.48)	2.98 (0.24)	1.24 (0.27)
	FDI	4.78 (0.04)**		0.61 (0.73)	3.74 (0.06)***
	PI	0.65 (0.44)	0.74 (0.56)		0.44 (0.72)
	OI	4.65 (0.05)**	0.96 (0.62)	2.99 (0.23)	
Malezya (1) (1999 Ç1:2007 Ç4)	CA		0.09 (0.76)	0.87 (0.35)	0.32 (0.86)
	FDI	0.30 (0.86)		0.49 (0.47)	1.23 (0.27)
	PI	6.39 (0.04)**	0.04 (0.86)		3.96 (0.07)***
	OI	5.96 (0.05)**	0.21 (0.65)	2.10 (0.17)	

Not: CA, FDI, PI ve OI sırasıyla; cari işlemler dengesi, net doğrudan yatırımlar, net portföy yatırımları ve net diğer yatırımların ülkelerin GSYH'sına oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5 ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki "p" değerlerini temsil etmektedir.

Grafikte dikkat çeken diğer bir nokta Bulgaristan ve Çek Cumhuriyeti'nde net doğrudan yatırımların toplam sermaye girişleri içindeki

payının oldukça yüksek olmasıdır. Bu ülkeler, 1990'ların başında piyasa sistemine geçişle birlikte yüksek oranlı cari işlemler açıkları vermişlerdir. 1990'ların ortalarına kadar ülkelerin üretimlerinin düşmesi, piyasa sistemine geçişin tam olarak yapılamaması, ticaret hadlerinin düşmesi ve bölge ülkeleri arasındaki ticaretin çöküşü cari açıkların artmasına neden olmuştur. Söz konusu ülkelerde AB ile müzakerelerin başlaması sonucu güven ortamı oluşmuş yabancı sermaye yatırımları artmıştır. Yabancı sermaye girişlerindeki artış, ihracata dönük yatırımları arttırması yoluyla cari işlemler üzerinde pozitif bir etki yapsa da, yatırımcıların ülkelere yaptıkları büyük miktarlardaki kar transferleri cari açığın artmasına neden olmuştur. Ayrıca, yüksek oranlı sermaye girişlerinin kur üzerinde yarattığı baskı ile aşırı değerli yerli para ve artan iç talep de dış ticaret açığını artırarak cari açığın yükselmesine katkıda bulunmuştur. Nitekim, test sonuçları da, Bulgaristan için net doğrudan yatırımlar ve net diğer yatırımların yüzde 10 anlamlılık seviyelerinde, Çek Cumhuriyeti için ise doğrudan yatırımların yüzde 10 anlamlılık seviyesinde cari işlemler dengesinin nedeni olduğunu göstermektedir.

Malezya için test sonuçları net diğer yatırımlar ve net portföy yatırımların yüzde 5 anlamlılık seviyesinde cari açığın nedeni olduğuna işaret etmiştir. Öte yandan, Tablo 3.3.1.'de Şili için cari denge ve sermaye hareketleri arasında nedensellik ilişkisi elde edilememesine rağmen, sermaye hareketlerinin alt kalemleri ile yapılan çalışmalarda diğer yatırımların yüzde 10 anlamlılık düzeyinde cari açığın nedeni olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.3.3. GSYH ve Reel Döviz Kuru Değişkenleri Eklenecek Yapılan Değerlendirmeler

Yukarıdaki tablolarda açıklanan nedensellik analizleri eksik (kayıp) gözlemler nedeniyle yanlı (biased) sonuçlar verebilir. Bu nedenle çalışma

ülkelerin reel döviz kurları (RER) ve milli gelirleri (GDP) eklenerek yeniden değerlendirilmiştir.

Döviz kurlarındaki aşırı değerlenmeler cari işlemler açıklarını derinleştirebilmekte ve yurtiçi faiz oranlarının görece yüksek olması nedeniyle sermaye girişlerini özendirebilmektedir. Milli gelir artışları ise bir yandan ithalatı artırmak suretiyle cari işlemler açıklarının derinleşmesine sebep olurken bir yandan da yurtiçinde karlı yatırım olanaklarının artması sebebiyle sermaye girişlerini teşvik edici etki yapabilmektedir.

Tablo: 3.3.3.1: Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri İçin Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmiş Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler	
		CA	FA
Amerika (3) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		4.9 (0.02)**
	FA	0.05 (0.81)	
	GDP	2.99 (0.08)***	0.00 (0.94)
	RER	1.52 (0.21)	0.16 (0.68)
İngiltere (1) (1976 Ç1:2008 Ç4)	CA		6.72 (0.01)*
	FA	0.42 (0.57)	
	GDP	3.99 (0.04)**	4.41 (0.04)**
	RER	2.64 (0.10)	0.31 (0.58)
Japonya (5) (1977 Ç1:2008 Ç4)	CA		11.18 (0.02)**
	FA	2.22 (0.69)	
	GDP	3.29 (0.51)	16.29 (0.04)**
	RER	0.87 (0.92)	4.40 (0.35)

Not: CA ve FA sırasıyla; cari işlemler dengesi ve net sermaye girişlerinin ülkelerin GSYH'sına oranını, GDP ve RER ise reel GSYH ve reel döviz kurunun bir önceki yılın aynı dönemine göre değişim oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5 ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki "p" değerlerini temsil etmektedir.

Tablo 3.3.3.1 ve Tablo:3.3.3.2'de test sonuçlarına ilişkin bilgiler verilmiştir. Örneklemdeki tüm gelişmiş ülkeler için test sonuçları Tablo:

3.3.1.1'deki bulguları destekler niteliktedir. Gelişmekte olan ülkeler için ise Şili dışındaki tüm ülkelerde test sonuçları Tablo: 3.3.1.2'de elde edilen bulguları desteklemektedir.

Tablo: 3.3.3.2: Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Hareketleri İçin Granger Nedensellik Testi Sonuçları (Gelişmekte Olan Ülkeler)

	Gecikmeli Değişkenler	Bağımlı Değişkenler	
		CA	FA
Türkiye (5) (2001 Ç1:2008 Ç4)	CA		0.64 (0.42)
	FA	6.61 (0.01)*	
	GDP	2.44 (0.11)	3.98 (0.04)**
	RER	0.19 (0.65)	3.76 (0.05)**
Çek Cum. (3) (1996 Ç1:2003 Ç4)	CA		4.03 (0.27)
	FA	8.82 (0.03)**	
	GDP	7.62 (0.05)**	7.79 (0.05)**
	RER	6.06 (0.10)	0.99 (0.80)
Şili (4) (1997 Ç1:2008 Ç4)	CA		1.39 (0.84)
	FA	6.50 (0.09)***	
	GDP	0.83 (0.93)	1.23 (0.87)
	RER	5.43 (0.05)***	0.43 (0.98)
Bulgaristan (1) (2003 Ç1:2008 Ç4)	CA		1.10 (0.90)
	FA	4.25 (0.04)**	
	GDP	0.86 (0.33)	0.95 (0.36)
	RER	0.09 (0.75)	2.96 (0.57)
Malezya (4) (1999 Ç1:2007 Ç4)	CA		10.92 (0.02)**
	FA	16.29 (0.00)*	
	GDP	1.35 (0.93)	2.89 (0.54)
	RER	3.25 (0.31)	3.01 (0.49)

Not: CA ve FA sırasıyla; cari işlemler dengesi ve net sermaye girişlerinin ülkelerin GSYH'sına oranını, GDP ve RER ise reel GSYH ve reel döviz kurunun bir önceki yılın aynı dönemine göre değişim oranını ifade etmektedir. Ülke isimlerinin yanında parantez içerisindeki ilk ifade Chi-square serbestlik derecesini, ikinci ifade ise veri setinin başlangıç ve bitiş tarihlerini simgelemektedir. Modifiye edilmiş Wald Test istatistiklerinin yanındaki parantezler ise: (*) %1, (**) %5 ve (***) % 10 anlamlılık seviyelerindeki "p" değerlerini temsil etmektedir.

SONUÇ

Bu çalışmada sermaye hareketleri ve cari işlemler dengesi ilişkisi ülke karşılaştırmalı analizlerle incelenmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede finansal serbestleşme kavramı tanımlanmış, finansal serbestleşmeyle birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelere doğru hızlı bir artış gösteren sermaye hareketlerini etkileyen faktörler ve politika tepkileri irdelenmiş, cari işlemler dengesine yönelik teorik yaklaşımlar açıklanmış ve sermaye hareketlerinin cari işlemler dengesine etkileri ülke deneyimleriyle teorik ve ampirik boyutuyla ele alınmıştır.

Finansal serbestleşme uluslararası sermaye hareketlerinin yüksek boyutlara ulaşmasında önemli rol oynamıştır. Nitekim, birçok gelişmekte olan ülkenin sermaye hesabını serbestleştirdiği 1990'lı yıllardan günümüze kadar olan dönemde sermaye akımları incelendiğinde iki önemli sermaye akımı dalgasının ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. Özellikle 2000'li yıllarda oluşan sermaye akımları dalgasının 1990'lı yıllarda oluşan dalgadan en önemli farkları, sermaye girişlerinin daha fazla ülkeyi kapsaması, sermaye hareketlerinin miktarının artması ve ülkelerin rezerv birikimlerinde önemli artışlar yaşanması olmuştur. Ayrıca son yirmi yılda sermaye hareketlerinin nitelik ve boyutları da değişim göstermiştir. Geçmiş dönemlerde farklı olarak, gelişmekte olan ülkelere yönelik doğrudan yabancı sermaye girişleri çarpıcı biçimde artmış; uluslararası yatırımcı profili de önemli ölçüde değişmiştir.

Uluslararası sermaye akımlarının boyutları ve niteliğindeki değişimler cari işlemler dengelerini de önemli ölçüde etkilemiştir. Özellikle 2000'li yıllarda yaşanan yoğun sermaye girişleriyle beraber gelişmekte olan ülkelerin cari işlemler dengelerindeki ayrışma daha da belirginleşmiştir. Nitekim, söz konusu dönemde gelişmekte olan Asya, Latin Amerika ve

Afrika ülkelerinde cari işlemler fazlaları verilirken gelişmekte olan Avrupa ülkelerinde cari işlemler açıkları derinleşmiştir.

Bu çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin serbestleşmesinden sonra sermaye hareketleri ve cari işlemler dengeleri arasındaki ilişki nedensellik Granger nedensellik testi çerçevesinde incelenmiştir. Test sonuçları gelişmiş ülkeler için sermaye hareketlerinin talep yönlü faktörlerce belirlendiğini; diğer bir ifadeyle gelişmiş ülkelerde cari işlemler dengesinin sermaye hareketlerinin nedeni olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu sonucun tam tersi geçerlidir. Söz konusu ülkelerde artan sermaye akımları cari işlemler dengesizliklerine neden olmaktadır. Sermaye hareketleri ile cari işlemler dengeleri arasındaki nedensellik ilişkisi, sermaye hareketlerinin alt kalemleri itibarıyla ve GSYH ve reel döviz kuru değişkenleriyle de sınanmış ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için aynı sonuçlar elde edilmiştir.

Sonuç olarak, sermaye hareketleri ile cari işlemler dengeleri arasındaki ilişkinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılaşması, gelişmekte olan ülkelerde yoğun sermaye girişlerini absorbe edecek finansal sistem oluşmadan ve makroekonomik temeller sağlamlaştırılmadan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin çok sağlıklı olmadığı yönündeki görüşleri desteklemektedir. Nitekim, gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler açıkları büyük oranda dış ticaret açığından kaynaklanmaktadır. Yoğun sermaye girişleri ulusal para birimlerinin değerlendirilmesine yol açarak ithalatı özendirmekte ve ülkelerin cari işlemler açıklarının bozulmasına neden olabilmektedir.

KAYNAKÇA

ACCRA, Ghana. (2005). **Capital Flows and Current Account Sustainability in African Economies**. United Nations Economic Commission for Africa. Economic and Social Policy Division (ESPD).

AKTAN, O., (2000). **Bölgesel Bütünleşmeler**. Hacettepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, 18(1), 29-37.

AKYÜZ, Yılmaz. BORATAV, Korkut. (April 2002). **The Making of the Turkish Financial Crisis**. United Nations Conference on Trade and Development. Discussion Paper. No: 158.

AKYÜZ, Yılmaz. CORNFORD, Andrew. (1999). **Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System**. UNCTAD/OSG/DP/143.

ALTUNOĞLU, Ender. GÜLOĞLU, Bülent. (Ekim 2002). **Finansal Serbestleşme Politikaları Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri**. İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27.

ARIZE, C. AGUSTINE. Elias, C. GRİVOYANNİS. IOANNİS, N. KALLIANİOTİS ve VALERİE, Englander. (2000). **The Traditional Approach To The Balance Of Payments Adjustment Under Flexible Exchange Rates**. Balance Of Payments Adjustment Chapter 13, Greenwood Pres, London.

BACCHETTA, Philippe ve WİNCOOP, Eric van. (1998). **Capital Flows to Emerging Markets Liberalization, Overshooting, and Volatility**. NBER Working Paper No. 6530.

BALASSA, Bela. (1989). **Financial Liberalization in Developing Countries**. Background paper for the 1989 World Development Report.

BECKER, Chris. (2003). **International Capital Movements From an Australian Perspective**. The SEACEN Centre. Occasional Papers No:37.

BECKER, Chris. NOONE, Clare. (2007). **Volatility and Persistence of Capital Flows**. BIS Working Papers No:42.

BEKAERT, G., HARVEY, C.R. (2000). **Foreign Speculators and Emerging Equity Markets**. Journal of Finance. Vol. 55 (2), 565-613.ss.

BEKTAŞ, Volkan. (2007). **Cari İşlemler Dengesi ve Cari Açıkların Sürdürülebilirliği**. Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi.

BORDO, Michael D.. EİCHENGREEN, Berry. (January 2002). **Crisis Now and Then: What Lessons From the Last Era of Financial Globalization?**. NBER Working Paper. No:8716.

BRONER, Fernando. VENTURA, Jaume. (October 2008). **Rethinking the Effects of Financial Liberalization**. Presented at the 9th Jacques Polak Annual Research Conference.

CALVO, Guillermo A.. LEIDERMAN, Leonardo. ve Reinhart, Carmen M.. (1994). **Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects**. Inter-American Development Bank Working Paper 302.

CARDARELLI, Roberto. ELEKDAĞ, Selim. ve KÖSE, Ayhan. (2009). **Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses**. IMF Working Paper 09/40.

CHINN, M. ve PRASAD, E. (2003). **Medium-term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration**. Journal of International Economics, 59,47–76.

ÇETİNKAYA, Murat. KABAKLARLI, Esra. KUBAR, Yeşim. (2008). **Finansal Krizler ve G-8 Ülkelerinin Finansal Krizlerin Yayılmasında Etkileri**. Konferans Metni.

ÇULHA, Ali. (2005). **A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows Into Turkey**. CBRT Research and Monetary Policy Department. Working Paper No:06/05.

DASGUPTA, Dipak. RAHTA, Dilip. (2000). **What Factors Appear to Drive Private Capital Flows to Developing Countries? And How Does Official Lending Respond?**. World Bank Policy Research Working Paper 2392.

DEMİRGÜÇ-KUNT, Aslı, DETRAGIACHE, Enrica. (1998). **Financial Liberalization and Financial Fragility**. IMF WP/98/83.

EDWARDS, Sebastian. (May 2001). **Does the Current Account Matter**. National Bureau of Economic Research. Working Paper 8275.

ERKİLİÇ, Serdar. (2006). **Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri**. TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi. Ankara.

FARİA, André. MAURO, Paolo. MİNNONİ, Martín. ZAKLAN, Aleksandar. (2006). **The External Financing of Emerging Market Countries:**

Evidence from Two Waves of Financial Globalization. IMF Working Paper 06/205.

FRENKEL, Roberto. (1998). **Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America.** Center for Economic Policy Analysis Working Paper No. 1.

FREUND, C. L. (2000). **Current Account Adjustment in Industrialized Countries.** Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers ,No. 692.

GAVIN, Michael. HAUSMANN, Ricardo. (1996). **The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context.** Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist Working Paper 318.

GHOSH, Atish. GORETTI, Manuela. JOSHI, Bikas. RAMAKRISHNAN, Uma. THOMAS, Alun. ve ZALDUENDO, Juan. (2008). **Capital Inflows and Balance of Payments Pressures—Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies.** IMF Policy Discussion Paper.

GHOSH, Jayati. (2005). **The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries.** DESA Working Paper No. 4.

GLICK, Reuven, HUTCHISON, Michael. (2005). **Capital Controls and Exchange Rate Instability in Developing Economies.** Pacific Basin Working Paper Series. Working Paper No. PB00-05.

Global Development Finance. (2007). **Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects.** Pp:35-70.

GOURINCHAS, Pierre-Olivier. JEANNEX, Olivier. (2007). **Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle**. NBER Working Paper No. 13602.

GRIFFITH -Jones, Stephany. (2000). **International Capital Flows to Latin America**. University of Sussex HOL/97/6034.

GRIFFITH-Jones, Stephany. LEAPE, J.. (2002). **Capital Flows to Developing Countries: Does the Emperor Have Clothes?**. QEH Working Paper Series No:89.

GRUBEN, William. GOULD, David ve ZARAGAZA, Carlos. (1995). **Exchange Rates, Capital Flows and Monetary Policy in a Changing World Economy**. Boston: Kluwer Academic Pbl, Sf:165-210.

HAQUE, Nadeem Ul. MATHIESON, Don Ald. ve SHARMA, Sunil. (1997). **Causes of Capital Inflows and Policy Responses to Them**. Finance and Development. Pp:3-6.

HENRY, Peter Blair. (2000). **Capital-Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth**. NBER Working Paper 9488.

HENRY, Peter Blair. (2006). **Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation**. NBER Working Paper 12698.

HERRMANN, Sabine. (May 2008). Winkler, Adalbert. **Financial Markets and the Current Account Emerging Europe versus Emerging Asia**. Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series No: 05/2008.

IMF Global Financial Stability Report. (September 2003). Chapter 4. **Volatility of Private Capital Flows to Emerging Markets**.

IMF Global Financial Stability Report. (September 2007). Chapter 3: **The Quality of Domestic Financial Markets and Capital Inflows.**

IMF International Capital Markets. (2000). Chapter 3. **Emerging Market Financing.**

IMF World Economic Outlook. (October 2007). Chapter 3. **Managing Large Capital Inflows.**

İNSEL, Aysun, SUNGUR, Nesrin. (2000). **Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989-III-1999-IV.** ODTÜ IV. Uluslararası İktisat Kongresi Konuşma Metni.

KAMINSKY, Graciela L.. ve REINHART, Carmen M.. (May 1998). **Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now.** The American Economic Review. Vol. 88. No. 2. Pp. 444-448.

KAMINSKY, Graciela L.. REINHART, Carmen M.. Végh, Carlos A.. (2004). **When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies.** NBER Working Paper 10780.

KAMINSKY, Graciela L.. SCHMUKLER, Sergio L.. (March 1999). **What Triggers Market Jitters? A Chronicle of The Asian Crisis.** World Bank Policy Research Working Paper: 2094.

KAR, Muhsin. TATLISÖZ, Fatma. (2008). **Türkiye’de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi.** KMU İİBF Dergisi Yıl:10 Sayı:14.

KAWAI, Masahiro. TAKAGİ, Shinji. (March 2008). **A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows.** ADB Institute Discussion Paper No. 100.

KÖSE, M. Ayhan. PRASAD, Eswar. ROGOFF, Kenneth ve WEI, Shang-Jin. (March 2003). **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**. IMF Working Paper.

KÜBALI, Volkan. (Ağustos 2000). **1994-95 Meksika Krizi**. Kamu Yönetimi Dünyası Dergisi. Sayı:11.

LEIDERMAN, Leonardo. CALVO, Guillermo ve REINHART, Carmen. (1993). **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America**. IMF Staff Paper. 40(1), Sf: 108-151.

MATTOO, Aaditya. SUBRAMANIAN, Arvind. (2009). **Criss-Crossing Globalization : Uphill Flows of Skill-Intensive Goods and Foreign Direct Investment**. Policy Research Working Paper Series 5047, The World Bank.

MAURO, Paolo. DELL'ARICCIA, Giovanni. GIOVANNI, Julian di. FARIA, André. KÖSE, Ayhan. SCHINDLER, Martin. ve TERRONES, Marco. (2007). **Reaping the Benefits of Financial Liberalization**. International Monetary Fund.

MENDOZA, Enrique G.. QUADRINI, Vincenzo. (October 2009). **Financial Globalization, Financial Crises and Contagion**. NBER Working Paper:15432.

MONTIEL, Peter. REINHART, Carmen M.. (2001). **The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s**. MPRA Paper from University Library of Munich, Germany.

MORAN, Theodore H. Moran , GRAHAM, Edward M. ve BLOMSTROM Magnus. (2005). **Does Foreign Direct Investment Promote Development?** ISBN paper.

MORENO, R. (2000). **What Explains Capital Flows**. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter 2000 - 22 Eriřim: <http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/2000/el2000-22.html>.

NDIKUMANA, Léonce. (2005). **Can macroeconomic policy stimulate private investment in South Africa? New insights from aggregate and manufacturing sector-level evidence**. Working Papers 2005-14, University of Massachusetts Amherst, Department of Economics.

OBSTFELD, Maurice. KENETH, Rogoff. (1994). **Intertemporal Approach to The Current Account**. NBER Working Paper, No.4893

OCAMPO, José Antonio. (December 2007). **The Macroeconomics of the Latin American Economic Boom**. Cepal Review 93. Pp. 7-28.

OCAMPO, José Antonio. (November 2008). **The End of the Latin American Boom**. James A. Becker III Institute for Public Policy Rice University.

OECD Economic Outlook 82. Chapter 3: **Corporate Saving and Investment: Recent Trends and Prospects**.

ÖTKER-ROBE, İnci. POLAŃSKI, Zbigniew. TOPF, Barry. ve VÁVRA, David. (2007). **Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries**. IMF Working Paper 07/190.

PARK, Donghyun ve SHIN, Kwanho.(April 2009). **Saving, Investment and Current Account Surplus in Developing Asia**. Asian Development Bank Working Paper Series, No:158.

PRASAD, S. Eswar. (July 2009). **Rebalancing Growth in Asia**. Cornell University, Brookings Institution, NBER and IZA. Discussion Paper No. 4298.

REINHART, Carmen ve MONTEIL, Peter. (2001). **The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s**. MPRA Paper No. 7577

RODRİK, D. (1998). **Who Needs Capital- Account Convertibility?**. Essay in International Finance.

SAĞLAMER, Erdem. (2003). **Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi**. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Uluslararası İşletmecilik Yüksek Lisans Tezi.

SCHMITZ, Martin. (2009). **Financial Reforms and Capital Flows to Emerging Europe**. Institute for International Integration Studies Discussion Paper. No: 278.

SCHMUKLER, Sergio L. (2004). **Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries**. Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review.

SCHROOTEN, Mechthild ve STEPHAN, Sabine. (April 2001). **Savings in Central Eastern Europe**. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung. Discussion Paper No. 250.

SHELBURNE, C. Robert. (June 2008). **Current Account Deficits in European Emerging Markets**. UNECE Discussion Paper Series. No: 2008.2.

SIRTAINE, Sophie. SKAMNELOS, Ilias. (July 2007). **Credit Growth in Emerging Europe a Cause for Stability Concerns?**. The World Bank Europe and Central Asia Region Finance and Private Sector Development Unit. Policy Research Working Paper: 4281.

T.C. Pretoria Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği. (Mayıs 2006). **Güney Afrika Cumhuriyeti'nin Genel Ekonomik Durumu ve Türkiye İle Ticari – Ekonomik İlişkileri.**

TİRYAKİ, Tolga. (2002). **Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar, Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği.** TCMB Çalışma Tebliği No:8.

TODA H. Y., & YAMAMOTO, T. (1995). **Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes.** Journal of Econometrics, 66, 225–250.

TÜRSOY, Turgut. (2008). **Sermaye Hesabı Liberalizasyonu: Teorik Bir İnceleme.** Doğu Üniversitesi Dergisi. Sf:217-231.

United Nations Trade and Development Report 2008. Chapter III: **International Capital Flows, Current Account Balances and Development Finance.** Pp. 51-76.

UYGUR, Ercan. (2001). **Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri.** Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni. 2001/1.

WONG, C.-H. Ve CARRANZA, L. (1999). **Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results.** IMF Staff Papers, 46(2),225–238.

World Economic Situation and Prospects 2009. Chapter 3: Financing for Development.

World Investment Directory, Volume X, Africa 2008.

WYPLOSZ, Charles. (2001); **How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?**. G-24 Discussion Paper Series.

EK 1- ÖDEMELER DENGESİ TANIMLARI¹²

A. CARI İŞLEMLER HESABI: Bir ekonomide, yurtiçi yerleşikler ile yurtdışı yerleşikler arasındaki mal ve hizmet akımları, faktör gelir ve giderleri ile karşılıksız transferlerin izlendiği hesaptır.

- **DIŞ TİCARET DENGESİ:** Bir ülkenin herhangi bir dönemde (genellikle bir yılda) yaptığı ihracat toplamının ithalat toplamı ile karşılaştırılmasıdır.

- Genel Mal Ticareti: Milli sınırlardan giren ya da çıkan tüm malları dikkate alan mal ticaretidir.

- İhracat f.o.b.: Mal bedelinden mal gemiye yükleninceye kadar yapılan masraflar çıkartılarak hesaplanan ihracat bedelidir. Diğer bir deyişle, sigorta ve navlun hariç tutularak hesaplanan ihracat bedelidir.

- o Bavul Ticareti: Bavul ticareti, kişiler ve grupların satın aldıkları malları bir ülkeden bir başka ülkeye çoğu zaman valiz ya da bagajlarında tekrar satmak üzere götürmeleridir. Bavul ticareti, 1990'lı yıllarda Rusya'dan Türkiye'ye ayda birden fazla giriş yapan kişilerin bu amaçla yaptığı ziyaretlerden kaynaklanmıştır. Doğu Avrupa ülkelerinden gelen ziyaretçiler satın aldıkları

¹² Ödemeler Dengesi tanımları Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve IMF Ödemeler Dengesi El Kitabı'ndan derlenerek hazırlanmıştır.

malları, beraberinde götürürken herhangi bir gümrük sınırlaması ile karşılaşmamaktadırlar. Gelişmeye başladığı yıllarda hacmi düşük seyreden bavul ticareti, daha sonraki yıllarda hızlı bir büyüme göstererek ödemeler dengesi içinde önemli bir kalem haline gelmiştir.

- o Diğer Mallar: İhracat rakamlarının içindeki altın verileri ve limanlarda sağlanan yakıt ve kumanya verileri bu kalemde değerlendirilmektedir. Parasal olmayan altın ihracatı ile limanlardan sağlanan mallar ihracatı toplamının ters işaretlisi söz konusu kalem değeri olarak girilmektedir.
- İthalat f.o.b.: Mal bedelinden, sigorta, navlun ve parasal olmayan altın ithalatı ile limanlarda sağlanan yakıt ve kumanya verilerinin çıkartılmasıyla hesaplanan ithalat bedelidir.
 - o İthalat c.i.f.: Mal bedelinden mal gemiye yükleninceye kadar yapılan masraflar (navlun, sigorta) dahil edilerek hesaplanan ithalat bedelidir. Mal bedeli, sigorta ve navlun dahil ithalattır.
 - o Uyarlama Navlun ve Sigorta: İthalat c.i.f. olarak değerlendirilen ithalat rakamlarının içindeki navlun ve sigorta bu kalemde değerlendirilmektedir.
 - o Uyarlama Diğer Mallar: İthalat rakamlarının içindeki altın verileri ve limanlarda sağlanan yakıt ve kumanya verileri bu kalemde değerlendirilmektedir. 2006 yıl sonu ödemeler dengesi istatistikleri açıklanırken yapılan değişikliklerle, "Genel Mal Ticareti / İthalat f.o.b. / Uyarlama: Diğer Mallar" kalemine yansıtılan Finansal Kiralama yoluyla yapılan ithalat verileri, bu işlemlerin 2006 yılından itibaren dış ticaret istatistiklerine dahil edilmesi nedeniyle söz konusu kalemden çıkarılmıştır. Bu nedenle,

parasal olmayan altın ithalatının ters işaretlisi söz konusu kalem değeri olarak girilmektedir.

- **Parasal Olmayan Altın:** Ticarete konu olan altın ihracatı ve ithalatı bu kalem altında yer almaktadır. Parasal olmayan altın, değer saklama aracı olarak kullanılan altın (altın paralar, külçe altın vs.) ve endüstriyel altın (kuyumculukta kullanılan altın gibi) olmak üzere iki alt kategoride sınıflandırılmaktadır. Merkez Bankası tarafından rezervlerinde tutulan altın stoku parasal olmayan altın kalemine dahil edilmemektedir. Söz konusu veri, sermaye ve finans hesapları altında yer alan rezervler kalemi altında gösterilmektedir.
- **Limanlarda Sağlanan Mallar:** Havayolu taşıtları tarafından havalimanlarında sağlanan yakıt, kumanya gibi malların ihracat ve ithalatı bu kalem altında gösterilmektedir. İlgili veriler yerli havayolu şirketleri ve yabancı havayolu şirketlerinin acentaları ile ikram hizmetleri veren kuruluşlardan sağlanmaktadır. 2007 yılına kadar dış ticaret istatistiklerinde gösterilen söz konusu veriler, uyarlama kalemine yansıtılarak toplam ihracat gelirlerinden düşülmektedir.
- **HİZMETLER DENGESİ**
 - **Taşımacılık:** Mal ticareti ile ilgili navlun, sigorta ve diğer dağıtımaya yönelik hizmetleri kapsamaktadır. İhracatçı ülkenin gümrük sınırlarının dışındaki taşımacılık, ithalatçı ülkenin bir yerleşigince sağlanan bir hizmet gibi değerlendirilmektedir.
 - **Navlun:** Deniz ve nehir yolu ile taşınan eşya için, taşıma hizmeti karşılığında gemi şirketine ödenen ücrete navlun denilmektedir. Navlun bedeli resmi bir tarifeye veya sözleşmeye göre tahakkuk etmektedir. Teslim şekline göre navlun satıcıya veya alıcıya ait olabilir. Navlun peşin ödenebileceği gibi (Freight Prepaid), varış

limanında da ödenebilmektedir (Freight Payable at Destination/Freight Collect). Söz konusu ödemeler deniz ticaretinde konşimento adı verilen sözleşmelerde düzenlenmektedir.

- Diğer Taşımacılık: Taşımacılar tarafından elde edilip taşımacılık ya da turizm içerisinde sınıflandırılmayan yolcu taşımacılığı gibi hizmetleri içermektedir. Yerli havayolu şirketleri ile yabancı havayolu şirketlerinin acentalarından sağlanan yolcu taşımacılığı, operasyonel kiralama, bakım onarım ve yer hizmetlerine ilişkin veriler diğer taşımacılık kaleminde gösterilmektedir. 2007 yılı öncesinde, diğer taşımacılık kalemi altında gösterilen finansal kiralama yoluyla yapılan uçak ithalat bedelleri, 2007 yılı sonrasında söz konusu kaleme gösterilmemektedir.
- Turizm: Turizm gelirleri, T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve T.C. Merkez Bankası'nın ortak çalışması kapsamında, TÜİK tarafından yürütülen "Çıkış Yapan Ziyaretçiler Anketi"nden elde edilmektedir. Anket çalışmasında ülkemizi ziyaret ederek yurtdışına çıkış yapan yabancılar ile ödemeler dengesi metodolojisi çerçevesinde yurtdışında yerleşik sayılan vatandaşlarımızın ülkemizde yaptıkları turizm harcamalarının saptanması amaçlanmaktadır. Anketler, çıkış yollarına göre hudut kapılarında milliyet bazında üçer aylık dönemleri kapsayacak şekilde yılda dört dönem olmak üzere yapılmaktadır. Anket sonucunda yabancı ziyaretçiler için milliyet bazında, geceleme yapanlar ile günübirlikçiler ayrımlarına göre ve turla gelenlerin tura ödedikleri bedellerin Türkiye'de kalan kısımları da değerlendirilerek elde edilen ortalama harcamalar; ilgili döneme ait Emniyet Genel Müdürlüğü kayıtlarından sağlanan kişi sayılarıyla genişletilmektedir. Aynı şekilde, yurtdışında yerleşik vatandaşlarımızın anketten elde edilen ortalama harcamaları, kişi sayısının saptanması için gerçekleştirilen anket sonuçları ile genişletilmektedir. Turizm giderleri ise yine TÜİK

tarafından yürütölmekte olan “Vatandaş Giriş Anketi” sonuçlarından elde edilmektedir. Üçer aylık dönemler itibariyle yapılan anket çalışmasında, yurtdışı ölkeleri ziyaret edip ölkemize giriş yapan yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yaptıkları harcamaların saptanması amaçlanmaktadır.

- İnşaat Hizmetleri: Yurtiçinde yerleşik inşaat şirketlerinin yurtdışında gerçekleştirdikleri inşaat hizmetlerine ilişkin gelirlerden oluşup, banka raporlarından elde edilmektedir.
- Finansal Hizmetler: Finansal hizmetler yerleşikler ile yerleşik olmayanlar arasında gerçekleştirilen, sigortacılık kuruluşları ve emeklilik fonları hariç finansal aracılık ve yardımcı hizmetleri kapsamaktadır. Yurtiçinde yerleşik bankaların finansal hizmet işlemler nedeniyle yurtdışında yerleşik kişilerden aldığı veya ödediği komisyon ve benzeri gelir ve giderler bu kalemde yer almaktadır. Söz konusu veriler banka raporlarından elde edilmektedir.
- Diğer Ticari Hizmetler: Yurtdışında yerleşik kişilerle gerçekleştirilen mal ticareti nedeniyle sağlanan veya ödenen komisyon ve benzeri gelir ve giderler bu kaleme kaydedilmektedir. Söz konusu veriler banka raporlarından elde edilmektedir.
- Resmi Hizmetler: Diplomatik, hükümet dış teşkilat hizmet gelir ve giderleri bu kalemde yer almaktadır. Söz konusu veriler, T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarından elde edilmektedir.
- Diğer Hizmetler: Yukarıda sayılanlar dışında kalan hizmet gelir ve giderleri bu kaleme kaydedilmektedir. Bunlar arasında ticari ve gayri ticari sigorta, posta ve kurye, telekomünikasyon, haber ajansı hizmetleri, telif hakkı ve lisans ücretleri, imtiyaz haklarına ilişkin hizmetler yer almaktadır. Telekomünikasyon ve haber ajansları

hizmetleri verileri ilgili şirketlerden, ticari sigorta verileri, TÜİK tarafından aylık olarak yapılan çalışmayla gümrük beyanname formlarıyla birlikte düzenlenen faturalardan elde edilen bilgiler çerçevesinde hesaplanmakta, diğer veriler ise T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarından elde edilmektedir.

2004 yılı başından itibaren yapılan bir değişiklikle “İnşaat Hizmetleri”, “Diğer Ticari Hizmetler” ve “Diğer Hizmetler” kalemlerinin saptanma yöntemi değiştirilmiştir. Daha önceki yöntemde, söz konusu kalemlerin bir kısmını, bankalardan alınan raporlar çerçevesinde, Türkiye’de yerleşik kişiler tarafından açılan döviz tevdiat hesaplarından Türk lirası karşılığı alışı yapılan, ancak, görünmeyen işlem geliri olduğu bilinmekle birlikte sınıflandırılmayan dövizlerin belli bir orandaki tutarı oluşturmaktaydı. Söz konusu oranlar ise bankalar nezdinde çeşitli dönemlerde yapılan çalışmalar çerçevesinde hesaplanmaktaydı.

Ancak, 2004 yılı Ocak ayından itibaren, bu tür hizmet gelirlerine ilişkin verilerin bankalar ile beraber bankalar dışındaki diğer kaynaklardan da (örneğin haberleşme gelirleri ile ilgili olarak GSM operatörlerinden alınan veriler) sağlanabilmesi nedeniyle sözü edilen yönteme son verilmiş ve gerekli değişiklik 2003 yılı verilerine de yansıtılmıştır.

GELİR DENGESİ

- **Ücret Ödemeleri:** Bu kalemde, Türkiye’de çalışmakta olan yabancıların elde ettikleri ücretler kaydedilmektedir. Ücret ödemeleri verisi, T.C. Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı tarafından çalışma izni verilen yabancı sayısı esas alınarak hesaplanmaktadır.

- Yatırım Geliri: Yerleşik olmayanların derleyici ülkedeki finansal varlıklarından elde ettikleri gelirleri (borç) ve yerleşiklerin yurt dışındaki finansal varlıklarından elde ettikleri gelirleri (alacak) kapsamaktadır.

o Doğrudan Yatırımlar: Söz konusu kaleme yurtdışında yapılan doğrudan yatırımlardan elde edilen karlar “Gelir” olarak, yurtiçinde yapılan doğrudan yatırımlar nedeniyle yurtdışına yapılan kar transferleri “Gider” olarak kaydedilmektedir. “Gider” kaleminde dağıtılan karların yanı sıra karın sermayeye katılımı da yer almaktadır. Dağıtılan karlar banka raporlarından; sermayeye katılan dağıtılmayan karlar ise yıllık olarak yapılan “Doğrudan Yatırım Anketi”nden elde edilmektedir.

o Portföy Yatırımları: Hisse senetlerinden elde edilen temettü ve sermaye gelirleri ile tahvillerden elde edilen gelirler bu kalem altında yer almaktadır. T.C. Merkez Bankası aylık ödemeler dengesi istatistiklerinde tahvil gelirlerine ilişkin bilgiler yer almaktadır. Hisse senetlerine ilişkin net gelirler ise banka raporları ile Merkezi Kayıt Kuruluşu verilerinden elde edilmektedir.

o Diğer Yatırımlar: Genel Hükümet, Merkez Bankası, bankalar ve banka dışı özel sektörün uzun ve kısa vadeli kredi borçlanmalarıyla mevduat kalemlerinden kaynaklanan faiz gelir ve giderleri söz konusu kalem altında kaydedilmektedir. Söz konusu verinin kaynağı, T.C. Merkez Bankası ve bankaların ayrıntılı raporlarıdır.

-Faiz Geliri: Yurtiçi yerleşiklerin diğer yatırımlar kalemi altında gerçekleşen işlemler sonucu elde ettikleri faiz gelirleridir.

-Faiz Gideri: Yurtiçi yerleşiklerin diğer yatırımlar kalemi altında gerçekleşen işlemler sonucu elde ettikleri faiz gelirleridir. Uzun ve kısa vadeli olmak üzere iki alt kategoride değerlendirilmektedir.

- **CARİ TRANSFERLER**

- **İşçi Gelirleri:** Yurtdışında yerleşik vatandaşlarımız tarafından Türkiye'deki bankalar aracılığıyla yakınlarına havale olarak gönderilen Türk lirası karşılığı alış yapılı tutarlardan oluşmaktadır. Bankalar nezdindeki hesaplarına gönderdikleri tutarlar ise "Finans Hesapları" altında "Mevduatlar" kalemine kaydedilmektedir. Bu veriler banka raporlarından elde edilmektedir.

2003 yılı başından itibaren ödemeler dengesi sunumunda yapılan değişiklikle, bankalardan alınan aylık döviz raporları çerçevesinde, yurtdışında ikamet eden Türk vatandaşları tarafından gönderilen döviz havaleleri ile bu vatandaşlarımızın Türkiye'deki döviz tevdiat hesaplarından (DTH) yaptıkları Türk Lirası kullanımlar "İşçi Gelirleri" kaleminden çıkarılmıştır. Başka bir deyişle, "İşçi Gelirleri" ile "Turizm Gelirleri" arasında bir sınıflama değişikliği yapılmıştır.

- **Resmi Transferler:** Bu kalemden, ülkeler arası hibeler, yabancı ve Türk elçilik ve konsolosluklarının yaptıkları işlemler nedeniyle sağladıkları gelirler, yurtdışında yerleşik kişilerin bedelli askerlik için ödediği tutarlar izlenmektedir. Bu veriler, T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarından elde edilmektedir.

B. SERMAYE-FİNANS HESAPLARI: Bu kalem Sermaye Hesapları ve Finans Hesapları olarak iki gruba ayrılmaktadır. Sermaye ve finans hesapları kalemi altında gerçekleşen sermaye hareketleri, anapara giriş-çıkışlarını, cari işlemler hesabı altında gerçekleşen sermaye hareketleri ise söz konusu

sermaye hareketlerine ilişkin faktör gelirlerini (faiz, kar, kira, ücret) göstermektedir.

Sermaye ve finans hesaplarında, ekonomiye para girişleri her zaman “+”, para çıkışları ise “-” işaretle gösterilmektedir. Örneğin, bankaların döviz varlıklarındaki artış, bankacılık sisteminin döviz pozisyonundaki artışın sistemden para çıkışına sebep olması nedeniyle “-” işaretle gösterilmektedir.

- **SERMAYE HESABI:** Sermaye hesabı kalemi karşılıksız yapılan sermaye transferlerinin gösterildiği hesaplardır (borcun bağışlanması, göçmen transferleri vs.).
 - Göçmen Transferleri: Bir başka ülkeden ülkemize göç eden kişilerin yurtdışındaki varlıklarının ülkemize aktarımına ilişkin tutarları içermekte olup veri kaynağı olarak resmi kayıtlar kullanılmaktadır.
- **FİNANS HESAPLARI:** Finans hesapları kalemi özel ve kamu kurum veya kuruluşların dış alemle kurulan ilişkiler sonucu ortaya çıkan kısa ve uzun vadeli uluslararası sermaye akımlarının gösterildiği hesaplardır.
 - Doğrudan Yatırımlar: Bir ekonomide yerleşik bir kuruluşun bir başka ekonomide yerleşik bir şirkette uzun vadeli ve kalıcı yatırım yapmak ve yönetiminde söz sahibi olmak amacıyla, şirket hisselerinin yüzde 10'unu aşan miktarda yaptığı yatırımdır.
 - o Yurtdışında: Yurtiçinde yerleşik kişilerin, yurtdışında yerleşik bir şirket kurmak, kurulmuş bir şirkete ortak olmak, şube açmak yoluyla doğrudan yatırım amacıyla yaptıkları yatırımlar ile bu yatırımların tasfiyesi ve yurtdışında gayrimenkul alımları bu kalemde izlenmektedir. Bu veriler işlem bazında, yatırımın yapıldığı ülke, sektör ve kuruluş bilgilerini de içerir şekilde banka raporlarından elde edilmektedir. Yurtiçi yerleşiklerin yurtdışında

gerçekleştirdikleri söz konusu yatırımlar “Çıkış” kalemi altında gösterilirken, daha önce yurtdışında gerçekleştirilmiş olan doğrudan yatırımlar kaynaklı sermaye çeşitli nedenlerle (ortaklığın bozulması, satın alınan hisselerin geri satılması vs) yurtiçine geri döndüğünde “Giriş” kalemi altında gösterilmektedir.

o Yurtiçinde: Yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’de yaptıkları toplam doğrudan yabancı sermaye girişini göstermektedir. Sermaye, diğer sermaye ve gayrimenkul olmak üzere üç ana kalemden oluşmaktadır.

-Sermaye: Yurtdışında yerleşik kişilerin, Türkiye’de yerleşik bir şirket kurmak, kurulmuş bir şirkete ortak olmak, şube açmak yoluyla doğrudan yatırım amacıyla Türkiye’ye getirdikleri sermaye tutarları ile karların sermayeye katılımı “Sermaye” kalemini oluşturmaktadır. Sermaye girişlerinin temel kaynakları komple yeni yatırımlar (greenfield investment), özelleştirmeler, satın alma ve birleşme (mergers and acquisitions) işlemleridir. Komple yeni yatırımlar, yurtdışı yerleşik kaynaklı yatırımcıların varolan bir kuruluşu satın almak yerine yeni bir tesis kurulumunu kapsamaktadır. Satın alma ve birleşmeler kaynaklı yatırımlarda ise varolan kuruluş veya tesislerin en az yüzde 10’unun satın alınması ya da ortaklık kurulması gibi yollarla yatırım yapılmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin veriler; banka raporları, doğrudan yatırım anketi, Hazine Müsteşarlığı kayıtlarından sağlanan nakdi ve ayni sermayeye ilişkin aylık veriler ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası günlük bültenleri ve basına yansıyan haberlerden derlenmektedir.

-Diğer Sermaye (Net): Doğrudan yatırım yapan kuruluşun yatırım yaptığı kuruluşa sağladığı kredilerin kullanımları ile geri ödemelerinden oluşmaktadır. Söz konusu verinin kaynağı, özel

sektörün yurtdışından kullandığı kredilerin kredi bazında ayrıntısına ilişkin banka raporlarıdır.

-Gayrimenkul (Net): Yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’de alım satımını yaptıkları gayrimenkul bedellerini göstermektedir. Veri kaynağı, Tapu Kadastro Genel Müdürlüğü’nün, alım satımı yapılan gayrimenkullerin ülke ayrımında sayılarına ilişkin kayıtları ile TÜİK tarafından gerçekleştirilen “Ziyaretçiler Gelir Anketi” çerçevesinde hesaplanan birim fiyatlardır. 2003 yılından önce gayrimenkul alım-satım işlemleriyle ilgili veriler “Sermaye” kalemi altında gösterilirken, 2003 yılından sonra ayrı bir kalem olarak ödemeler dengesi istatistiklerinde yer almıştır.

- Portföy Yatırımları: Portföy yatırımları bileşenleri, yabancı sermaye yatırımları ve rezerv varlıkları kapsamı dışındaki hisse senetleri ve borç senetleridir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy yatırımları arasındaki en önemli fark, yabancı ülkede yapılan yatırımın yönetimi ve denetimi konusudur. Doğrudan yabancı sermaye yatırımı gerçekleştiren yatırımcı, yatırımı yaptığı şirket yönetimi ve denetiminde etkili olmaktadır. Oysa, portföy yatırımlarında yerleşik şirket üzerinde yönetim hakkı veya denetim söz konusu değildir; bu yolla yerleşik şirket uluslararası piyasalardan kaynak sağlamış olmaktadır.

o Varlıklar: Bu kalem yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında alım satımını yaptıkları menkul kıymetleri kapsamaktadır. Verilere alım vaadiyle satım işlemleri ile yurtiçinde yerleşik kişilerin (örneğin Hazine Müsteşarlığı) yurtdışı piyasalarda ihraç ettiği menkul kıymetlerden alım ve satımları da dahildir. Bununla birlikte, yurtiçi yerleşiklerin yurtiçinde yaptıkları Eurobond alımları da bu kaleme dahil edilmektedir. “-” işaret sistemden para çıkışını, dolayısıyla

varlıklardaki artışı göstermektedir. Aşağıda sektörel ayrımı da yapılan bu verinin kaynağı banka raporlarıdır.

-Genel Hükümet: Merkezi yönetim bütçesi içinde tanımlı kurumların yurtdışındaki portföy edinimlerini göstermektedir. Merkezi yönetim bütçesi içine girmeyen kurumlar ise diğer yatırımlar kalemi altındaki “Varlıklar” kalemine dahil edilmektedir.

-Bankalar: Bankaların yurtdışında edindikleri mal varlıklarını, tahvil ihraçlarını ve büyük oranda da Eurobond alımlarını göstermektedir.

-Diğer Sektörler: Bankacılık dışı kesimin yurtdışında portföy ve Türk Eurobond alımlarını göstermektedir.

o Yükümlülükler: Yurtdışında yerleşik kişilerin yurtiçi borsalarda alım satımını yaptıkları hisse senedi ve Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışı piyasalarda tahvil ihracı yoluyla sağladığı borçlanma (Hazine Müsteşarlığının ihraç ettiği Eurobond’lar vs.) bu kalemde gösterilmektedir. Tahvil ihraçlarının veri kaynağı, T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarıdır. Hisse senetleri ve DİBS verileri saklama hizmeti veren bankaların raporlarından, menkul kıymet bazında, stok değer değişimlerinin kur ve fiyat değişimlerinden arındırılması yoluyla hesaplanmaktadır.

-Hisse Senetleri: Hisse senetleri hesabında yurtdışı yerleşiklerin İMKB nezdinde gerçekleştirdikleri hisse senedi alım ve satım işlemleri net olarak gösterilmektedir. 2005 yılına kadar bankalar raporlarından elde edilen hisse senetleri verisi, bu tarihten itibaren T.C. Merkez Bankası tarafından Takasbank’tan alınan günlük veriler çerçevesinde güncellenmeye başlamıştır.

-Borç Senetleri:

1.Merkez Bankası: Merkez Bankasının kendi adına çıkardığı tahviller bu kalem altında yazılmakla birlikte, 1995 yılından bu yana söz konusu kaleme ilişkin bir giriş-çıkış gerçekleşmemiştir.

2.Genel Hükümet: Yurtdışı yerleşiklerce gerçekleştirilen DİBS alım-satımlarının net değerleri “Yurtiçi” kalemi altında gösterilirken, Hazine tarafından ihraç edilen ve anapara geri ödemesi gerçekleştirilen Eurobondlara ilişkin sermaye giriş-çıkışları “Yurtdışı” kalemi altında gösterilmektedir.

3.Bankalar: Bankaların kendi adlarına çıkardıkları tahviller bu kalem altında gösterilmektedir. Bankalar hesabıyla ilgili olarak, 2005 yılından sonraki yıllar için öngörülebilen bir işlem bulunmamaktadır. Bankalar hesabının 2005 yılı bakiyesi kamuya ait kalkınma ve yatırım bankaları tarafından gerçekleştirilen tahvil geri ödemesi işlemine karşılık gelmektedir.

- Diğer Yatırımlar: Diğer yatırımlar; doğrudan yatırım, portföy yatırımları ya da rezerv varlık dışında kalan tüm finansal işlemleri içermektedir. Yurtiçi yerleşikler ile yurtdışı yerleşikler arasındaki kredi işlemleri ile mevduat hareketleri söz konusu hesabın kapsamına giren ana kalemlerdir.

- o Varlıklar: Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilere açtığı ticari ve nakit krediler, bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz varlıkları bu kalemde izlenmektedir. Yerleşiklerin aktif hesaplarında değişim yaratan işlemler bu kalem altında gösterilmektedir.

-Ticari Krediler: Yurtiçinde yerleşik ihracatçıların yurtdışında yerleşik ithalatçılara yaptıkları vadeli mal satışları (verilen krediler) ile bu satışların vadelerinde tahsil edilen bedellerinden (geri ödeme) oluşmaktadır. İhracatçı bir şirket ihracat yapıp, mal bedelini daha sonraki bir dönemde tahsil edecekse; tahsil edilecek bu miktar varlık kalemine “-” işaretle girilmektedir. Söz konusu ihracat bedeli ileri bir tarihte ödeneceğinden varlık oluşmakla birlikte, cari dönemde ihraç edilen mala karşılık bir para girişi olmamaktadır. Mal bedeli ödendikçe para girişi olacağından “geri ödeme” kalemi “+” işaretle gösterilmektedir. Verilen krediler için veri kaynağı; TÜİK tarafından derlenen ihracatın vadeli ödeme şekilleridir. Ödemeler; ödeme vadelerine ilişkin olarak ihracatçı firmalarla gerçekleştirilen anket sonuçlarına göre belirlenen vadelerde, hareketli ortalamalar yoluyla hesaplanmaktadır.

-Krediler: T.C. Merkez Bankası ile bankaların yurtdışı şubelerince yurtdışı yerleşiklere açılan krediler ile bankaların muhabir ilişkileri olmayan bankalara yaptıkları plasmanlar söz konusu kalem altında gösterilmektedir. Kredilere ilişkin veri kaynakları T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarıdır.

-Bankaların Döviz Varlıkları: T.C. Merkez Bankası haricindeki bankaların yurtdışı muhabirleri nezdindeki döviz hesaplarındaki değişimlerini göstermektedir. Döviz hesaplarındaki değişim, gerek yurtdışında yerleşik, gerek yurtiçinde yerleşik kişilerle döviz üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin tümünü yansıtmaktadır. Bu kalem, T.C. Merkez Bankası rezervleri ile birlikte ödemeler dengesindeki tüm diğer hesapların artık (residual) kalemi olarak işlem görmektedir. Ekonomik gelişmeler, bankaların Eurobond talebi ve bankalararası kredi olanaklarıyla ilişkili bir kalemdir. Bankaların döviz varlıkları, yurtiçi yerleşiklerin yerli paraya olan talebiyle de ilişkilidir. Yurtiçi yerleşiklerin yerli para cinsinden

yatırımlara yönelmesi, banka bilançolarının pasif tarafını yerli para lehine değiştirmektedir. Mevcut döviz pozisyonlarını korumak amacıyla bankaların aktiflerinde de yerli paraya ağırlık vermesi bu durumun temel sonucudur. Diğer değişkenler sabit kalmak kaydıyla, bankaların döviz varlıkları hesabındaki “+” kalanlı bakiyeler, bankaların döviz varlıklarını azaltarak sisteme kaynak girişi sağladıkları anlamına gelmektedir. Bu durum, ekonomideki ters para ikamesinin bir göstergesi olarak da yorumlanabilmektedir. Bankaların döviz talebindeki gelişmeler sonucu, döviz alımları arttığında sistemden para çıkışı olduğu için “-” değer almaktadır. Veri kaynağı banka raporlarıdır.

-Diğer Varlıklar: Yabancı para üzerinden nakit alışverişin yoğun olarak yapıldığı bavul ticareti nedeniyle, yurtiçinde yerleşik kişilerin kasalarında bulundurdıkları bankacılık sistemi kayıtlarına girmeyen tutarlardır. 2005 yılı içerisinde ödemeler dengesi istatistiklerinde yapılan revizyon öncesinde “Diğer Varlıklar” kaleminin bakiyesi ihracatın bileşenlerinden biri olan bavul ticareti hesabının değer olarak yaklaşık yüzde 10’una karşılık gelmekte iken, söz konusu revizyonla birlikte, 2004 sonrası döneme ait tüm kayıtlar sıfır olarak girilmektedir.

o Yükümlülükler: Yurtiçinde yerleşik kişilerin, yurtdışında yerleşik kişilerden sağladıkları ticari ve nakit krediler ile T.C. Merkez Bankası ve bankalar nezdinde yurtdışı yerleşik kişiler adına açılan döviz hesapları bu kalemde izlenmektedir.

-Ticari Krediler: Yurtdışında yerleşik ihracatçıların yurtiçinde yerleşik ithalatçılara yaptıkları mal satışları (kullanım) ile bu satışların vadelerinde yapılan ödemelerini (geri ödeme) içermektedir. İthalatçı bir şirket ithalatı vadeli olarak gerçekleştirip, mal bedelini daha sonraki bir dönemde ödeyecekse; ödemesi

yapılacak bu miktar yükümlölük kalemine “+” işaretle girilmektedir. Söz konusu ithalat bedeli ileri bir tarihte ödeneceğinden yükümlölük oluşmakla birlikte, cari dönemde ithalatı yapılan mala karşılık bir para çıkışı olmamaktadır. Mal bedeli ödendikçe para çıkışı olacağından “geri ödeme” kalemi “-” işaretle gösterilmektedir.

Ticari krediler kalemi toplam ithalat artışıyla paralel bir görünüm sergilemektedir. Bu bağlamda, yurtiçi talebin ve ithalatın artış gösterdiği yıllarda, ticari krediler hesabının “+” bakiye vermesi ve bir önceki yıla göre daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesi beklenmektedir.

Kullanımlar için veri kaynağı,; TÜİK tarafından derlenen mal mukabili ödeme şekline göre ithalat tutarı ile bankalar raporlarından elde edilen diğer vadeli ödeme şekillerine göre ithalattır. Ödemeler, ithalatçı firmalar nezdinde ödeme vadelerine ilişkin olarak gerçekleştirilen anket sonuçlarına göre belirlenen vadelerde, hareketli ortalamalar yoluyla hesaplanmaktadır.

1.Uzun Vade: Vadesi 1 yıldan uzun olan ticari kredilerdir. Ticari kredilere ilişkin kullanım ve geri ödeme anlaşmaların vadesi genellikle 1 yıldan az olduğundan uzun vadeli ticari kredilerin toplam ticari krediler içindeki payı düşüktür.

2.Kısa Vade: Vadesi 1 yıla kadar olan ticari kredilerdir. Söz konusu kredilere ilişkin vadeler genellikle 1 veya 12 aylık olarak yapılmaktadır.

o Krediler: Yurtiçinde yerleşik kişilerin yurtdışında yerleşik kişilerden sağladığı nakit kredilerin (Uluslararası Para Fonu tarafından sağlananlar dahil) borçlu sektörlere ve vadelerine göre dağılımını

göstermektedir. Veri kaynağı T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarıdır. Ayrıca, yurtdışından sağlanan kısa vadeli krediler ile özel sektör tarafından sağlanan uzun vadeli ticari ve nakit krediler, banka raporlarından işlem bazında ayrıntılı olarak takip edilmekte ve dış borç istatistiklerine stok veri üretilmektedir.

-Merkez Bankası: Bu başlık altındaki kredi kullanımları IMF kredileri, uzun vadeli krediler ile kısa vadeli krediler olmak üzere 3 ana başlık altında sınıflandırılmaktadır. IMF kredileri kalemi 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren T.C. Merkez Bankası aracılığıyla kullanılan, bütçe finansmanı ya da rezerv birikimi amaçlı olarak gerçekleştirilen kredi kullanımlarıdır. 2002 yılından itibaren, söz konusu kaleme ilişkin yeni kredi kullanımı gerçekleştirilmezken, kredi geri ödemeleri ise 2005 yılı sonu itibarıyla tamamlanmıştır. Dolayısıyla söz konusu kalem sonraki yıllar için sıfır olarak girilmektedir. Uzun Vadeli krediler T.C. Merkez Bankası tarafından kullanılan ve vadesi 1 yıldan uzun olan kredileri gösterirken, kısa vadeli krediler ise vadesi 1 yıla kadar olan kredileri göstermektedir.

-Genel Hükümet: Ödemeler dengesi sunumunda, merkezi yönetim bütçesi kapsamına giren kurum ve kuruluşların gerçekleştirdikleri kredi işlemleri bu kalemin altında gösterilmektedir. Öte yandan, kamu iktisadi teşebbüsleri ile kamu bankalarının taraf olduğu dış kredili işlemler, sırasıyla, "diğer sektörler" ve "bankalar" altında izlenmektedir. Bu başlık altındaki kredi kullanımları IMF kredileri, uzun vadeli krediler ile kısa vadeli krediler olmak üzere 3 ana başlık altında sınıflandırılmaktadır.

-IMF Kredileri: Söz konusu kalem altında bütçe finansmanı amaçlı IMF kredileri ile ilgili işlemler izlenmektedir. Bu kapsamdaki kredi kullanımları, 2002 yılından itibaren doğrudan Hazine Müsteşarlığı tarafından gerçekleştirilmektedir.

1.Uzun Vade: Söz konusu hesap altında, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan sağlanan krediler ile genellikle kamu yatırımlarının finansmanında kullanılan proje finansman kredileri izlenmektedir. Vadesi 1 yıldan uzun olan kredilerdir.

2.Kısa Vade: Vadesi 1 yıla kadar olan kredilerdir. Genel Hükümet tarafından kullanılan krediler uzun vadeli olduğundan kısa vadeli kredi kullanımları sıfır olarak girilmektedir.

-Bankalar: Ülke içerisinde faaliyet gösteren, Merkez Bankası hariç, tüm bankalar ile finans kurumlarının, dış kredi kullanım ve geri ödeme işlemlerinin izlendiği kalemdir. Uzun vadeli ve kısa vadeli krediler olmak üzere iki ana başlık altında toplanmaktadır.

-Diğer Sektörler: Finansal olmayan tüm tüzel kişiliklerin, sigorta şirketlerinin, emeklilik fonlarının, mevduat toplama yetkisine sahip olmayan finansal kuruluşların, özel sektör mülkiyetindeki kar amacı gütmeyen organizasyonların ve hane halkının dış kredi kullanım ve geri ödeme işlemleri bu kalem altında gösterilmektedir.

1.Uzun Vade: Vadesi 1 yıldan uzun olan kredilerdir. Diğer sektörler kalemi altında kullanılan krediler, reel sektör tarafından gerçekleştirilen yatırımların finansmanı amacıyla kullanıldığı için büyük bir bölümü uzun vadelidir.

2.Kısa Vade: Vadesi 1 yıla kadar olan kredilerdir.

o Mevduatlar: Yurtdışında yerleşik kişilerin T.C. Merkez Bankası ve bankalar nezdindeki mevduatları bu kalemde yer almaktadır. Veri kaynakları, T.C. Merkez Bankası ve banka raporlarıdır. Dış ticaret istatistiklerinde yer alan “Finansal Kiralama” yoluyla yapılan ithalat

bedellerinin karşılık kalemi, Finansal Hesaplar altında “Diğer Yatırımlar / Yükümlülükler / Krediler / Diğer Sektör” kalemine kredi kullanımı olarak ilave edilmektedir.

-Merkez Bankası: T.C. Merkez Bankası nezdindeki mevduatlar, yurtdışında yerleşik vatandaşlarımıza ait kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları ile süper döviz hesaplarının değişimlerinden oluşmakta, bankalardaki mevduatlar ise, yurtdışında yerleşik kişi ve kuruluşlar ile bankaların mevduatlarına ilişkin değişimi yansıtmaktadır.

-Bankalar: Bankaların Offshore (Kıyı Bankacılığı) hesapları ile yerli bankaların yurtdışı şubelerinde açılan hesaplar bu kalemde tutulmaktadır.

o Diğer Yükümlülükler: Söz konusu hesapta, yurtiçi yerleşikler ile yurtdışında yerleşikler arasında meydana gelen kredi yada mevduat olarak nitelendirilemeyen her türlü ekonomik işlem yer almaktadır.

- Rezerv Varlıklar:

o IMF Nezdindeki Varlıklar: IMF nezdindeki rezerv varlıklardaki değişimi yansıtmakta olup en son yapılan kota değişimi 1999 yılında gerçekleşmiştir. Veri kaynağı T.C. Merkez Bankası raporlarıdır.

o Resmi Rezervler: T.C. Merkez Bankası’nın yurtdışı muhabir mevcutlarındaki değişim ile portföy yönetimi amacıyla alım satımını yaptığı menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Rezervlerdeki değişim, gerek yurtdışında yerleşik kişilerle gerek yurtiçinde yerleşik kişilerle T.C. Merkez Bankasınca döviz üzerinden gerçekleştirilen işlemlerin tümünü yansıtmaktadır. Döviz rezervlerindeki değişimin önemli bir

kaynağı T.C. Merkez Bankası tarafından günlük olarak yapılan döviz alım ihaleleri ile kamunun T.C. Merkez Bankası üzerinden yaptığı döviz işlemleridir (dış borçlanma, dış borç geri ödemesi vs.). Döviz rezervlerindeki artış ödemeler dengesi istatistiklerinde “-” işaretle gösterilmektedir. Veri kaynağı T.C. Merkez Bankası raporlarıdır.

T.C. Merkez Bankası rezervlerinin bir kısmı döviz olarak tutulurken, önemli bir kısmı da özellikle ABD tahvillerine yatırılmaktadır. Söz konusu ayırım “Resmi Rezervler” kalemi altında, sırasıyla, “döviz varlıklar” ve “menkul kıymetler” kalemleri altında izlenmektedir.

C. NET HATA NOKSAN: Bu bakiye ölçümlerdeki hataların ve raporda eksik olan verilerin sonucu oluşmaktadır. Ödemeler dengesi bilançosu raporlarının sunulduğunda, standart uygulama net hata ve noksanı ayrı bir kalemde göstermek şeklindedir. Bu kalemin, kaydedilen bileşenlerdeki fazlalık ya da eksikliğin dengeleyicisi olması amaçlanmaktadır. Bu nedenle, bu bileşenlerin bakiyesi alacak ise, net hata ve noksan kalemi bir borç olarak gösterilmektedir. Derleme sırasında meydana gelecek bazı hata ve noksanlar birbirini götürüleceğinden, pozitif ya da negatif bakiyenin büyüklüğü raporun doğruluğunun bir göstergesi olmamaktadır. Yine de, net bakiye büyük olduğunda raporun yorumlanması güçleşmektedir. Bu duruma yönelik olarak kullanılan bir ölçüt, mal ticareti toplamının yüzde 5’ini geçtiğinde bakiyenin sorun yaratacağıdır.

Net Hata Noksan, tanım gereği, ölçüm hataları ve tablodaki verilerin eksik veya fazla derlenmesinden kaynaklanmaktadır. Net Hata Noksan oluşmasının sebepleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

-İthalat veya ihracat için malın hareketi ile ödemenin farklı bilanço dönemlerine yansımaları durumundaki zaman uyumsuzluğu,

-Gümrük işlemlerine ilişkin beyanat hataları,

-Ödemeler dengesindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına (yastık altına kasalara) çıkarılması veya finansman esnasında sistem dışından kaynak kullanılması şeklindeki kayıt dışı işlemler,

-Bazı verilerin (turizm ve bavul ticareti) anketler yoluyla elde edilmesindeki hatalar.

Net Hata Noksan kaleminin ödemeler dengesi tablosunda hangi kalemlerden kaynaklandığı tam olarak bilinmemekle beraber, bu konuda varsayımlar yapılabilmektedir. Ödemeler dengesinin temel kaynaklarını bankalar, Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve T.C. Merkez Bankası veri tabanları oluşturmaktadır. Ödemeler dengesinde yer alan, Merkez Bankası dahil kamu sektörüne ilişkin kalemlerde genel olarak hata beklenmemektedir. Benzer şekilde, bankacılık sektörüne ilişkin verilerin de, veri toplama yöntemindeki iyileşmeler nedeniyle, büyük ölçüde doğru olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda, yukarıda maddeler halinde özetlenen Net Hata Noksanın oluşma sebeplerinin özel sektöre ilişkin olması beklenmektedir. Nitekim, banka muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla bankaların döviz varlıklarındaki değişim, benzer şekilde, Merkez Bankası muhabirlerindeki döviz hareketleri yoluyla da resmi rezervlerdeki değişim ödemeler dengesi istatistiklerinde izlenmekte iken, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişim tam olarak izlenememektedir. Dolayısıyla, bankacılık dışı özel sektörün döviz varlıklarındaki değişimin büyük ölçüde Net Hata Noksana yansıdığı düşünülmektedir. Bu olguya dayanarak, Net Hata Noksan kaleminin yerleşikler kaynaklı olduğu varsayılmaktadır.

ÖZET

TOKMAK, Dolunay H.. Akımları ve Cari İşlemler Dengesi İlişkisi. Yüksek Lisans Tezi. Ankara. 2010

Literatürde yapılan çalışmalar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengelerini etkileyen faktörlerin ve cari işlemler dengesizliklerindeki düzeltmelerin farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bu çalışmada Genişletilmiş VAR modeli kullanılarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için cari işlemler dengesi ve sermaye hareketleri arasındaki farklı nedensellik ilişkileri ortaya konmuştur. Test sonuçları gelişmiş ülkeler için sermaye hareketlerinin talep yönlü faktörlerce belirlendiğini; diğer bir ifadeyle gelişmiş ülkelerde cari işlemler dengesinin sermaye hareketlerinin nedeni olduğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu sonucun tam tersi geçerlidir. Söz konusu ülkelerde artan sermaye akımları cari işlemler dengesizliklerine neden olmaktadır ve/veya cari denge ile sermaye hareketleri arasında karşılıklı nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Sermaye hareketleri ile cari işlemler dengeleri arasındaki ilişkinin gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılaşması, gelişmekte olan ülkelerde yoğun sermaye girişlerini absorbe edecek finansal sistem oluşmadan ve makroekonomik temeller sağlamlaştırılmadan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinin çok sağlıklı olmadığı yönündeki görüşleri desteklemektedir.

Anahtar Kelimeler

- 1) Ödemeler Dengesi
- 2) Cari İşlemler Dengesi
- 3) Sermaye Hareketleri
- 4) Genişletilmiş VAR Modeli
- 5) Granger Nedensellik Testi

ABSTRACT

TOKMAK, Dolunay H.. Relation Between Current Account and Financial Account. Master Thesis. Ankara. 2010

Studies in the literature have shown that the factors affecting the current account and the adjustment in the current account imbalance differ between developed and developing countries. In this study, different causal relationship between current account and financial account was proposed by implementing Augmented VAR Model. The results of tests shows that, for developed countries, its mostly true that capital mobility is demand-induced and and the financial account functions to finance the current account imbalance. In contrast, for developing countries test results shows that financial account causes current account imbalances or there is a mixed relationship between current account and financial account. This divergant relationship between current account and financial account between developed and developing countries supports the ideas that in view of their limited absorptive capacity in dealing with capita lflows,countries without a sophisticated and sound financial system should not abruptly remove their restrictions on capital mobility.

Key Words

- 1) Balance of Payments
- 2) Current Account Balance
- 3) Capital Flows
- 4) Augmented VAR Model
- 5) Grengar Causality Test